



Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

Janvier 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 19 janvier 2009.

Vue d'ensemble

Les perspectives économiques à l'échelle du globe se sont nettement détériorées depuis la publication de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*. La crise financière s'est intensifiée l'automne dernier et s'est répercutée sur une économie mondiale déjà faible, qui a soumis à son tour le système financier à des tensions supplémentaires. Cette dynamique a contribué à un accroissement de l'incertitude et à un effondrement de la confiance, aggravant ainsi la situation. Les grandes économies avancées, dont le Canada, sont maintenant en récession, et les pays à marché émergent sont de plus en plus touchés. Par suite de la diminution soudaine de la demande mondiale, les prix des produits de base, en particulier de l'énergie, se sont encore repliés, et les pressions inflationnistes à l'échelle de la planète se sont rapidement atténuées.

Les décideurs publics ont réagi à la chute de l'activité économique mondiale par des mesures énergiques et concertées. Les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs de façon marquée depuis octobre dernier, et les autorités de nombreux pays adoptent actuellement d'importants programmes de relance budgétaire. D'autres initiatives destinées à stabiliser les institutions financières dans les économies avancées sont en cours, et les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales et les gouvernements commencent à porter leurs fruits. Toutefois, vu l'effet de rétroaction négatif qui s'est établi entre l'économie affaiblie et les marchés financiers, il faudra du

Faits saillants

- Les perspectives de l'économie mondiale se sont nettement détériorées depuis octobre, et toutes les grandes économies avancées sont maintenant en récession.
- Les décideurs publics ont réagi à la chute de l'activité économique mondiale par des mesures énergiques et concertées.
- On prévoit que le PIB du Canada régressera de 1,2 % en 2009 et qu'il rebondira de 3,8 % en 2010.
- On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence diminue tout au long de 2009, pour toucher un creux de 1,1 %, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait être négative pendant deux trimestres cette année.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global devraient toutes deux revenir à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2011.
- Les perspectives sont entachées d'une grande incertitude, mais la Banque estime que les risques entourant sa projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés.
- La Banque a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 20 janvier, ce qui porte l'assouplissement monétaire cumulatif à 350 points de base depuis décembre 2007.

temps avant qu'on puisse observer un retour à la normale.

L'activité économique au Canada devrait fléchir jusqu'au milieu de 2009 sous l'effet de ces facteurs mondiaux. Les exportations canadiennes reculent déjà fortement en raison de la contraction de la demande extérieure, surtout en provenance des États-Unis. Les baisses du revenu réel associées au renversement des cours des produits de base, conjuguées à la brusque chute de la confiance et à la diminution de l'avoir net des ménages, contribuent à comprimer la demande intérieure finale. Comme les mesures prises par les pouvoirs publics devraient commencer à produire les effets souhaités, tant au pays qu'à l'étranger, l'économie canadienne devrait reprendre de l'élan au second semestre de 2009 et croître à un rythme supérieur à son potentiel en 2010. La dépréciation passée du dollar canadien viendra également soutenir la reprise. On prévoit que le PIB réel régressera, en moyenne annuelle, de 1,2 % en 2009 et qu'il rebondira de 3,8 % en 2010.

Une offre excédentaire est apparue au sein de l'économie canadienne au quatrième trimestre de 2008. Elle devrait augmenter considérablement au premier semestre de 2009 et on ne s'attend pas à ce qu'elle soit entièrement résorbée avant le milieu de 2011.

Le net élargissement de l'écart de production et le recul modeste des prix des logements devraient entraîner tout au long de 2009 une réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence au Canada, laquelle toucherait un creux de 1,1 % d'ici le quatrième trimestre. Compte tenu des baisses en glissement annuel des prix de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer beaucoup plus abruptement, au point d'être négative aux deuxième et troisième trimestres de 2009. Étant donné que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, le taux d'augmentation de l'IPC global et celui de l'indice de référence devraient revenir à la cible de 2 % visée par la Banque au premier semestre de 2011, alors que l'économie retournera à son potentiel.

Dans ce contexte, la Banque a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 20 janvier, ce qui porte l'assouplissement monétaire cumulatif à 350 points de base depuis décembre 2007. Guidée par le régime de cibles d'inflation adopté par le Canada, la

Banque continuera de suivre de près la situation économique et financière afin de déterminer dans quelle mesure une nouvelle détente monétaire sera nécessaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Un taux d'inflation bas, stable et prévisible représente la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la croissance économique et à la stabilité financière à long terme.

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, l'économie mondiale pourrait être en meilleure posture si les mesures de relance budgétaire mises en œuvre à l'échelle internationale se révélaient plus expansionnistes que prévu, ou si les actions énergiques qui ont été menées simultanément par les autorités des grandes économies atténuaient l'incertitude et restauraient la confiance plus vite qu'on ne le suppose. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée dans le cas où le retour à la normale des conditions financières serait plus lent à s'opérer.

Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les évolutions cycliques semblent certes contribuer à réduire les importants déséquilibres des balances courantes, mais pour que se produise une correction durable et ordonnée, il faudra des politiques favorisant un rééquilibrage de la demande intérieure parmi les grandes zones économiques.

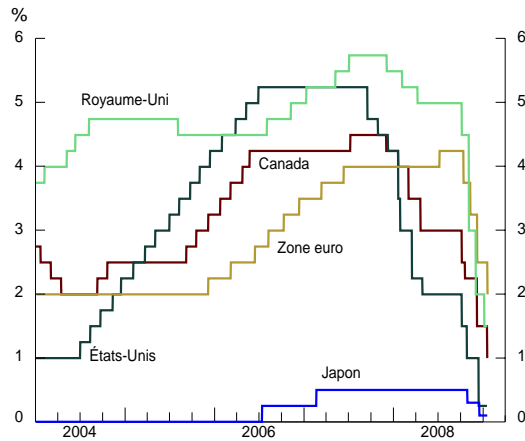
Bien que les perspectives soient entachées d'une grande incertitude, la Banque estime que les risques entourant sa projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés.

L'évolution économique récente

La conjoncture internationale

La tenue de l'économie mondiale s'est considérablement détériorée depuis la parution du *Rapport* d'octobre, la crise financière grandissante s'étant propagée à l'activité économique réelle. Les grandes économies avancées sont maintenant en récession, et le synchronisme de cette contraction touche de plus en plus les pays à marché émergent par la voie des échanges

Graphique 1
Taux directeurs
Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque du Japon, Banque d'Angleterre et Banque centrale européenne

commerciaux, des liens financiers et de la confiance. L'incertitude liée aux perspectives demeure élevée et concourt à freiner l'activité.

En raison de l'affaiblissement très prononcé de la demande mondiale, les prix des produits de base se sont repliés, notamment ceux de l'énergie. Les cours du pétrole ont chuté de 50 % depuis octobre. Le recul des prix des produits de base a contribué à la forte baisse de l'inflation globale dans de nombreux pays. Les mesures de l'inflation fondamentale ont également commencé à fléchir, en raison de l'accroissement de l'offre excédentaire et de certaines retombées de la diminution des prix des produits de base.

Les décideurs publics ont réagi à la chute abrupte de l'activité économique par une série de mesures énergiques. L'atténuation des pressions inflationnistes a incité les banques centrales à abaisser les taux d'intérêt jusqu'à des niveaux extraordinairement bas (Graphique 1). Dans certains pays, comme les États-Unis et le Japon, où les taux directeurs avoisinent zéro, les autorités monétaires se tournent vers d'autres moyens pour assouplir les conditions du crédit. Les décideurs ont aussi de plus en plus recours à des mesures budgétaires discrétionnaires pour stimuler la demande intérieure.

L'économie américaine a accusé un léger repli au troisième trimestre de 2008 et, selon les indicateurs récents, se serait fortement contractée au quatrième trimestre. La consomma-

tion a continué de reculer à cause des pertes d'emplois substantielles, de la réduction de l'accès au crédit, du déclin sans précédent de la richesse des ménages et du bas niveau de la confiance des consommateurs. La production industrielle a considérablement régressé, en raison de la contraction généralisée de l'activité dans le secteur de la fabrication. Les ventes et la production de véhicules automobiles, notamment, ont été beaucoup plus faibles que prévu.

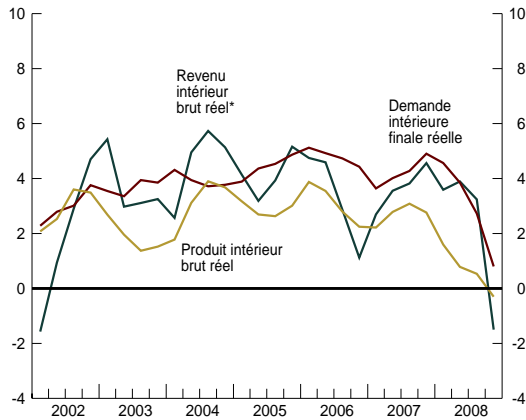
Dans d'autres grandes régions du globe, on a assisté à un essoufflement inattendu et soudain de l'activité économique. En Europe et en Asie, les principaux indicateurs, tels que l'indice de confiance des consommateurs et l'indice des directeurs des achats, laissent entrevoir une nouvelle dégradation des perspectives de croissance. En Europe, l'atonie de la demande intérieure s'explique en bonne partie par le durcissement des conditions du crédit et la réduction de la valeur des patrimoines immobilier et financier, tandis qu'au Japon, l'appréciation du yen et la faiblesse des marchés d'exportation ont joué un rôle déterminant à cet égard. Dans de nombreux pays émergents, le récent renversement des flux de capitaux déprime la demande en restreignant sensiblement la disponibilité du crédit. Le resserrement important du crédit commercial, en particulier, semble fortement influencer sur les échanges internationaux.

L'activité économique au Canada

La conjoncture s'est aussi nettement dégradée au Canada depuis la parution du *Rapport* d'octobre, malgré la croissance quelque peu supérieure aux attentes enregistrée au troisième trimestre de 2008. Par suite du repli prononcé de l'activité à l'échelle mondiale observé dernièrement, l'économie canadienne est entrée en récession.

Après avoir à peine varié au premier semestre de 2008, le PIB réel a progressé de 1,3 % en rythme annuel au troisième trimestre. Tant les exportations nettes que les investissements en stocks ont contribué légèrement à l'expansion du PIB réel, ce qui contraste avec l'effet modérateur qu'ils avaient exercé globalement au premier semestre. La croissance de la demande intérieure finale s'est par contre considérablement tassée au troisième trimestre, en raison à la fois du ralentissement de la

Graphique 2
Revenu réel, demande intérieure et production
Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Nota : Les chiffres relatifs au quatrième trimestre de 2008 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

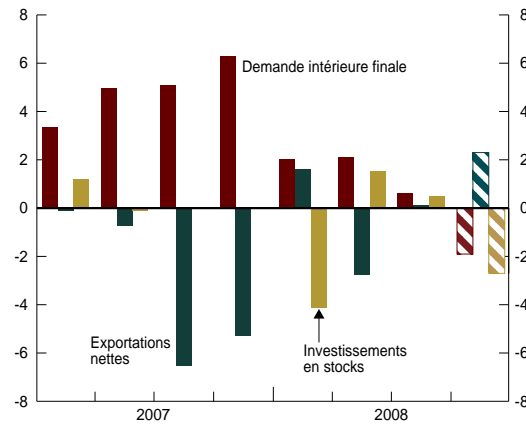
croissance des revenus réels et de l'incertitude accrue face à l'aggravation de la récession à l'échelle internationale (Graphique 2). Le volume des exportations a continué de chuter, les baisses étant particulièrement marquées dans le cas des produits agricoles, énergétiques et forestiers.

D'après les données du quatrième trimestre de 2008, le PIB réel s'est contracté à un taux annuel de 2,3 %, soit un recul beaucoup plus rapide que celui de 0,4 % projeté dans le *Rapport* d'octobre. Compte tenu de l'important ralentissement de l'activité économique aux États-Unis, les exportations canadiennes (notamment de produits automobiles) devraient fléchir fortement. Vu la détérioration récente de nos termes de l'échange, de la croissance des revenus réels et de la confiance, les entreprises et les ménages canadiens se montrent de plus en plus prudents. Par conséquent, la demande intérieure, surtout en ce qui concerne les investissements dans le logement et les investissements des entreprises (y compris les stocks), devrait avoir baissé au quatrième trimestre (Graphique 3).

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Une offre excédentaire est apparue au sein de l'économie canadienne au quatrième trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la

Graphique 3
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Nota : Les chiffres du PIB pour le quatrième trimestre de 2008 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

Banque, l'économie fonctionnait à un rythme d'environ 1 % inférieur à son potentiel au quatrième trimestre de 2008 (Graphique 4)¹. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises que la Banque a menée cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé des pressions sur leur capacité de production est descendue sous la moyenne, alors que le pourcentage des répondants faisant état de pénuries de main-d'œuvre a touché son niveau le plus bas depuis la tenue de la première enquête, il y a dix ans.

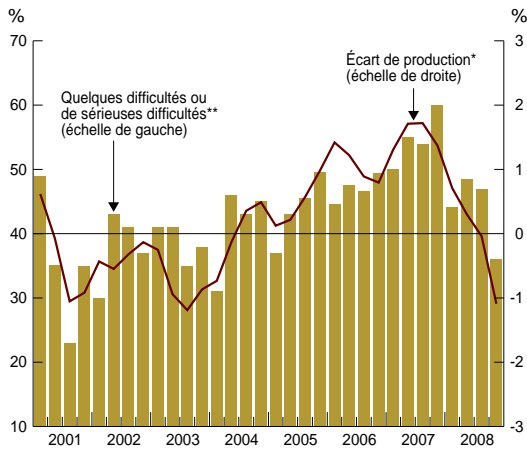
L'inflation et la cible de 2 %

Les mouvements de l'IPC global observés ces six derniers mois sont attribuables principalement à l'incidence des fluctuations des cours du pétrole brut. Après avoir culminé à 3,5 % en août, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est retombé à 2,0 % en novembre, soit un niveau légèrement inférieur à celui prévu dans le *Rapport* d'octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie en moyenne à 1,7 % d'août à

1. Le niveau de l'offre excédentaire au quatrième trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, avoisine celui énoncé dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Malgré une baisse projetée beaucoup plus importante que prévu du PIB réel au quatrième trimestre, le niveau de la production durant ce trimestre n'est qu'un peu inférieur à la projection contenue dans le dernier rapport, en raison de la révision de la croissance du PIB au premier semestre de 2008 et de la croissance légèrement supérieure aux attentes au troisième trimestre. La réduction du niveau projeté de la production est contrebalancée par une petite diminution du niveau estimé de la production potentielle.

Graphique 4
Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



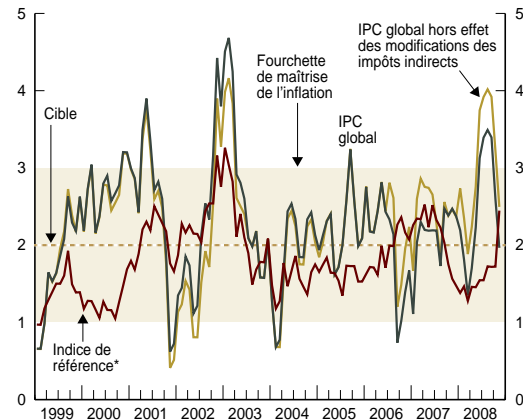
* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2008 se fonde sur une réduction prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

octobre, mais a grimpé à 2,4 % en novembre (Graphique 5), ce chiffre étant beaucoup plus élevé que celui avancé dans le scénario de référence d'octobre. La baisse marquée des incitations à la vente de véhicules automobiles 2009, par rapport à celles visant les modèles 2008, a contribué à cette hausse. On a également enregistré une nouvelle augmentation des prix des aliments compris dans l'indice de référence en novembre. Ces facteurs positifs inattendus touchant l'inflation mesurée par l'indice de référence ne devraient pas persister, étant donné l'atonie de la demande dans le secteur automobile et la forte réduction des prix des produits de base alimentaires depuis un an.

Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme ont été volatils ces six derniers mois, en raison des importantes variations des prix de l'énergie. Après avoir atteint des sommets au milieu de 2008, les attentes concernant l'inflation moyenne pour les deux prochaines années, dont il est fait état dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet hiver, ont sensiblement diminué. Dans ses plus récentes prévisions, Consensus Economics estime que le taux d'accroissement de l'IPC global pour 2009 sera de 0,7 %, mais qu'il remontera à 1,9 % en 2010. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à

Graphique 5
Indice des prix à la consommation
 Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

L'évolution financière

La stabilisation du système financier mondial est une condition préalable à la reprise économique. Des signes indiquent que les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales et les gouvernements afin de stabiliser le système financier et de rétablir les flux de crédit commencent à porter leurs fruits. Les écarts sur les marchés ciblés se resserrent, et la volatilité s'est légèrement atténuée par rapport aux niveaux extraordinairement élevés atteints précédemment. Les marchés financiers mondiaux demeurent toutefois tendus. L'assombrissement des perspectives économiques mondiales alimentant à son tour ces pressions, il faudra un certain temps avant que les conditions ne reviennent à la normale.

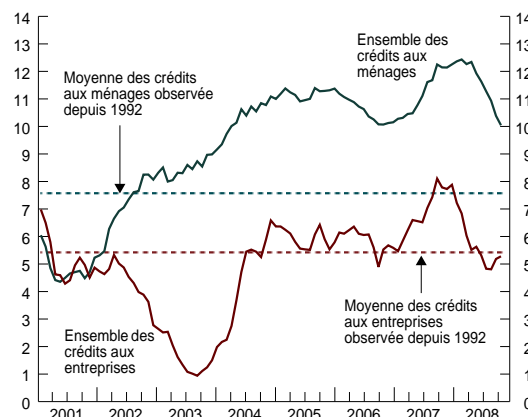
La situation sur les marchés du crédit à long terme s'est dégradée ces derniers mois, notamment pour ce qui est des emprunteurs moins solvables. L'activité d'émission est restée très faible jusqu'à récemment, sauf dans le cas des titres bénéficiant d'une garantie de l'État. Le coût de financement pour les entreprises reste exceptionnellement élevé par rapport au rendement des titres d'État. En outre, les enquêtes menées auprès des responsables du crédit dans plusieurs pays avancés semblent indiquer un durcissement marqué des critères des banques en matière d'octroi de

prêts, ce qui donne à penser que l'accès au crédit a pu se restreindre à nouveau. Les marchés boursiers mondiaux ont poursuivi leur descente, les indices de tous les grands marchés et des marchés émergents touchant des creux pluri-annuels. La fragilité persistante des conditions financières à l'échelle internationale continue de limiter la disponibilité du financement à l'appui de l'activité économique réelle et a contribué à l'installation de l'incertitude et à l'érosion de la confiance, qui minent encore davantage la demande intérieure dans bon nombre de pays.

Les conditions du crédit au Canada

Les conditions du crédit au Canada demeurent meilleures que dans les autres grands pays. Les coûts d'emprunt pour les banques ont diminué depuis la publication du *Rapport* d'octobre, en raison de la baisse du taux directeur et des efforts appréciables et soutenus déployés pour approvisionner le système financier canadien en liquidités. Après avoir atteint 200 points de base en octobre, l'écart estimatif entre la moyenne pondérée des taux d'emprunt pour les banques sur l'ensemble des échéances et le taux du financement à un jour attendu s'est amenuisé, pour avoisiner 170 points de base à l'heure actuelle. Le rétrécissement des écarts, conjugué à la baisse du taux du financement à un jour, a entraîné une réduction des coûts de financement globaux

Graphique 6
Crédits aux entreprises et aux ménages
Taux de variation en glissement annuel



Nota : Les valeurs les plus récentes remontent à novembre dernier.

pour les banques d'environ 100 points de base depuis octobre.

Conformément à cette évolution, le taux d'intérêt moyen effectif payé par les ménages a également fléchi et se situe bien en deçà des niveaux observés au début de la turbulence financière, en août 2007 (Tableau 1). Le crédit bancaire accordé aux ménages ne s'est ralenti que modérément et continue de s'accroître à une cadence bien supérieure à sa moyenne historique (Graphique 6). La vigueur de la croissance des crédits aux ménages tient aussi, entre autres facteurs, à la résilience affichée par les marchés du travail jusqu'en octobre.

Tableau 1
Taux d'intérêt (en pourcentage)

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme des sociétés
31 juill. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
4 déc. 2007	4,25	6,25	5,25	7,37	4,70	5,28
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avr. 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juill. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
9 déc. 2008	1,50	4,00	5,00	6,86	1,77	6,04
16 janv. 2009 ^a	1,50	3,50	4,30	6,73	0,99	5,71

a. Avant la réduction du taux cible du financement à un jour opérée le 20 janvier 2009

Sources : Taux des obligations à long terme des sociétés : Bloomberg; toutes les autres séries : Banque du Canada.

Les crédits aux entreprises ont également progressé à un rythme solide de septembre à novembre (données disponibles les plus récentes), l'expansion du crédit bancaire ayant plus que compensé la diminution des sources de financement sur les marchés. Néanmoins, les répondants à la plus récente édition de l'enquête auprès des responsables du crédit et de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé un resserrement continu du coût et de la disponibilité du crédit, qui, combiné à l'atonie de la demande, va probablement réduire la croissance future du crédit. Les rendements des obligations de sociétés de bonne qualité sont restés globalement inchangés, malgré la baisse des rendements des obligations d'État, et les sociétés émettrices, en particulier celles notées dans la catégorie spéculative, ont généralement éprouvé de la difficulté à mobiliser des fonds sur les marchés de capitaux.

Le taux de change

Les marchés des changes sont demeurés extrêmement volatils au cours des trois derniers mois, le dollar canadien s'échangeant à l'intérieur d'une fourchette allant d'environ 77 à 87 cents É.-U. et s'établissant, en moyenne, à 82 cents. Les récentes fluctuations du huard tiennent principalement à deux facteurs. Tout d'abord, la chute des cours des produits de base, en particulier ceux de l'énergie, a soumis notre monnaie à des pressions à la baisse. Ensuite, pendant les mois d'octobre et de novembre, le dollar américain s'est apprécié par rapport à la plupart des grandes devises, ce qui s'explique peut-être par le rapatriement massif de capitaux de la part des investisseurs qui gèrent leurs fonds en dollars É.-U.

Les perspectives économiques

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 82 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un fléchissement modéré à brève échéance des prix des produits de base non énergétiques; la persistance de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'à la fin de 2009, et leur relâchement graduel en

2010²; et des taux de croissance de la production potentielle au Canada identiques à ceux avancés dans le *Rapport* d'octobre (soit 2,4 % durant le reste de 2009 et 2,5 % en 2010). Elle postule en outre un assouplissement substantiel des politiques budgétaires dans le monde et au pays.

Les perspectives mondiales

La croissance mondiale devrait ralentir en 2009 pour se situer à 1,1 % — un taux compatible avec une profonde récession à l'échelle du globe — avant de reprendre de l'élan en 2010, tout en demeurant en deçà du rythme d'augmentation de la production potentielle (Tableau 2). On s'attend à ce que l'activité économique dans toutes les régions du monde soit beaucoup plus faible au cours des deux prochaines années que ce qu'on envisageait

Tableau 2
Projection relative à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2007	2008	2009	2010
États-Unis	22	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	-1,7 (-0,1)	2,6 (3,2)
Union européenne	20	2,7 (2,7)	0,9 (1,0)	-1,0 (0,3)	2,1 (3,0)
Japon	7	2,4 (2,0)	0,0 (0,5)	-1,7 (0,6)	2,0 (2,2)
Chine et ENI ^c d'Asie	14	10,2 (10,2)	7,5 (8,1)	5,6 (7,3)	6,9 (7,5)
Autres pays	37	6,6 (6,6)	5,0 (5,5)	2,7 (4,5)	4,3 (5,5)
Ensemble du monde	100	5,0 (5,0)	3,4 (3,7)	1,1 (2,8)	3,7 (4,6)

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2009.

b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour. Source : Banque du Canada

2. Dans le cas des États-Unis, il est difficile d'évaluer l'incidence des mesures prises par la Réserve fédérale pour assouplir les conditions du crédit, compte tenu de leur caractère exceptionnel.

dans le *Rapport* d'octobre, en raison de l'affaiblissement plus long et généralisé des marchés financiers internationaux et des répercussions négatives plus importantes que celui-ci devrait avoir sur l'économie réelle. L'incertitude accrue contribue également au ralentissement de la croissance.

Les États-Unis devraient voir leur taux de croissance fléchir au cours des trois premiers trimestres de 2009, sous l'effet combiné de la baisse persistante de la consommation et des investissements des entreprises et du recul des exportations. La croissance du PIB américain devrait se chiffrer à -1,7 % sur l'ensemble de l'année 2009 et à 2,6 % en 2010. Compte tenu de cet assombrissement des perspectives, l'inflation fondamentale sera bien plus basse dans ce pays au cours de la période de projection, et on s'attend à ce qu'elle demeure en deçà de 1 % durant la majeure partie des trois prochaines années.

Plusieurs facteurs devraient soutenir la reprise de l'économie mondiale. Premièrement, comme les mesures qui ont été adoptées au niveau international en vue de stabiliser le secteur financier devraient avoir commencé à porter leurs fruits, les conditions du crédit à l'échelle du globe devraient entamer un retour à la normale et, du même coup, alimenter la croissance, en améliorant l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises, et restaurer la confiance. Deuxièmement, l'assouplissement des politiques monétaires et l'expansion simultanée des politiques budgétaires stimuleront la demande intérieure de par le monde. Troisièmement, l'effet modérateur qu'exerce la correction du marché immobilier aux États-Unis et dans certains autres pays industriels devrait diminuer et l'activité dans le secteur de la construction se redresser ensuite, au fur et à mesure que l'offre excédentaire qui y est présente se résorbera. Le raffermissement de la croissance du PIB américain, couplé à l'amélioration connexe de la confiance des consommateurs, devrait aussi aider à stimuler l'activité à l'échelle internationale par le biais des liens commerciaux et financiers.

Les perspectives au Canada

Le PIB réel au Canada devrait fortement reculer au premier semestre de 2009, en particulier au premier trimestre. Par conséquent, le niveau de la production globale devrait s'avérer

beaucoup plus bas d'ici le milieu de l'année qu'il n'avait été anticipé dans le *Rapport* d'octobre. On prévoit maintenant que le PIB réel régressera, en moyenne annuelle, de 1,2 % en 2009 (Tableaux 3 et 4).

La demande intérieure finale devrait décroître en 2009. La réduction des revenus réels et de l'avoir net, conjuguée à la baisse prononcée des niveaux de confiance, pèse lourd sur les dépenses des ménages, et les investissements dans le secteur du logement devraient fléchir considérablement. La Banque

Tableau 3
Contribution à la croissance annuelle
moyenne du PIB réel canadien^a
En points de pourcentage

	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,5 (2,5)	1,8 (2,0)	0,4 (1,5)	2,0 (2,5)
Logement	0,2 (0,2)	-0,2 (-0,2)	-1,0 (-0,6)	0 (-0,3)
Administrations publiques	0,9 (0,9)	0,9 (1,0)	0,9 (0,7)	1,3 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	0,5 (0,5)	0,4 (0,2)	-0,6 (-0,2)	0 (0,3)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,1)	2,9 (3,0)	-0,3 (1,4)	3,3 (3,1)
Exportations	0,4 (0,4)	-1,8 (-1,5)	-2,6 (-0,6)	2,1 (1,5)
Importations	-1,8 (-1,8)	-0,1 (-0,4)	2,4 (-0,2)	-2,1 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-1,4 (-1,4)	-1,9 (-1,9)	-0,2 (-0,8)	0 (0,3)
Stocks	0 (0)	-0,3 (-0,5)	-0,7 (0)	0,5 (0)
PIB réel	2,7 (2,7)	0,7 (0,6)	-1,2 (0,6)	3,8 (3,4)
Revenu intérieur brut (RIB) réel^b	3,7 (3,7)	2,3 (2,0)	-3,6 (-1,9)	4,1 (3,2)

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
- b. Le revenu intérieur brut (RIB) réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

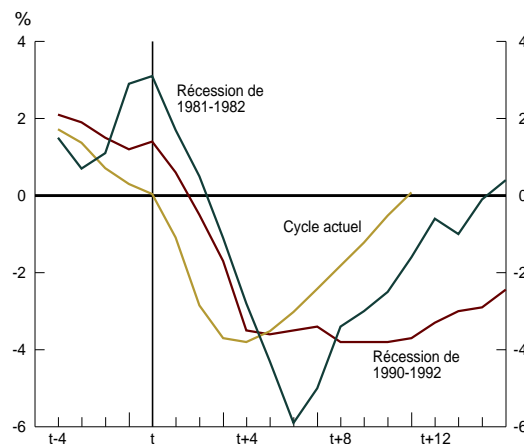
Tableau 4
Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008		2009				2010	
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) ^b	1,3 (0,8)	-2,3 (-0,4)	-4,8 (0)	-1,0 (0,8)	2,0 (2,1)	3,5 (2,3)	4,7 (4,2)	4,9 (4,5)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	0,5 (0,3)	-0,3 (0)	-1,3 (0,2)	-1,7 (0,3)	-1,6 (0,6)	-0,1 (1,3)	3,0 (2,7)	4,6 (4,0)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	2,2 (1,8)	2,1 (1,8)	1,5 (1,5)	1,2 (1,5)	1,1 (1,7)	1,3 (1,9)	1,8 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	3,4 (3,4)	2,0 (2,6)	1,2 (2,5)	-0,6 (0,9)	-1,0 (0,4)	1,1 (1,6)	1,6 (1,9)	1,8 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	3,9 (4,0)	2,6 (3,2)	1,2 (2,5)	-0,6 (0,9)	-1,0 (0,4)	1,1 (1,6)	1,6 (1,9)	1,8 (2,0)
WTI ^c (niveau)	119 (119)	58 (82)	43 (81)	52 (82)	56 (83)	58 (85)	62 (86)	64 (88)

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.
 b. Dans le cas des semestres, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
 c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 janvier 2009.

projette que l'anémie de la croissance mondiale, la dépréciation marquée des produits de base, le resserrement des conditions du crédit et l'incertitude accrue quant aux perspectives économiques entraîneront un recul des investissements des entreprises, y compris les investissements en stocks. En outre, étant donné la faiblesse attendue de la demande étrangère (surtout en provenance des États-Unis), le volume des exportations canadiennes devrait diminuer encore davantage en 2009. Mais les importations devraient aussi chuter fortement compte tenu du repli projeté de la demande intérieure. Par conséquent, les exportations nettes ne devraient freiner qu'un peu la croissance.

Le rétablissement escompté de conditions financières normales, allié à l'effet stimulant des politiques monétaire et budgétaire, devrait raffermir la croissance des dépenses de consommation en 2010. On s'attend également à ce que les exportations redémarrent l'an prochain, à la faveur du renforcement de l'économie américaine et du redressement de la demande étrangère de produits canadiens consécutif à la dépréciation passée de notre monnaie. La Banque prévoit que l'offre excédentaire se réduira progressivement et que

Graphique 7
Écart de production : comparaison d'un cycle à l'autre


Nota : Les valeurs historiques de l'écart de production sont estimées selon la mesure usuelle de la Banque.

L'écart de production prévu dans le cycle actuel est fondé sur la projection de la Banque du Canada.

t = trimestre précédant le début de la récession

Début de la récession de 1981-1982 : troisième trimestre de 1981

Début de la récession de 1990-1992 : deuxième trimestre de 1990

Début de la récession actuelle : quatrième trimestre de 2008

l'économie canadienne retrouvera l'équilibre d'ici le milieu de 2011. Ce retour à l'équilibre devrait être plus rapide que ceux qui avaient suivi les récessions de 1981-1982 et 1990-1992 (Graphique 7). En effet, par contraste avec ces deux épisodes, comme le Canada est doté

depuis 1991 d'une cible explicite de 2 % en matière d'inflation et que les attentes à cet égard sont bien arrimées autour de cette cible, la politique monétaire est en mesure de réagir de manière rapide et significative pour aider à atténuer le ralentissement économique et à promouvoir les conditions qui facilitent la relance. En outre, le pays aborde cette récession avec une plus grande souplesse sur le plan budgétaire et des entreprises en meilleure santé financière que lors de la crise des années 1990.

Le net élargissement de l'écart de production et le recul modeste des prix des maisons devraient entraîner tout au long de 2009 une réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence, laquelle toucherait un creux de 1,1 % d'ici le quatrième trimestre (Tableau 4).

Sous l'effet de la baisse graduelle de l'offre excédentaire et des pressions à la hausse attribuables au renchérissement des importations, et du fait que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au premier semestre de 2011.

Le taux de variation de l'IPC global sur douze mois prévu par la Banque en 2009 est désormais beaucoup plus bas que celui avancé dans le *Rapport* d'octobre, étant donné la baisse en glissement annuel des cours de l'énergie. Le taux de variation devrait ainsi être négatif aux deuxième et troisième trimestres. La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global remonte à environ 1,6 % au début de 2010 et qu'il atteigne la cible de 2 % au premier semestre de 2011.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.
ISSN 1495-947X (version papier)
ISSN 1495-849X (Internet)

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.