



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2009



# LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA\*

## La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

## L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

## Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

## Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

---

\* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

---

Octobre 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,  
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,  
JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

---

---

Les récents événements ont marqué un tournant décisif. Une restructuration massive et soutenue de l'économie mondiale s'est amorcée. Le Canada entame cette période muni de nombreux atouts, mais les efforts qu'il nous faudra consentir seront sans précédent.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada  
28 septembre 2009  
Victoria (Colombie-Britannique)*

---

# Table des matières

---

<b>1</b>	<b>Vue d'ensemble</b>
<b>3</b>	<b>L'économie mondiale</b>
3	L'évolution récente
7	L'évolution des marchés financiers mondiaux
9	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale
<b>13</b>	<b>L'économie canadienne</b>
<b>13</b>	<b>L'évolution récente</b>
13	L'offre et la demande globales
17	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie
19	L'inflation et la cible de 2 %
20	Les conditions financières au Canada
22	Le taux de change
23	Les mesures d'intervention
<b>23</b>	<b>Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne</b>
23	L'offre et la demande globales
26	La projection en matière d'inflation
<b>29</b>	<b>Les risques entourant les perspectives</b>

## Notes techniques

6	L'évolution récente du secteur du gaz naturel
16	Le rôle du secteur automobile dans la récession et la reprise
18	Révisions touchant la production potentielle

---



# Vue d'ensemble

---

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée. L'évolution économique et financière mondiale a été un peu plus favorable qu'on ne l'entrevoit dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.

Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à présent à ce que, par rapport à ce qui était escompté en juillet, la composition de la demande globale continue à se modifier, la demande intérieure finale gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Elle prévoit qu'au second semestre de 2009, le taux de croissance sera un peu plus élevé qu'anticipé précédemment mais que, durant le reste de la période de projection, il sera légèrement inférieur en moyenne. L'économie canadienne devrait progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, après s'être contractée de 2,4 % cette année. C'est donc dire que la reprise au Canada devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents.

La Banque entrevoit maintenant que l'écart de production se sera résorbé au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'elle ne l'estimait en juillet. De même, elle s'attend à ce que l'inflation regagne la cible de 2 % au cours de la même période, soit également un trimestre plus tard qu'elle ne l'escomptait en juillet.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté.

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 20 octobre 2009.*

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé si la croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, prend plus de temps que prévu à se matérialiser.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport* d'avril.



# L'économie mondiale

---

## L'évolution récente

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale. L'évolution économique et financière a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoit dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, mais des vulnérabilités importantes subsistent. Les politiques énergiques et coordonnées de relance budgétaire et monétaire qui ont été mises en œuvre dans les pays du G20, notamment une vaste gamme de mesures visant à faciliter les flux de crédit, ont soutenu la demande globale, mais les signes d'une demande privée qui s'alimenterait d'elle-même ne sont toujours pas nombreux. Les ajustements nécessaires dans les sphères réelle et financière de l'économie mondiale sont en cours, et ils entraîneront un déplacement notable et prolongé de la demande à l'échelle du globe ainsi que la réduction du levier financier des banques, des ménages et des entreprises aux États-Unis et en Europe.

Alimenté principalement par les économies asiatiques, le redressement de la production internationale s'est amorcé au deuxième trimestre, soit un peu plus tôt qu'escompté. Dans les économies de la zone euro et de l'Amérique du Nord, le PIB réel a poursuivi sa baisse au cours de la même période, comme on s'y attendait, bien qu'à un rythme beaucoup plus lent qu'aux trimestres précédents. Des données mensuelles plus récentes indiquent que la production mondiale a repris de la vigueur au troisième trimestre, en partie sous l'effet des mesures budgétaires temporaires qui ont été adoptées dans la plupart des grandes économies et de l'impulsion à court terme fournie à la croissance par une inversion du cycle des stocks (**Graphique 1**).

Aux États-Unis, des révisions annuelles exhaustives des comptes nationaux montrent qu'au premier trimestre de 2009 la récession a été encore plus profonde qu'on ne l'avait estimé précédemment<sup>1</sup>. Toutefois, comme prévu, le PIB réel a reculé beaucoup plus lentement au deuxième trimestre. Malgré d'importantes mesures de relance budgétaire, la demande intérieure finale a poursuivi sa chute, parallèlement à la consommation des ménages et aux investissements fixes du secteur privé, chute qui dans ce dernier cas a été notable. La liquidation des stocks a aussi continué au deuxième trimestre. Des indicateurs plus récents, tels qu'un regain de confiance chez les consommateurs et une hausse des nouvelles commandes dans le secteur de la fabrication, témoignent d'un redressement de l'activité économique réelle globale au troisième trimestre. Toutefois, cette évolution semble liée en grande partie à une inversion du cycle des stocks et au soutien temporaire

---

*Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale.*

---

*Les ajustements nécessaires dans les sphères réelle et financière de l'économie mondiale sont en cours.*

---

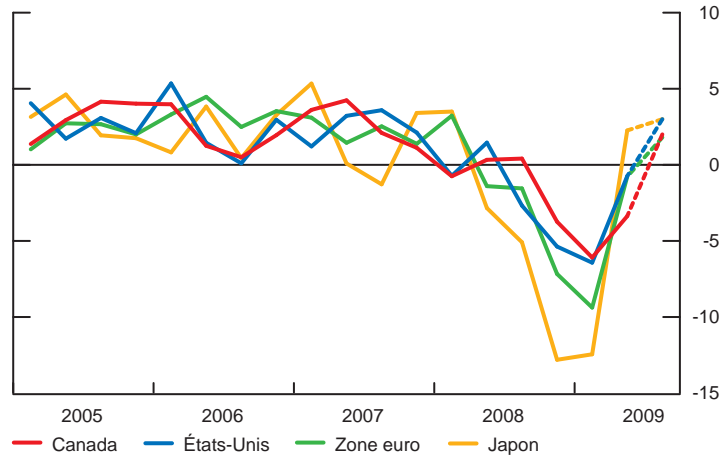
*Aux États-Unis, des indicateurs récents témoignent d'un redressement de l'activité économique réelle.*

---

<sup>1</sup> La baisse du PIB réel, entre le sommet qu'il a atteint au deuxième trimestre de 2008 et la fin du premier trimestre de 2009, est maintenant estimée à 3,7 %, par rapport au taux de 3,1 % avancé antérieurement.

### Graphique 1 : La croissance du PIB réel des grandes économies laisse entrevoir l'amorce d'une reprise à l'échelle mondiale

Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les valeurs indiquées pour le troisième trimestre de 2009 sont des estimations.

Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et estimations de la Banque du Canada

*L'activité économique réelle dans les principaux pays d'outre-mer a été plus vigoureuse que prévu.*

fourni par les programmes de relance mis en œuvre par le gouvernement. Le programme américain de prime à la casse, qui s'est terminé à la fin d'août, a fortement stimulé les ventes et la production d'automobiles au troisième trimestre. Dans le même temps, aidé en partie par le programme gouvernemental de crédit d'impôt destiné aux acheteurs de première maison, le secteur du logement semble avoir touché son creux, et on observe un certain raffermissement des prix des maisons.

L'activité économique réelle dans les principaux pays d'outre-mer a été plus vigoureuse que prévu, la France, l'Allemagne et le Japon ayant tous enregistré une croissance positive au deuxième trimestre. La croissance dans l'ensemble des économies de la zone euro a ralenti légèrement, mais a néanmoins dépassé les prévisions. Cette évolution favorable en Europe tient surtout à la vigueur accrue des dépenses des ménages, dopées par les programmes gouvernementaux provisoires d'incitation à l'achat de voitures et le soutien de taille fourni par les stabilisateurs automatiques. Le processus d'ajustement des stocks, qui semble bien avancé, conjugué aux données relativement robustes sur les nouvelles commandes dans le secteur de la fabrication, aux résultats d'enquête plus positifs concernant le secteur des services et à une amélioration générale de la confiance des ménages et des entreprises, donne à penser que les économies de la zone euro ont atteint un creux au deuxième trimestre. La croissance au Japon a été soutenue par les transferts de l'État aux ménages à faible revenu et les baisses d'impôts sur les véhicules automobiles et les appareils électroménagers offrant un meilleur rendement énergétique. Une remontée des exportations d'automobiles et de matériel électronique, par rapport au niveau très faible où elles se situaient, a contribué également à la progression plus vigoureuse du PIB réel.

La croissance économique en Chine au second trimestre a aussi été plus forte que prévu, ce qui s'explique par d'importantes politiques de relance budgétaire axées sur des projets d'infrastructure ainsi que par les mesures destinées à encourager les consommateurs à dépenser. L'expansion rapide du crédit a également été à l'origine d'une hausse prononcée de la consommation et de l'investissement. Dans le reste du monde, après une contraction de l'économie au premier trimestre plus prononcée que ce à quoi on

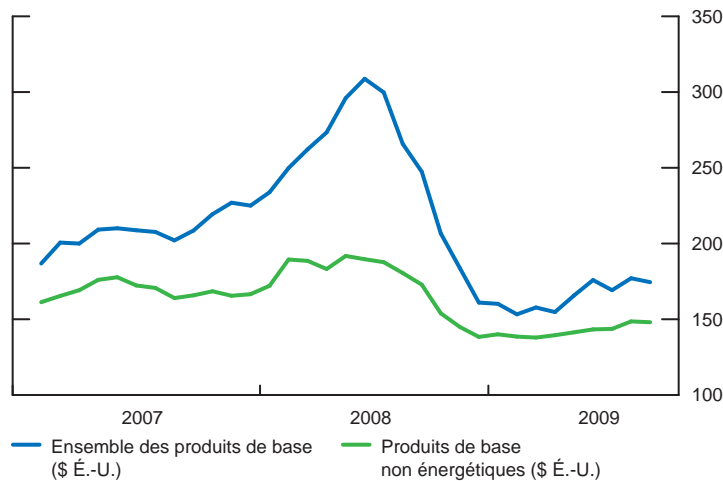
s'attendait, les données disponibles indiquent que l'activité s'est redressée au deuxième trimestre. Toutefois, on observe des disparités notables entre les régions, les économies émergentes d'Asie enregistrant la reprise la plus marquée, à la faveur de la robustesse de l'économie chinoise et des politiques macroéconomiques de soutien.

Les cours mondiaux du pétrole et, dans une moindre mesure, ceux des produits non énergétiques (en particulier les métaux) se sont raffermiss depuis le creux qu'ils avaient enregistré au premier trimestre; ils demeurent néanmoins nettement en deçà des niveaux atteints au milieu de 2008 (**Graphique 2**). Le récent renchérissement des produits de base tient en grande partie à une vive augmentation de la demande chinoise, associée à d'importants projets d'infrastructure à forte intensité de produits de base, et à la constitution de stocks aux fins d'investissement. Étant donné les perspectives plus favorables concernant la demande et la réduction des coûts de financement, les entreprises sont davantage incitées à accumuler des stocks. Ces facteurs, combinés à la baisse de l'offre en provenance des pays membres de l'OPEP, ont aussi contribué à pousser à la hausse les cours mondiaux du pétrole. Contrairement à l'évolution du secteur pétrolier, les prix du gaz naturel sont restés relativement bas, en raison de l'offre excédentaire considérable sur le marché nord-américain découlant principalement d'un déplacement de la production américaine vers des sources non traditionnelles (gaz de schiste) (**Note technique 1**).

*Les cours des produits de base se sont raffermiss.*

**Graphique 2 : Les prix des produits de base se sont raffermiss depuis le premier trimestre**

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada  
(base 100 de l'indice : 1982-1990), données mensuelles



Source : Banque du Canada

Comme on l'entrevoit, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est fortement repliée dans le monde depuis le milieu de 2008, sous l'effet du recul marqué des prix du pétrole et d'autres produits de base jusqu'au début de 2009. De fait, les taux annuels de l'inflation mesurée par l'IPC global dans la plupart des économies avancées sont maintenant négatifs (**Graphique 3**). L'émergence d'une offre excédentaire a aussi modéré l'inflation fondamentale. Toutefois, la pression à la baisse exercée sur celle-ci a été atténuée dans de nombreuses économies par les mesures énergiques de politique monétaire qui ont été prises au début de la crise (**Graphique 4**), et qui ont contribué à ancrer les attentes d'inflation à long terme, ainsi que par les rigidités des prix et des salaires, particulièrement dans le secteur des services.

*Les taux annuels de l'inflation mesurée par l'IPC global dans la plupart des économies avancées sont maintenant négatifs.*

## L'évolution récente du secteur du gaz naturel

Les cours mondiaux de nombreux produits de base ont augmenté depuis le début de l'année, à l'exception notable de celui du gaz naturel. Après avoir culminé à plus de 13 \$ É.-U. le million de BTU au milieu de 2008, les prix du gaz naturel oscillent maintenant autour de 4 \$ É.-U., en légère progression par rapport aux creux touchés récemment. Le pétrole a de son côté renchéri de façon marquée en 2009 (**Graphique 1-A**). Depuis 1980, le rapport du cours du baril de pétrole brut au cours du million de BTU de gaz naturel s'est maintenu en moyenne aux environs de 9 à 1. Or, ce rapport se situe actuellement aux alentours de 21 à 1<sup>1</sup>. Cet écart exceptionnel s'explique par la mise en valeur de nouveaux gisements de gaz de schiste aux États-Unis, qui a contribué en 2008 à l'une des plus importantes hausses (8 %) de la production de gaz naturel dans ce pays depuis les années 1970. Conjugué à la décline de la demande découlant du ralentissement économique mondial, cet essor de l'offre est à l'origine de l'élévation inégalée des niveaux de stockage et de l'atonie persistante des prix sur le marché nord-américain du gaz naturel (**Graphique 1-B**).

Cette évolution mérite d'être notée en raison de l'importance du secteur du gaz naturel pour les exportations canadiennes. Les exportations nettes de gaz naturel en pourcentage du PIB sont restées supérieures à celles du

pétrole brut, même si les secondes ont augmenté ces dernières années (**Tableau 1-A**). De 1996 à 2005, la part du secteur gazier dans la production brute totale au Canada a plus que triplé, passant de 0,6 à 2 %<sup>2</sup>, si bien qu'en 2005, ce secteur avait un poids presque aussi grand que celui du pétrole brut dans la production globale au Canada.

La faiblesse des prix du gaz naturel au cours des récents trimestres a entraîné une baisse des activités de forage et inhibera l'investissement dans ce secteur pendant un certain temps.

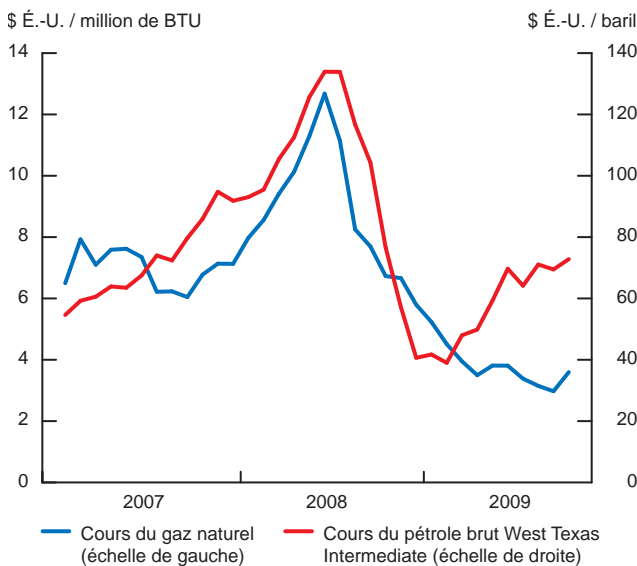
**Tableau 1-A : Exportations canadiennes nettes de pétrole brut et de gaz naturel**  
(en pourcentage du PIB)

Secteur	1996	2000	2005	2007	2008
Pétrole brut	0,5	0,5	0,6	1,1	1,7
Gaz naturel	0,9	1,9	2,6	1,8	2,1

- 1 Le contenu calorifique du pétrole est six fois celui du gaz naturel.
- 2 La contribution du secteur à la production brute a été calculée à partir de tableaux d'entrées-sorties.

**Graphique 1-A : La faiblesse des cours du gaz naturel par rapport à ceux du pétrole brut...**

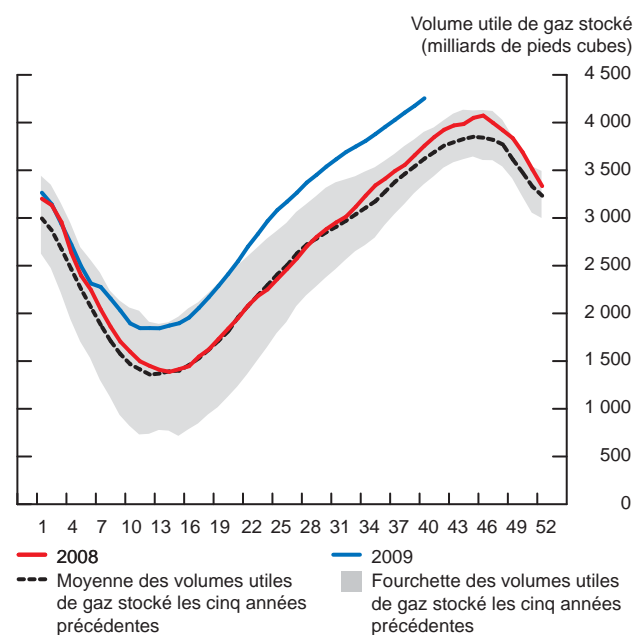
Données mensuelles



Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2009 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 octobre 2009. Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

**Graphique 1-B : ... témoigne de l'offre excédentaire sur le marché nord-américain du gaz naturel**

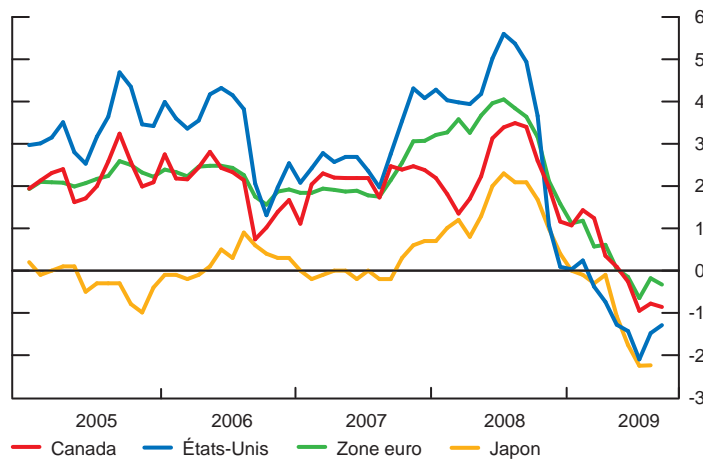
Données hebdomadaires



Sources : Energy Information Administration et Canadian Enerdata Ltd.

### Graphique 3 : L'IPC global a chuté dans la plupart des économies avancées

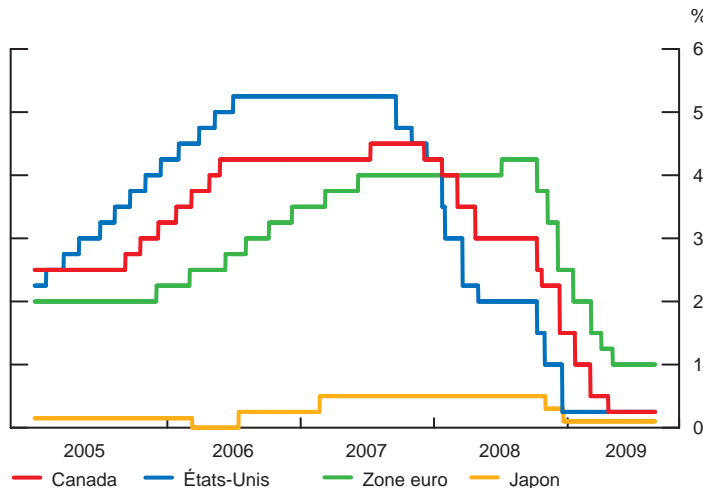
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

### Graphique 4 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

Données quotidiennes



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

## L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont améliorées considérablement et un peu plus rapidement que prévu ces derniers mois, ce qui est conforme à l'opinion selon laquelle la récession mondiale a touché un creux et les risques d'une dégradation plus grave de la situation économique ont diminué. Ces améliorations, si elles se poursuivent, contribueront à assainir les bilans des ménages et des entreprises et à stimuler la confiance, soutenant du même coup la croissance de l'économie réelle.

*Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont améliorées considérablement et un peu plus rapidement que prévu...*

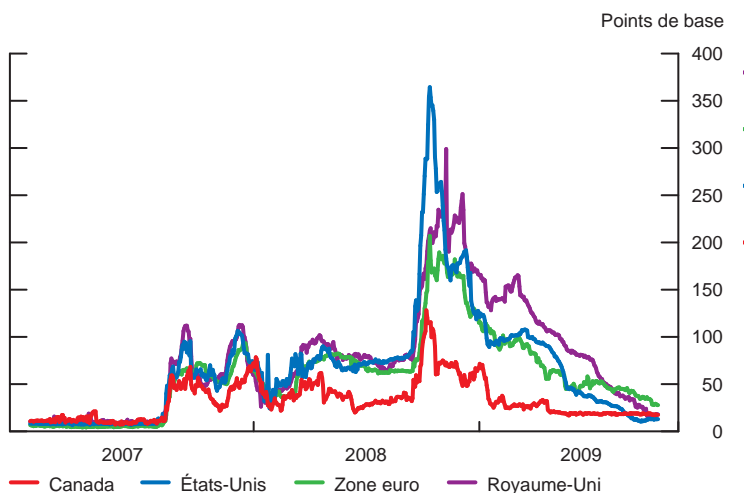
... mais des tensions persistent au sein de certains marchés, et de nouveaux revers sont envisageables.

Cependant, des tensions persistent au sein de certains marchés, et de nouveaux revers sont envisageables. Bien que les marchés de la titrisation montrent des signes de reprise, ils fonctionnent encore à une fraction de leurs niveaux d'avant la crise et les conditions du crédit dans les banques sont toujours relativement tendues, en raison du processus de réduction du levier financier en cours. Même si les hausses récentes des prix des actifs sont positives, la détérioration de la qualité des prêts associée au ralentissement économique est susceptible de prolonger ce processus. Les politiques monétaires expansionnistes et les interventions directes sur des marchés précis sont demeurées une importante source de soutien.

Les marchés où les institutions financières se procurent du financement reviennent à la normale; les niveaux des taux d'intérêt ont touché leur point le plus bas et les écarts sur les marchés du financement à court terme sont descendus sous les niveaux enregistrés avant la faillite de Lehman Brothers (**Graphique 5**). Le recours aux facilités offertes par les banques centrales a donc diminué considérablement et certaines d'entre elles ont commencé à réduire quelques-uns de leurs programmes exceptionnels de soutien à la liquidité. Par ailleurs, il est devenu de plus en plus facile pour les grandes institutions financières de lever des fonds à long terme sur les marchés sans faire appel aux garanties directes de l'État.

#### Graphique 5 : Les marchés du financement à court terme se sont grandement améliorés

Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour<sup>a</sup>  
Données quotidiennes

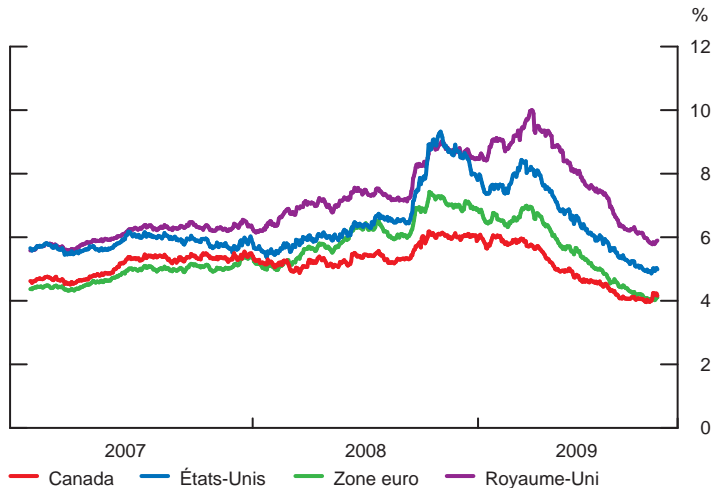


a. LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada  
Source : Bloomberg

Les conditions de financement des entreprises se sont aussi améliorées. Les écarts de crédit pour les sociétés tant financières que non financières ont diminué sensiblement par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints, mais demeurent tout de même élevés relativement à leurs moyennes historiques. Comme les rendements des obligations de référence du gouvernement restent plutôt faibles, ceux des titres de société se situent maintenant, dans l'ensemble, bien en deçà des niveaux observés plus tôt cette année (**Graphique 6**). L'accès amélioré aux marchés a contribué à l'émission d'un montant record d'obligations à long terme de sociétés à l'échelle du globe depuis le début de 2009. De plus, les marchés boursiers mondiaux ont enregistré de solides gains après les creux touchés en mars.

## Graphique 6 : Les coûts d'emprunt des entreprises ont nettement diminué<sup>a</sup>

Données quotidiennes



a. Rendements des obligations de sociétés de bonne qualité. Les séries ne sont pas nécessairement comparables d'un pays à l'autre parce que les combinaisons de notation de crédit et de durée peuvent différer sur les marchés obligataires intérieurs.

Sources : Merrill Lynch et Bloomberg

Malgré ces améliorations marquées sur les marchés financiers internationaux, les conditions d'octroi de prêts bancaires aux ménages demeurent relativement tendues à l'extérieur du Canada. Les banques de la zone euro et des États-Unis continuent de restreindre l'offre de crédit pour la plupart des types de prêt, même si les enquêtes menées auprès des responsables du crédit révèlent que le rythme de durcissement du crédit ralentit. Sous l'effet conjugué du resserrement des conditions de prêt et de l'atonie de la demande, le crédit aux ménages a arrêté de croître dans la zone euro et s'est carrément contracté aux États-Unis.

Si les interventions des pouvoirs publics ont aidé à stabiliser les marchés financiers de la planète et à améliorer les conditions du crédit, il faudra mener en temps opportun d'autres actions globales pour asseoir la reprise sur des bases solides et réduire la probabilité de crises dans l'avenir.

## Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives concernant la croissance de l'économie mondiale au second semestre de 2009 et en 2010 se sont raffermies depuis la parution du *Rapport* en juillet, en particulier en Chine et dans des économies émergentes plus petites d'Asie. Une incertitude considérable plane encore toutefois sur ces perspectives. La reprise devrait être plus graduelle qu'elle ne le serait normalement. Cette situation est attribuable au fait que la demande sous-jacente du secteur privé dans de nombreuses économies ne devrait se redresser que lentement, à mesure que des ajustements notables apportés aux bilans ainsi que sur le plan structurel feront sentir leurs effets. L'expérience montre que les récessions précipitées par les crises financières ont des retombées négatives plus importantes et plus persistantes sur la production potentielle que d'autres types de récession. Le déplacement majeur de la demande mondiale qui devra s'opérer pour assurer une croissance durable rendra le processus d'ajustement particulièrement difficile.

*Les perspectives concernant la croissance de l'économie mondiale se sont raffermies depuis la parution du Rapport en juillet, en particulier en Chine et dans des économies émergentes plus petites d'Asie.*

La Banque prévoit que l'économie mondiale se contractera de 1,6 % en 2009, puis qu'elle progressera de 3,1 % en 2010 et de 4,0 % en 2011.

Nos estimations donnent à penser que la progression du potentiel de production dans le monde ralentira, passant de plus de 4 % dans les années juste avant la crise à environ 3 % au cours de la période 2009-2011. Dans ce contexte, la Banque prévoit maintenant que l'économie mondiale se contractera de 1,6 % en 2009, puis qu'elle progressera de 3,1 % en 2010 et de 4,0 % en 2011 (**Tableau 1**).

**Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2008	2009	2010	2011
États-Unis	21	0,4 (1,1)	-2,5 (-2,4)	1,8 (1,4)	3,8 (3,4)
Zone euro	16	0,5 (0,6)	-3,9 (-4,4)	0,9 (0,7)	2,4 (2,4)
Japon	7	-0,7 (-0,7)	-5,7 (-6,0)	1,7 (1,9)	2,5 (2,8)
Chine	11	9,1 (9,1)	8,1 (7,8)	8,9 (8,3)	8,9 (9,6)
Autres pays	45	3,9 (3,9)	-2,1 (-2,1)	3,3 (1,9)	3,7 (3,5)
<b>Ensemble du monde</b>	<b>100</b>	<b>2,9 (3,0)</b>	<b>-1,6 (-1,7)</b>	<b>3,1 (2,3)</b>	<b>4,0 (3,9)</b>

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Le redémarrage graduel de l'activité est favorisé par les mêmes facteurs que ceux évoqués dans nos projections précédentes. Premièrement, les mesures de relance monétaire et budgétaire en place devraient continuer de soutenir la demande intérieure. Cette prévision se concrétise déjà en partie grâce aux effets de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des cours des actifs sur la richesse. Deuxièmement, le rétablissement progressif de conditions plus normales sur les marchés financiers et l'achèvement de la réduction du levier d'endettement dans le secteur financier devraient faire augmenter l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages. Troisièmement, l'inversion du cycle des stocks et la fin de l'ajustement des stocks dans le secteur du logement de plusieurs économies devraient alimenter la croissance dans son ensemble.

Puisque la demande globale dans le monde ne devrait remonter que progressivement, d'importantes capacités inutilisées devraient persister au sein de l'économie à l'horizon projeté et ainsi concourir à un profil d'inflation modérée.

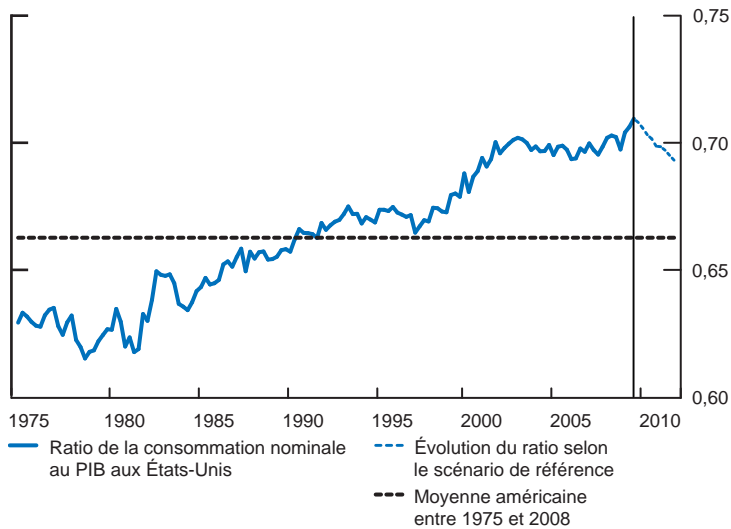
Aux États-Unis, le rythme de la reprise qui s'amorce au troisième trimestre de 2009 devrait être un peu plus rapide que ce que l'on avait avancé dans le *Rapport* de juillet, puisqu'une partie des ajustements en cours dans l'économie semblent plus avancés qu'on ne le croyait précédemment. Les mesures de relance budgétaire ainsi que la stimulation apportée par les stocks devraient être des facteurs déterminants de la reprise. On s'attend cependant à ce que le redressement des dépenses de consommation soit plus modeste que dans les cycles précédents, du fait surtout que les ménages doivent reconstituer leur épargne après avoir subi une érosion marquée de leur patrimoine. Cet ajustement a pour effet de rapprocher la part des dépenses de consommation dans le PIB de sa moyenne à long terme à l'horizon projeté (**Graphique 7**). La consommation sera également freinée par la faiblesse persistante du revenu disponible, la détérioration des conditions sur le marché du travail devant se poursuivre au cours des prochains trimestres, ainsi que par des modalités du crédit qui demeurent relativement serrées. Les investissements dans le secteur résidentiel devraient avoir commencé à reprendre graduellement de la vigueur au second semestre

Aux États-Unis, les ajustements en cours dans l'économie semblent plus avancés qu'on ne le croyait précédemment.



### Graphique 7 : Les dépenses de consommation aux États-Unis devraient converger lentement vers leur moyenne de long terme

Ratio de la consommation nominale au PIB, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

de 2009, soit un peu plus tôt que prévu, à cause de l'incidence du crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation sur les ventes de maisons et des niveaux de stocks plus favorables dans le secteur du logement. Dans l'ensemble, on s'attend encore à une croissance modérée aux États-Unis (**Graphique 8**), puisque l'on prévoit maintenant que le PIB réel aura reculé de 2,5 % en 2009, puis qu'il progressera de 1,8 % en 2010 et de 3,8 % en 2011.

Dans la zone euro, la reprise au second semestre de 2009 et en 2010 devrait aussi être légèrement plus forte que projeté en juillet, ce qui tient à une incidence des mesures de relance budgétaire plus prononcée qu'anticipé auparavant. La reprise devrait néanmoins être plus modeste qu'aux États-Unis, en raison notamment des interventions des pouvoirs publics moins énergiques ainsi que des ajustements plus importants qui doivent encore être effectués dans le système bancaire de la zone euro. Le redressement de la consommation des ménages va vraisemblablement être bridé par la détérioration de la situation sur les marchés du travail et par des conditions du crédit relativement tendues. Au Japon, la reprise repose sur la fin de la correction des stocks et sur les mesures de relance monétaire et budgétaire en cours.

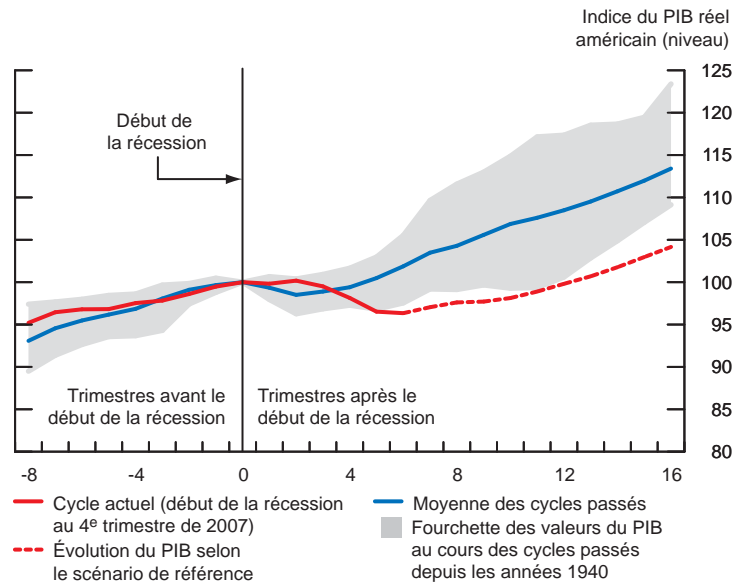
La croissance économique en Chine devrait rester robuste, favorisée par la forte détente monétaire et budgétaire en place. Le crédit bancaire s'est accru à un rythme extraordinairement rapide, ce qui entraîne la possibilité d'une affectation quelque peu inefficace des ressources. Des économies émergentes plus petites d'Asie ont déjà commencé à se remettre d'une baisse notable de la production industrielle et des exportations, et elles devraient continuer de profiter de la remontée du commerce mondial et de la solide expansion en Chine. On prévoit que d'autres pays en développement et à marché émergent renoueront peu à peu avec la croissance au cours des prochaines années, aidés en cela par un rétablissement des flux de capitaux et par des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes. La contribution croissante de ces pays à la demande mondiale devrait soutenir davantage les prix des produits de base (**Graphique 9**). Bien que ces prix puissent continuer d'afficher une volatilité à court terme, ils devraient poursuivre leur montée, à mesure que l'économie du globe se redressera en 2010 et 2011.

*On prévoit qu'aux États-Unis, le PIB réel aura reculé de 2,5 % en 2009, puis qu'il progressera de 1,8 % en 2010 et de 3,8 % en 2011.*

*La croissance économique en Chine devrait rester robuste, favorisée par la forte détente monétaire et budgétaire en place.*

### Graphique 8 : On s'attend à ce que la reprise économique aux États-Unis soit plus modeste que dans le passé

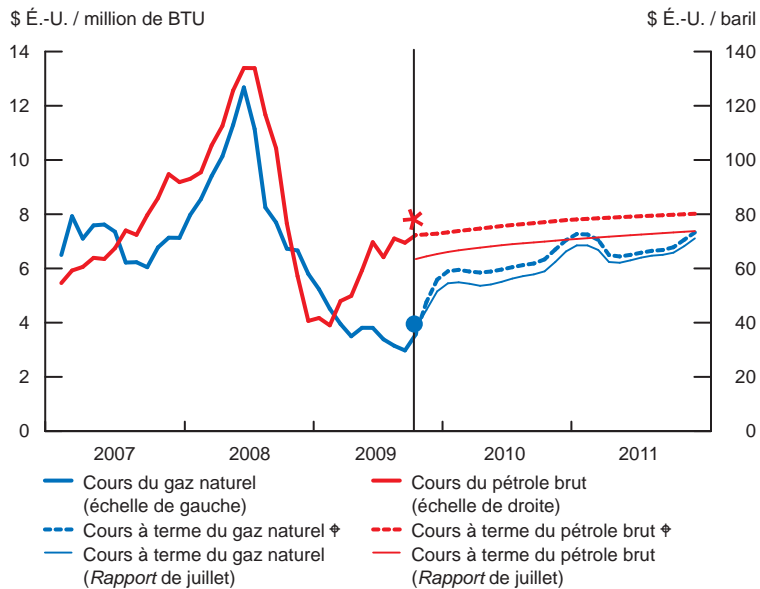
Évolution comparative du niveau du PIB réel américain au cours du cycle actuel et des cycles passés; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, National Bureau of Economic Research (pour l'établissement des dates relatives aux cycles) et calculs de la Banque du Canada

### Graphique 9 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une remontée des prix du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



\* Cours au comptant du pétrole brut (16 octobre 2009)

♦ Cours au comptant du gaz naturel (16 octobre 2009)

† Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 octobre 2009

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2009 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 octobre 2009.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

# L'économie canadienne

---

Après trois trimestres consécutifs de forte contraction, le Canada a renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs, le relèvement naissant de l'économie mondiale et le renforcement des termes de l'échange. Dans son scénario de référence, la Banque entrevoit à présent, pour la seconde moitié de 2009, une progression un peu plus vive qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet. Pour le reste de la période de projection, l'expansion devrait être légèrement inférieure en raison de l'effet de la valeur accrue du dollar canadien. On s'attend maintenant à ce que l'économie tourne de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'il n'était anticipé en juillet.

## L'évolution récente

### L'offre et la demande globales

Comme il était prévu dans la projection de juillet, la récession au pays s'est intensifiée considérablement au deuxième trimestre, le PIB réel enregistrant une perte supplémentaire de 3,4 % (en chiffres annualisés). Le revenu intérieur brut réel a lui aussi régressé davantage, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'aux deux trimestres précédents grâce au redressement partiel des termes de l'échange au pays (**Graphique 10**).

Les exportations ont poursuivi leur plongeon, sous l'effet de la baisse profonde de la demande aux États-Unis (**Graphique 11**), et les entreprises ont procédé à de nouvelles réductions d'effectifs et d'investissements fixes. Le deuxième trimestre est le huitième de suite à afficher une diminution des exportations; la baisse avait été exceptionnelle au premier trimestre. Dans un contexte de faiblesse généralisée, les exportations de machines et matériel et de gaz naturel ont été particulièrement touchées. La brusque chute des investissements des firmes traduit l'incertitude quant au moment et à la vigueur de la reprise mondiale, le niveau élevé des capacités excédentaires et la détérioration des bénéfices. Malgré la réduction légèrement accélérée des stocks dans les entreprises, le recul encore plus rapide des ventes a encore poussé à la hausse le ratio stocks/ventes (**Graphique 12**).

Par contraste, les dépenses des ménages ont amorcé une remontée au deuxième trimestre grâce aux mesures énergiques de relance monétaire et budgétaire et au regain de confiance des consommateurs. Les achats de biens de consommation durables et les investissements dans le logement ont redémarré avec force. Le relèvement marqué des reventes de maisons s'explique non seulement par l'amélioration de l'accessibilité à la propriété,

---

*Après trois trimestres consécutifs de forte contraction, le Canada a renoué avec la croissance économique.*

---

*Comme prévu, la récession s'est intensifiée considérablement au deuxième trimestre.*

---

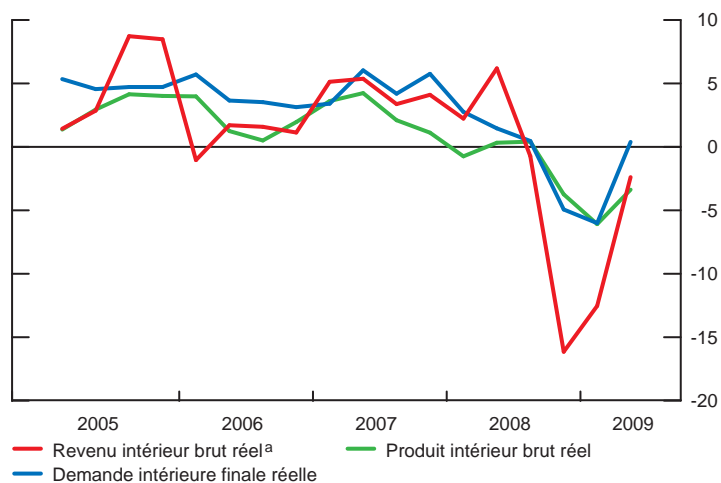
*Les exportations ont poursuivi leur plongeon, et les entreprises ont procédé à de nouvelles réductions d'effectifs et d'investissements fixes.*

---

*Par contraste, les dépenses des ménages ont amorcé une remontée au deuxième trimestre.*

**Graphique 10 : Le revenu intérieur brut réel au Canada a continué de reculer au deuxième trimestre, mais moins rapidement que le produit intérieur brut réel**

Taux de croissance trimestriel annualisé

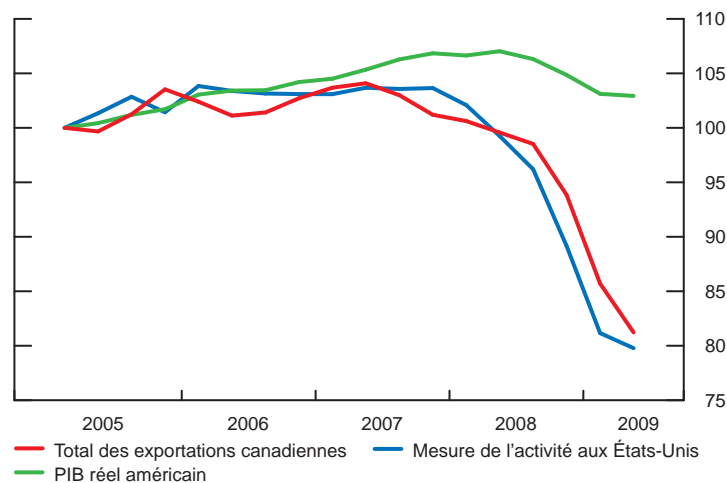


a. Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 11 : Les exportations canadiennes ont chuté, en raison surtout de la faiblesse de la demande américaine**

Base 100 de l'indice : 1<sup>er</sup> trimestre de 2005



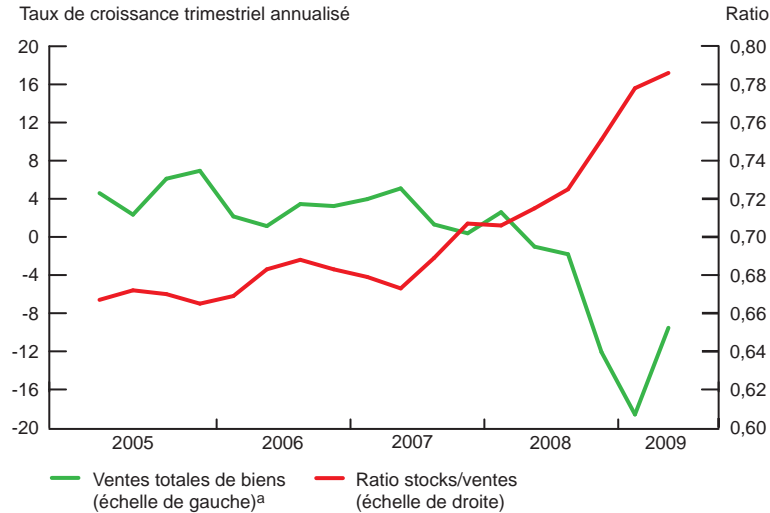
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Réserve fédérale américaine, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

mais également par le déblocage de la demande qui se trouvait refoulée depuis le sommet de la crise financière (**Graphique 13**). Les encouragements fiscaux ont aussi favorisé l'activité de rénovation. Autre source de demande importante, les dépenses publiques ont vu leur apport à la croissance atteindre 1,2 point de pourcentage (en rythme annuel) pour le trimestre.

Les indicateurs disponibles, y compris la récente reprise de l'emploi, donnent à penser que le PIB réel a recommencé à progresser au troisième trimestre. Les dépenses des ménages ont poursuivi leur redressement, et la contribution des dépenses publiques a pris de l'ampleur. L'expansion a également été stimulée par une hausse substantielle de la production automobile

*Les indicateurs disponibles, y compris la récente reprise de l'emploi, donnent à penser que le PIB réel a recommencé à progresser au troisième trimestre.*

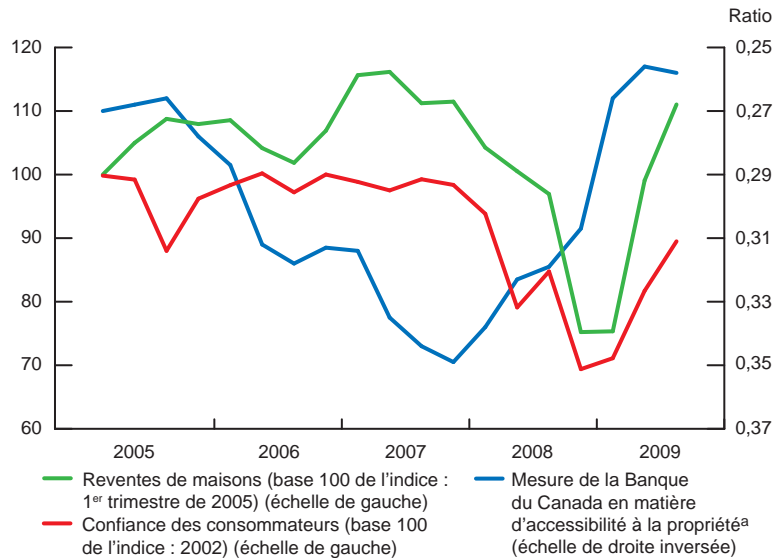
**Graphique 12 : La diminution des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes**



a. Les ventes totales de biens correspondent à la demande intérieure finale moins la consommation de services plus les exportations de biens, tous les chiffres étant en dollars constants.  
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 13 : La solide croissance du secteur du logement reflète une amélioration continue de l'accessibilité à la propriété et de la confiance des consommateurs**

Données trimestrielles



a. La valeur indiquée pour le troisième trimestre de 2009 est une estimation. Cette mesure correspond au ratio des paiements hypothécaires sur un achat de maison type au revenu disponible moyen et exclut les impôts fonciers, les frais d'assurance et les coûts des services publics. Une diminution du ratio indique une amélioration de l'accessibilité à la propriété. Pour de plus amples renseignements sur cette mesure, voir <http://credit.banqueducanada.ca>.  
Sources : Service inter-agences, Conference Board du Canada et calculs de la Banque du Canada

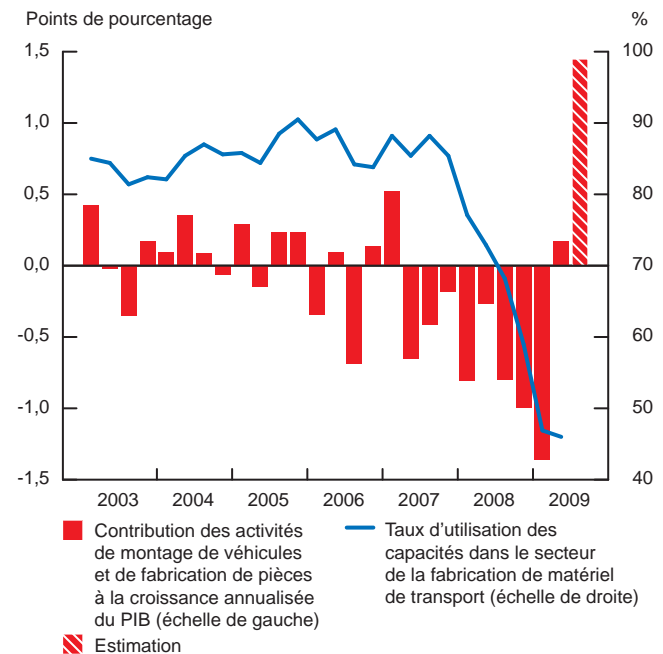
## Le rôle du secteur automobile dans la récession et la reprise

L'industrie automobile joue un rôle démesurément important dans l'évolution trimestrielle du PIB canadien cette année (**Graphique 2-A**)<sup>1</sup>. Au premier semestre de 2009, la production automobile au Canada s'est effondrée par suite de la restructuration du secteur nord-américain de l'automobile et du recul continu des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis. Les trois quarts environ des véhicules fabriqués au pays sont exportés vers les États-Unis. Le poids des produits automobiles dans les exportations canadiennes est tel que ces dernières se sont vivement contractées aux deux premiers trimestres de 2009, soit de 30,4 % au premier et de 19,3 % au second (données annualisées). La reprise partielle de la production automobile au troisième trimestre devrait donner une impulsion forte, quoique passagère, à la croissance des exportations et du PIB.

La production canadienne de véhicules et de pièces automobiles devrait ensuite augmenter graduellement. Selon un modèle économétrique de taille réduite estimé par le personnel de la Banque, elle pourrait s'établir à quelque 2,2 millions d'unités d'ici 2012. Bien que ce chiffre représente une hausse de 80 % par rapport au niveau de production anticipé pour 2009, il reste très inférieur à la moyenne d'avant la crise (2,6 millions d'unités environ). On s'attend en

effet à ce que les ventes de véhicules automobiles aux États-Unis demeurent faibles, comparativement aux niveaux d'avant la crise, pendant quelques années, le temps que les ménages américains assainissent leur bilan.

**Graphique 2-A : La production automobile explique une bonne part de l'évolution de la croissance du PIB réel cette année**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

<sup>1</sup> La production automobile représentait environ 1,5 % du PIB canadien en 2008.

canadienne, attribuable à la réouverture de certaines usines de grands fabricants qui avaient été fermées plus tôt dans l'année et à la nécessité de reconstituer des stocks diminués en raison du programme de prime à la casse mis en œuvre aux États-Unis. Ces facteurs devraient faire bondir temporairement les exportations de produits automobiles (**Note technique 2**). Des données récentes semblent indiquer, cependant, que l'augmentation des importations a été encore plus accentuée au cours du trimestre, de sorte que la balance commerciale a continué de freiner la croissance. On s'attend, par ailleurs, à ce que les entreprises aient à nouveau réduit leurs investissements, vu l'incertitude qui subsiste relativement au dynamisme de la reprise mondiale, et à ce qu'elles aient effectué de nouvelles ponctions dans leurs stocks, quoique dans une moindre mesure qu'au deuxième trimestre. Conjuguée à la relance des ventes, cette évolution devrait entraîner un repli du ratio stocks/ventes.

Dans le *Rapport* d'avril, la Banque avait révisé à la baisse ses estimations de l'expansion de la production potentielle pour la période 2009-2011 à la lumière des changements structurels importants en cours dans l'économie canadienne et de la chute notable de l'investissement. Après avoir réexaminé ses hypothèses concernant la productivité tendancielle du travail et l'offre tendancielle de travail, elle conclut, dans le présent rapport, au maintien de la validité du scénario envisagé en avril. La Banque escompte que la croissance de la production potentielle touchera un creux de 1,2 % en 2009, pour ensuite remonter progressivement à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011 (**Note technique 3**). Il importe de noter qu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, particulièrement au sortir d'une récession profonde.

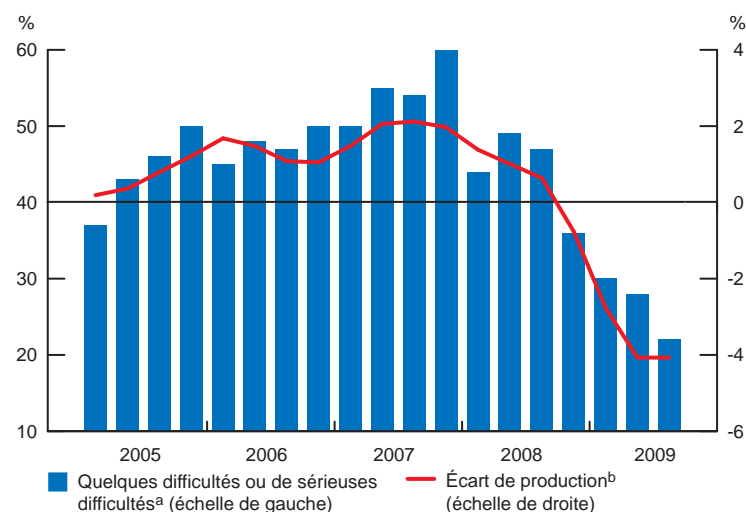
*La Banque escompte que la croissance de la production potentielle touchera un creux de 1,2 % en 2009, pour ensuite remonter à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.*

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

Une offre excédentaire considérable persistait au sein de l'économie du pays au troisième trimestre. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production est demeurée essentiellement inchangée, à -4 % (**Graphique 14**). Lorsqu'elle évalue les capacités excédentaires, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, d'autant plus que la marge d'erreur de celle-ci tend à s'accroître à proximité des points de retournement. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2009/automne/bos1009f.pdf>), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est tombée à son niveau le plus bas depuis les débuts de l'enquête, en 1999.

Les indicateurs récents portent à croire que le marché du travail aurait cessé de se détériorer, ce qui suppose que l'offre excédentaire a atteint son sommet. L'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées ont recommencé à augmenter depuis quelques mois, et le taux de chômage a légèrement fléchi,

**Graphique 14 : Une offre excédentaire substantielle persiste au sein de l'économie canadienne**



- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. 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.
- b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2009 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

## Révisions touchant la production potentielle

Tous les ans au mois d'octobre, la Banque réexamine la trajectoire de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Elle correspond en quelque sorte au produit de la productivité tendancielle du travail et de la mesure tendancielle du facteur travail.

La productivité tendancielle du travail est surtout liée à la quantité de capital investi par travailleur et au rythme du progrès technique. La récession a abaissé le ratio capital/travail, du moins à court terme, en réduisant le volume des investissements sous leur niveau tendanciel et en accélérant l'ajustement structurel de l'économie. Cet ajustement est une adaptation normale de toute économie, mais les récessions précipitent généralement des changements et les concentrent dans un laps de temps limité. En 2008 et au premier semestre de 2009, de nombreux secteurs – tout particulièrement les secteurs automobile et forestier – ont subi des bouleversements, dont le démantèlement définitif d'une partie des équipements de production. Beaucoup de ces équipements finiront par se retrouver dans d'autres entreprises, mais cela demandera du temps. Parallèlement, des coûts d'ajustement accompagneront le redéploiement graduel de la main-d'œuvre vers d'autres activités. Étant donné tous ces changements ainsi que le rythme de progression globalement faible de la productivité du travail au cours des dernières années, la Banque part de l'hypothèse que la productivité tendancielle du travail reculera de 0,2 % cette année avant de gagner 0,2 % en 2010 et 0,9 % en 2011 (**Tableau 3-A**).

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait décélérer peu à peu dans les prochaines années, dans une large mesure parce que le rythme de croissance de la population en âge de travailler se sera contracté. On prévoit que la moyenne tendancielle des heures travaillées sera assez stable, tandis que le taux d'emploi tendanciel se repliera seulement légèrement. Ensemble, ces prévisions impliquent que le facteur travail connaîtra un taux d'accroissement tendanciel de 1,4 % en 2009, de 1,3 % en 2010 et de 1,0 % en 2011. Les chiffres relatifs à la croissance tendancielle anticipée du facteur travail pour 2009 et 2010 dépassent d'environ 0,1 point de pourcentage

ceux postulés dans le *Rapport* d'octobre 2008. Cette modeste révision à la hausse tient à deux raisons : pendant les douze derniers mois, la population en âge de travailler a crû un peu plus vite qu'escompté; par ailleurs, la richesse détruite dans le sillage de la crise financière devrait quelque peu stimuler l'offre de travail en 2009 et 2010. Comme l'on s'attend à ce que l'effet de chacun de ces facteurs soit temporaire, le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail en 2011 ralentit légèrement par rapport aux estimations d'octobre 2008.

Ces profils de croissance tendanciels de la productivité du travail et du facteur travail impliquent des rythmes de progression de la production potentielle de 1,2 % en 2009, de 1,5 % en 2010, puis de 1,9 % en 2011<sup>1</sup>. Cette trajectoire est identique à celle retenue pour hypothèse dans la livraison d'avril du *Rapport*.

Après 2011, l'incidence des restructurations devrait s'atténuer, créant un climat favorable à l'expansion de la productivité totale des facteurs. Associée à un accroissement du coefficient d'intensité du capital, grâce au redressement des investissements, cette évolution portera la croissance tendancielle de la productivité du travail à 1,2 % d'ici 2012, sa moyenne de long terme. On s'attend par contre à un ralentissement du taux d'augmentation du facteur travail alors que les effets du vieillissement de la population commenceront à se faire sentir davantage. La Banque estime par conséquent que la production potentielle progressera de 1,9 % en 2012.

**Tableau 3-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle**

	2009	2010	2011	2012
<b>Croissance de la production potentielle</b>	<b>1,2 (2,4)</b>	<b>1,5 (2,5)</b>	<b>1,9 (2,5)</b>	<b>1,9</b>
Croissance tendancielle du facteur travail	1,4 (1,25)	1,3 (1,25)	1,0 (1,25)	0,7
Croissance tendancielle de la productivité du travail	-0,2 (1,1)	0,2 (1,2)	0,9 (1,2)	1,2
<b>À titre de rappel :</b>				
Croissance de la production potentielle postulée dans la livraison d'avril 2009	1,2	1,5	1,9	

Nota : Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

<sup>1</sup> La valeur estimée pour 2009 tient compte des différents indicateurs des pressions qui s'exercent actuellement sur l'appareil de production.



passant à 8,4 % en septembre. La faiblesse du marché du travail du secteur privé n'en ressort pas moins avec évidence de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne : le pourcentage, essentiellement inchangé, des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre demeure à un niveau très peu élevé. En outre, la montée des salaires — mesurée par le salaire horaire moyen des employés permanents — a récemment décéléré.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration en cours au sein de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2009, ce qui concorde avec sa projection de juillet.

## L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global a enregistré un nouveau recul au troisième trimestre de 2009, comme la Banque l'entrevoyait dans le *Rapport* de juillet. Durant le trimestre, le taux de variation sur douze mois de l'indice a touché un creux de -0,9 %, qui s'explique par l'importante baisse en glissement annuel des prix de l'énergie (**Graphique 15**). L'inflation mesurée par l'indice de référence a régressé, passant de 1,9 % en juin à 1,5 % en septembre, sous l'effet de l'importante offre excédentaire au sein de l'économie et de la décélération continue du taux d'augmentation des prix des aliments inclus dans l'indice de référence.

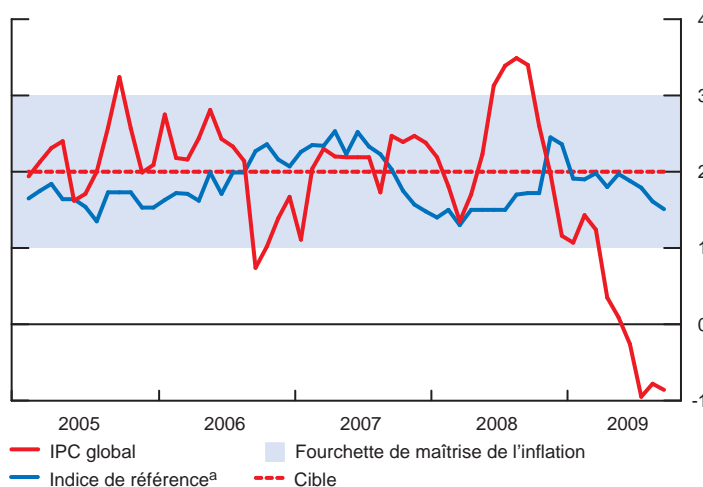
Les indicateurs des attentes d'inflation se sont révélés stables ces derniers mois. Les attentes à court terme restent à des niveaux très bas à la lumière des fluctuations antérieures des cours de l'énergie. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, les prévisions pour 2010 et les années ultérieures demeurent près de la cible de 2 %. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent également que les attentes d'inflation se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation établie par la Banque.

*La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre.*

*L'inflation mesurée par l'IPC global a touché un creux de -0,9 % au troisième trimestre. Celle mesurée par l'indice de référence a régressé, pour passer à 1,5 % en septembre.*

### Graphique 15 : L'inflation mesurée par l'IPC global a touché un creux et celle mesurée par l'indice de référence a diminué

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



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

Source : Statistique Canada

## Les conditions financières au Canada

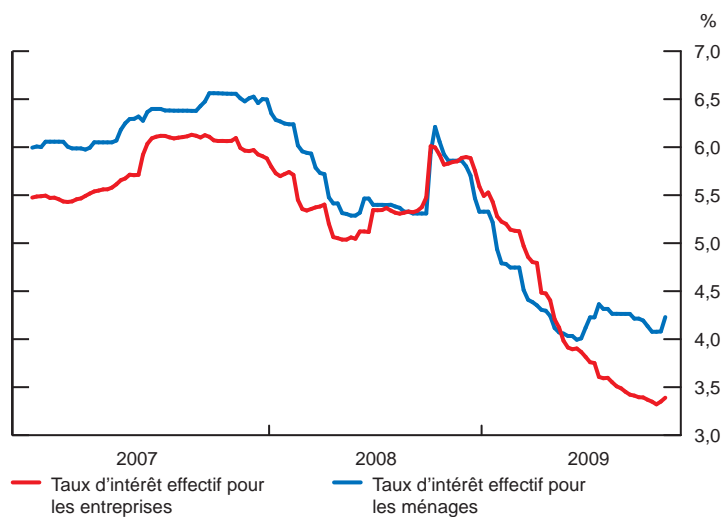
Dans l'ensemble, les conditions financières au Canada continuent de s'améliorer et d'être plus favorables que dans la plupart des autres économies avancées.

Dans l'ensemble, les conditions financières au Canada continuent de s'améliorer et d'être plus favorables que dans la plupart des autres économies avancées. Les progrès ont été relativement généralisés : les marchés boursiers ont poursuivi leur remontée, les écarts de crédit se sont encore rétrécis et les émissions d'obligations de sociétés sont restées soutenues.

Les coûts de financement des banques canadiennes, en particulier, demeurent très peu élevés. Les coûts d'emprunt des ménages le sont aussi, en regard du passé (**Graphique 16** et **Tableau 2**). Contrairement à ce qu'on observe dans la majorité des autres pays avancés, les consommateurs canadiens peuvent facilement obtenir du crédit, comme en témoigne le rythme d'expansion toujours vif de ce dernier (**Graphique 17**). La vigueur du crédit aux ménages est liée à la reprise du marché du logement et à la relance de l'activité de rénovation.

### Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens demeurent très bas

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : Calculs de la Banque du Canada

Le crédit aux entreprises, contrairement à celui destiné aux ménages, a été anémique récemment et a enregistré un modeste repli au cours de la période de trois mois terminée en août. Cette atonie s'explique surtout par les sombres perspectives qui entourent l'investissement des sociétés, quoique la disponibilité du crédit soit probablement en cause aussi. En ce qui concerne les grandes sociétés, la situation s'est améliorée durant les derniers mois, comme l'indique, par exemple, l'ampleur des émissions sur le marché canadien des obligations de sociétés. Les entreprises du pays ont vu leurs coûts d'emprunt reculer de nouveau au cours des derniers mois. Le taux d'intérêt moyen effectif sur leurs emprunts a diminué d'environ 15 points de base depuis la parution du *Rapport* de juillet, baisse principalement attribuable à la chute des taux des obligations de sociétés. Les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2009T3.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises montrent que les conditions du crédit aux

**Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises**

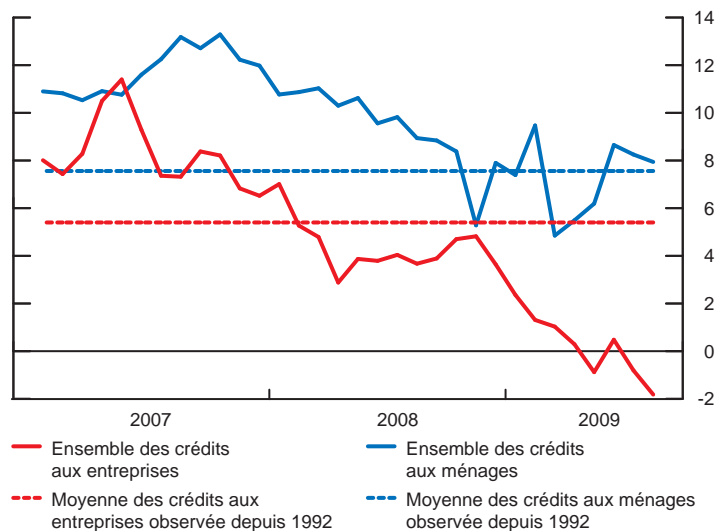
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable effectif estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 décembre 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janvier 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 décembre 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43	4,83
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
14 septembre 2009	0,25	2,25	2,45	5,50	0,43	4,08
16 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,84	0,43	4,17

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

**Graphique 17 : La croissance du crédit aux ménages demeure robuste, mais le crédit aux entreprises continue de s'affaiblir**

Taux de variation sur trois mois annualisé



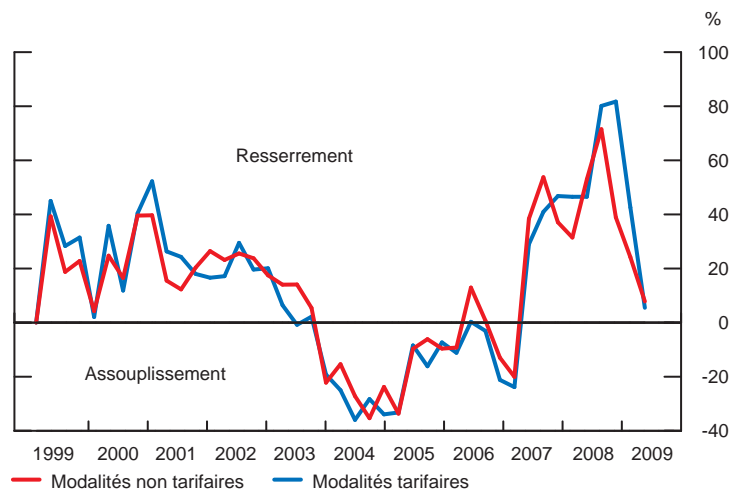
Source : Banque du Canada

entreprises ont peu changé au troisième trimestre, après une période de resserrement marqué (**Graphique 18**).

L'indice des conditions financières (ICF) de la Banque a continué de se redresser depuis la publication du *Rapport* de juillet et se situe actuellement bien au-dessus de la moyenne calculée sur dix ans. L'ICF reflète le niveau exceptionnellement bas du taux directeur de la Banque, lequel contrebalance

### Graphique 18 : Après une période marquée par un resserrement important, les conditions du crédit aux entreprises n'ont guère varié au troisième trimestre

Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts, selon les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit<sup>a</sup>



a. Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

Nota : Chaque série représente la moyenne simple des soldes des opinions des institutions financières pour les petites entreprises, les sociétés commerciales et les grandes sociétés.

Source : Banque du Canada

le fait que les écarts sur obligations de sociétés dépassent encore la moyenne sur dix ans, malgré leur récente compression. Il convient de souligner que l'ICF ne rend pas compte encore de l'appréciation du dollar canadien survenue depuis le printemps étant donné le décalage avec lequel le taux de change intervient dans l'indice. En outre, l'ICF attribue un très faible coefficient de pondération à la mesure des conditions générales de prêt aux entreprises qui se dégage de l'enquête auprès des responsables du crédit. Pour toutes ces raisons, la Banque est d'avis que l'ICF surestime actuellement l'amélioration des conditions financières.

Les agrégats monétaires ont maintenu leur forte croissance. Dans la période de trois mois s'étant achevée en août, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 18,2 %, et l'agrégat M2++, à un taux de 7,0 %. Il est difficile d'évaluer les implications de cette expansion monétaire pour l'activité économique, car la demande de monnaie tend à être anormalement élevée dans un contexte de taux d'intérêt très bas et de conditions du crédit tendues. La croissance robuste et continue de l'agrégat au sens étroit tient au désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise économique soit clairement enclenchée. Conformément à son scénario de référence, la Banque prévoit que l'expansion de ces encaisses monétaires diminuera progressivement au fil du temps.

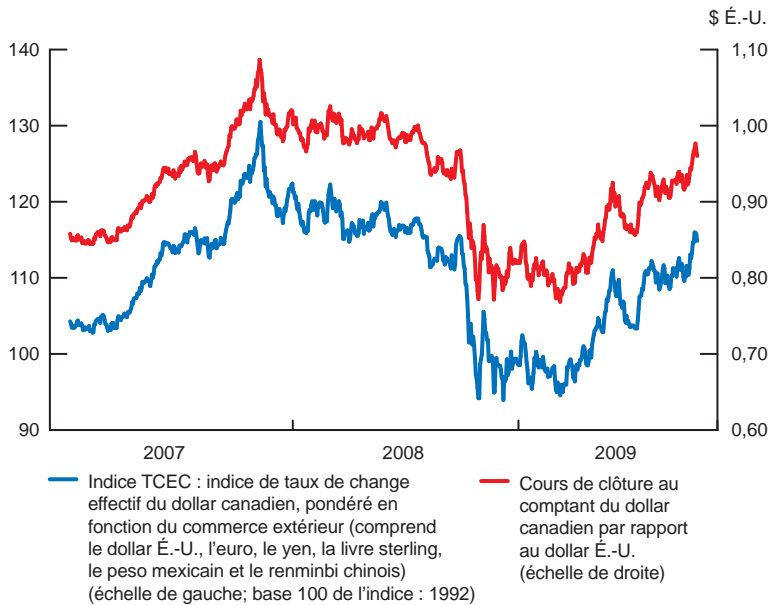
### Le taux de change

Le cours du dollar canadien est demeuré relativement stable de juillet au début d'octobre, évoluant à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 90 et 94 cents É.-U. Plus récemment, toutefois, il a augmenté brusquement, pour avoisiner en moyenne 96 cents É.-U. dans les dix derniers jours, soit un niveau nettement supérieur à celui de 87 cents É.-U. qui avait été postulé dans la livraison de juillet du *Rapport* (**Graphique 19**). Si le renchérissement des produits de base a joué un rôle non négligeable, les mouvements du dollar canadien pendant la période semblent avoir été de plus en plus

*Le dollar canadien s'est apprécié brusquement depuis la parution du Rapport de juillet.*

### Graphique 19 : Le dollar canadien s'est fortement apprécié depuis la parution du *Rapport de juillet*

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

tributaires d'une dépréciation généralisée du dollar américain par rapport à la plupart des grandes monnaies.

### Les mesures d'intervention

La politique monétaire au Canada est demeurée exceptionnellement expansionniste. Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 1/4 % — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et réitéré son engagement, sous réserve des perspectives concernant l'inflation, à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

### Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 96 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

### L'offre et la demande globales

Dans l'ensemble, les perspectives de croissance du PIB canadien sont semblables à celles exposées dans le *Rapport de juillet* (**Tableau 3**). Pour la seconde moitié de 2009, la Banque projette maintenant un taux d'expansion légèrement supérieur à ce qui était prévu en juillet (**Graphique 20**). Ce portrait à court terme plus favorable tient en partie à des facteurs temporaires, tels que la relance de la production automobile et le déblocage de la demande refoulée de logements. En moyenne annuelle, l'économie devrait se

*L'économie devrait se contracter de 2,4 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011.*

contracter de 2,4 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, ce qui est légèrement inférieur à ce que l'on escomptait en juillet<sup>2</sup>.

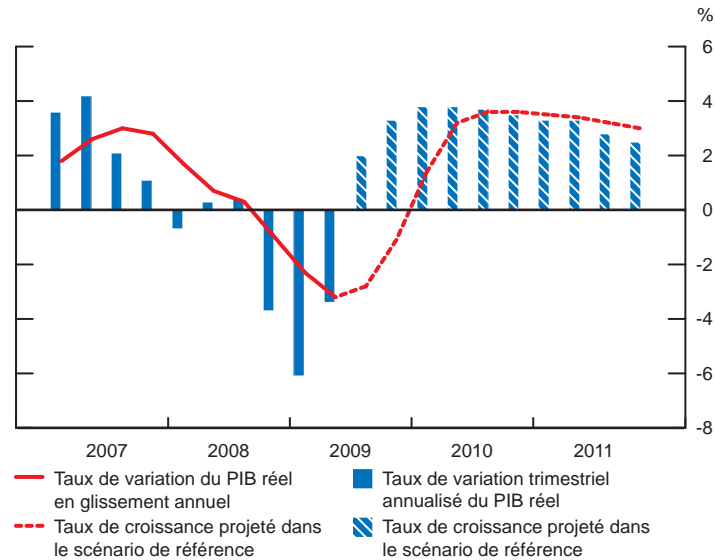
**Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**

En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2008	2009	2010	2011
<b>Consommation</b>	1,7 (1,7)	0,0 (-0,2)	1,7 (1,3)	1,9 (1,4)
<b>Logement</b>	-0,2 (-0,2)	-0,5 (-0,6)	0,3 (0,1)	0,1 (0,2)
<b>Administrations publiques</b>	1,2 (1,1)	1,0 (1,0)	1,3 (1,3)	-0,3 (-0,4)
<b>Investissements fixes des entreprises</b>	0,0 (0,0)	-1,9 (-1,6)	0,1 (0,1)	0,9 (0,9)
<b>Total partiel : demande intérieure finale</b>	2,7 (2,6)	-1,4 (-1,4)	3,4 (2,8)	2,6 (2,1)
<b>Exportations</b>	-1,5 (-1,6)	-4,4 (-5,3)	1,9 (2,0)	1,9 (2,4)
<b>Importations</b>	-0,3 (-0,3)	4,6 (5,7)	-2,9 (-2,8)	-2,0 (-2,3)
<b>Total partiel : exportations nettes</b>	-1,8 (-1,9)	0,2 (0,4)	-1,0 (-0,8)	-0,1 (0,1)
<b>Stocks</b>	-0,5 (-0,3)	-1,2 (-1,3)	0,6 (1,0)	0,8 (1,3)
<b>PIB</b>	<b>0,4 (0,4)</b>	<b>-2,4 (-2,3)</b>	<b>3,0 (3,0)</b>	<b>3,3 (3,5)</b>
<b>À titre de rappel :</b>				
Production potentielle	1,7 (1,7)	1,2 (1,1)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	-5,6 (-5,9)	4,4 (3,9)	4,0 (4,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

**Graphique 20 : La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009**



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

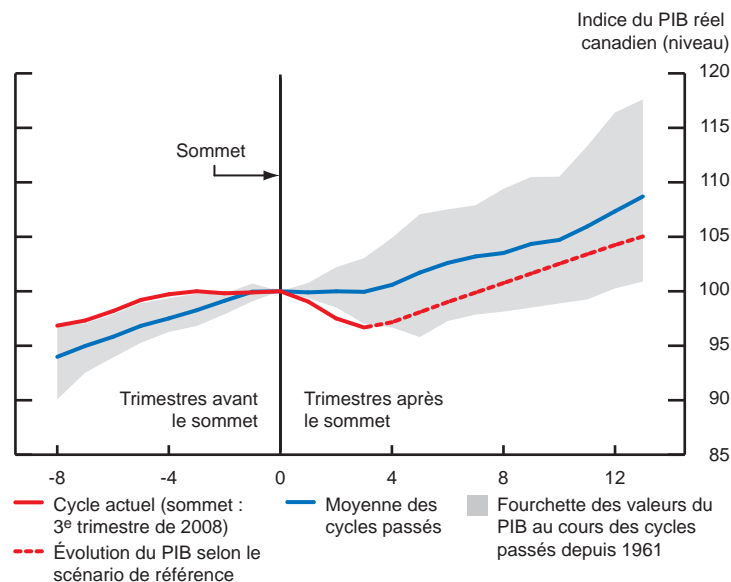
La reprise de l'économie canadienne devrait être soutenue par un certain nombre de facteurs intérieurs, notamment la forte détente monétaire et budgétaire en place, la récente augmentation de la richesse des ménages et

<sup>2</sup> Le taux de croissance annuel projeté pour 2009 est un peu plus faible que celui prévu en juillet en raison des révisions à la baisse des chiffres du PIB réel pour le premier trimestre, qui sont venues plus que contrebalancer l'expansion légèrement plus vigoureuse attendue dans la seconde moitié de l'année.

l'efficacité du système financier canadien. Elle dépend aussi de la relance de la croissance économique mondiale et du raffermissement connexe des cours des produits de base, qui soutiendront la demande intérieure et les exportations. Cependant, la valeur élevée du dollar canadien exercera un effet modérateur sur la demande de produits canadiens. Dans l'ensemble, la reprise au pays devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents (**Graphique 21**).

### Graphique 21 : La reprise au Canada devrait être plus modérée qu'au cours des cycles antérieurs

Évolution comparative du niveau du PIB réel canadien au cours du cycle actuel et des cycles passés; base 100 de l'indice : sommet du cycle, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

On s'attend à ce que les dépenses de consommation progressent à un rythme vigoureux tout au long de la période de projection. À court terme, l'accroissement de la richesse et le regain de confiance des consommateurs, de même que la résurgence de la demande reportée des trimestres précédents, devraient contribuer à alimenter les dépenses. À mesure que ces effets s'atténueront, la hausse des dépenses de consommation devrait être soutenue par le redressement de la croissance du revenu du travail. On projette que les investissements dans le logement connaîtront une vive expansion jusqu'au début de 2010, pour ensuite se ralentir alors que l'influence de facteurs temporaires — comme la demande refoulée et le crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire — se dissipera et que l'accessibilité ira en diminuant. Compte tenu que la récession a été brève et grave et qu'il subsiste une incertitude économique, le taux d'épargne des particuliers devrait rester élevé au cours de la période de projection.

Les investissements fixes des entreprises devraient s'inscrire à nouveau en hausse au début de 2010, après cinq trimestres de contraction. Comme dans les cycles passés, la croissance des investissements des firmes devrait accuser un certain retard par rapport à la reprise, en raison de la marge élevée de capacités excédentaires, pour ensuite rebondir fortement une fois la reprise bien amorcée. L'amélioration graduelle des conditions financières et de l'activité économique ainsi que le renchérissement des produits de base devraient aider à stimuler les dépenses des entreprises. À la lumière d'informations récentes, on prévoit que les firmes réduiront leurs stocks plus lentement qu'on ne l'escomptait en juillet.

Ainsi qu'on l'expliquait dans le *Rapport* de juillet, les exportateurs canadiens devraient bénéficier de manière disproportionnée de la reprise chez nos voisins du sud en 2010 et 2011, la projection de croissance de l'activité aux États-Unis mesurée par l'indice conçu à cet effet par la Banque étant considérablement supérieure à la progression attendue du PIB réel américain durant cette période<sup>3</sup>. La valeur accrue du dollar canadien limitera cependant la hausse des exportations. Le volume des importations devrait remonter à une bonne cadence, sous l'impulsion de la reprise de l'économie nationale, du rebond des exportations et de l'appréciation passée du dollar canadien.

À mesure que les niveaux d'activité se redresseront au pays, l'offre excédentaire se résorbera, et l'économie devrait atteindre son plein potentiel au troisième trimestre de 2011.

## La projection en matière d'inflation

*On s'attend à ce que les pressions inflationnistes au Canada soient légèrement plus modérées qu'il n'était envisagé dans le Rapport de juillet.*

On s'attend à ce que les pressions inflationnistes au Canada soient légèrement plus modérées qu'il n'était envisagé dans le *Rapport* de juillet, et que l'inflation retourne à la cible de la Banque un trimestre plus tard que projeté en juillet.

On prévoit un recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, celle-ci touchant un creux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2009, en raison de l'offre excédentaire substantielle qui est apparue au sein de l'économie, conjuguée à la décélération notable de la croissance des prix des aliments compris dans l'indice de référence (**Tableau 4**). Comme l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011 (**Graphique 22**).

**Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence<sup>a</sup>**

	2008	2009				2010				2011			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 (-3,7)	-6,1 (-5,4)	-3,4 (-3,5)	2,0 (1,3)	3,3 (3,0)	3,8 (4,0)	3,8 (4,0)	3,7 (3,8)	3,5 (3,8)	3,3 (3,8)	3,3 (3,3)	2,8 (2,8)	2,5 (2,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 (-1,0)	-2,3 (-2,1)	-3,2 (-3,1)	-2,8 (-2,9)	-1,1 (-1,2)	1,4 (1,2)	3,2 (3,1)	3,6 (3,7)	3,6 (3,9)	3,5 (3,8)	3,4 (3,7)	3,2 (3,4)	3,0 (3,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)	1,7 (1,6)	1,4 (1,4)	1,4 (1,4)	1,5 (1,6)	1,5 (1,6)	1,7 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	0,1 (0,1)	-0,9 (-0,7)	1,0 (1,2)	1,4 (1,4)	1,4 (1,4)	1,3 (1,3)	1,6 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (62)	73 (64)	75 (67)	76 (68)	77 (69)	78 (70)	79 (71)	80 (72)	80 (73)	81 (74)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

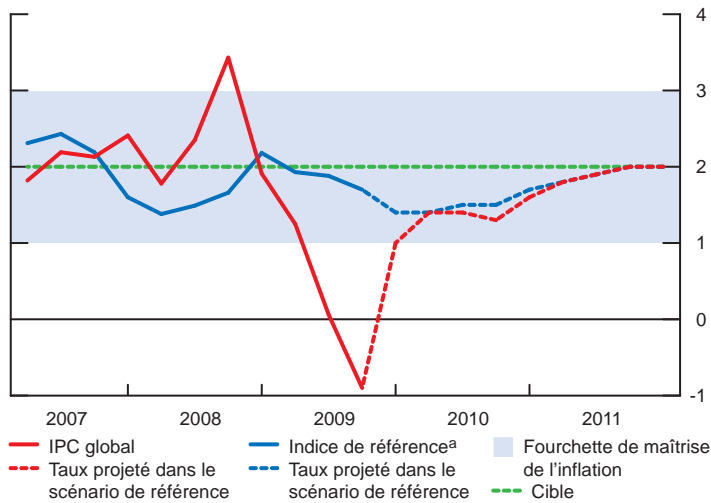
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 octobre 2009.

<sup>3</sup> Voir la Note technique 2 du *Rapport* de juillet pour de plus amples précisions sur l'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada.



**Graphique 22 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Comme il a été mentionné précédemment, le taux de variation de l'IPC global a diminué beaucoup plus rapidement que celui de l'indice de référence, pour s'établir à -0,9 % au troisième trimestre de 2009, sous l'effet de la forte baisse en glissement annuel des cours de l'énergie. Les effets de la montée temporaire des prix de l'essence ne se reflétant plus dans les données, on s'attend à ce qu'il s'agisse là d'un creux pour l'inflation mesurée par l'IPC global, qui devrait grimper rapidement à 1,0 % au quatrième trimestre. Suivant l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait également revenir à la cible de 2 % de la Banque au troisième trimestre de 2011<sup>4</sup>.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 23** et **24** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011<sup>5</sup>. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

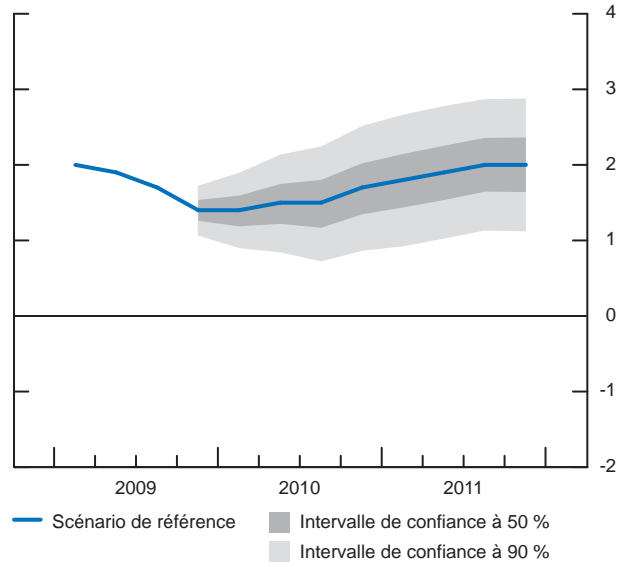
*Tant l'inflation mesurée par l'indice de référence que celle mesurée par l'IPC global devraient revenir à la cible de 2 % de la Banque au troisième trimestre de 2011.*

<sup>4</sup> Cette projection ne tient pas compte de l'incidence de la taxe de vente harmonisée qui entrera en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010.

<sup>5</sup> On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse [http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document\\_graphiqueseventail.pdf](http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf).

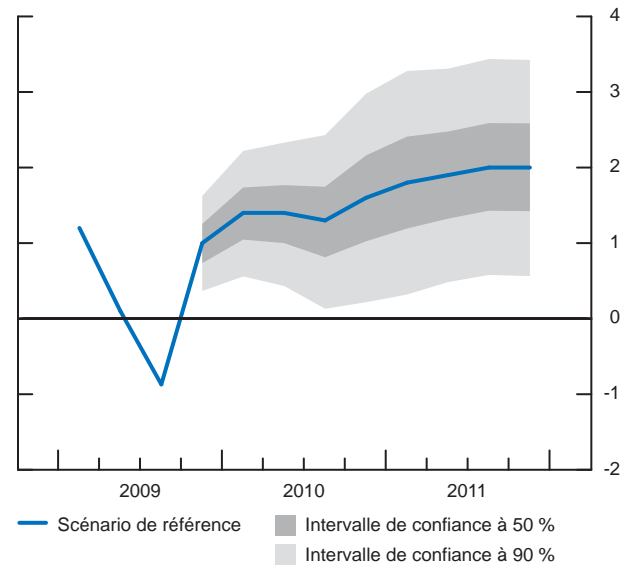
### Graphique 23 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

Taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel



### Graphique 24 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation de l'IPC global en glissement annuel



# Les risques entourant les perspectives

---

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. On s'attend à ce que la reprise soit plus modérée que de coutume, puisque les processus complexes de réduction du levier d'endettement et d'ajustement réel restent à terminer dans la foulée de la crise financière. Il se peut, toutefois, que la reprise mondiale soit plus vigoureuse que prévu, compte tenu de l'ampleur exceptionnelle des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en place dans la plupart des pays avancés et du fait que, par le passé, les phases de ralentissement plus prononcées ont eu tendance à s'accompagner d'une reprise plus robuste. Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté. En particulier, les ménages canadiens pourraient accroître leurs dépenses de consommation et leurs investissements dans le secteur du logement plus fortement qu'on ne l'envisage, à mesure que la reprise se confirme. Tant au pays qu'à l'étranger, les effets de richesse issus de l'amélioration continue des conditions financières pourraient venir stimuler encore davantage la reprise.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé. Jusqu'ici, la reprise a été tributaire des mesures de relance monétaire et budgétaire énergiques adoptées par l'ensemble des pays du G20. La croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, pourrait prendre plus de temps que prévu à se matérialiser.

Bien que la Banque juge que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection sont relativement équilibrés, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble, étant donné que le taux directeur s'établit à sa valeur

plancher. Cette prépondérance s'explique par le fait que la Banque pourrait procéder à un resserrement monétaire traditionnel dans le cas où les risques à la hausse se concrétiseraient. À l'inverse, si les risques à la baisse se réalisaient, la Banque devrait mettre en œuvre des politiques non traditionnelles, pour lesquelles une prudence accrue s'imposerait.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Les déséquilibres des balances courantes se sont atténués au cours de la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis qu'en Chine, les mesures de relance ont stimulé la demande intérieure. Toutefois, en l'absence de politiques visant à créer un déplacement durable de la demande mondiale, ces déséquilibres sont susceptibles de s'accroître à nouveau sous l'effet de la reprise, ce qui comporte le risque d'une correction désordonnée.