



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2008



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 bas taux d'inflation 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 à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois 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

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2008 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et John Murray.*

En cette période de grande incertitude, il est plus important que jamais que la politique monétaire joue un rôle stabilisateur [...] en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. [...] L'évolution du secteur financier ne sera importante, dans l'optique de la conduite de la politique monétaire, que dans la mesure où elle sera susceptible d'influer sur celle de l'économie réelle, et, par conséquent, sur l'inflation.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
13 mars 2008*

TABLE DES MATIÈRES

| | |
|--|----|
| 1. Vue d'ensemble | 5 |
| 2. Les facteurs récents qui influent sur l'inflation au Canada | 8 |
| La conjoncture internationale | 8 |
| La demande au Canada | 10 |
| L'offre au Canada | 12 |
| Les pressions sur la capacité de l'économie | 13 |
| L'inflation et la cible de 2 % | 15 |
| 3. L'évolution financière | 20 |
| Les conditions sur les marchés financiers mondiaux | 20 |
| Les taux directeurs | 21 |
| Les conditions du crédit au Canada | 22 |
| Les taux de change | 24 |
| 4. Les perspectives | 25 |
| La conjoncture internationale | 25 |
| La demande et l'offre globales au Canada | 27 |
| Les perspectives en matière d'inflation | 32 |
| Les risques pesant sur les perspectives | 33 |
| Notes techniques | |
| 1. L'évolution actuelle des prix des produits de base | 9 |
| 2. Inflation mesurée par l'indice de référence au Canada : interprétation de l'évolution récente | 17 |
| 3. L'évolution récente des prix des maisons | 31 |

1. VUE D'ENSEMBLE

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale a commencé à décélérer au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, sous l'effet de la baisse de régime aux États-Unis et des bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux.

La croissance de l'économie canadienne a aussi marqué le pas. La vigueur de la demande intérieure a été largement contrebalancée par le recul considérable des exportations nettes. L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence avoisinait 1,5 % à la fin du premier trimestre, mais la Banque estime que l'inflation tendancielle se situe aux alentours de 2 %, ce qui cadre avec l'opinion selon laquelle l'économie tournait tout juste au-dessus de son plein potentiel.

La Banque prévoit un ralentissement économique plus marqué et plus prolongé aux États-Unis que ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. Cette projection tient compte de l'incidence accrue, sur les dépenses de consommation, de la contraction de l'activité sur le marché du logement et du durcissement beaucoup plus prononcé des conditions du crédit dans ce pays. Une correction du marché du logement de l'ampleur de celle qui est observée actuellement aux États-Unis donnerait normalement un sérieux coup de frein à la croissance du PIB, mais plusieurs facteurs font ici un certain contre-poids. Premièrement, le programme de relance budgétaire voté récemment stimulera l'économie américaine aux troisième et quatrième trimestres. Deuxièmement, la dépréciation du billet vert contribuera à aiguillonner les exportations. Troisièmement, l'assouplissement appréciable de la politique monétaire dans ce pays devrait continuer à dynamiser la croissance du PIB en 2009 et au-delà, surtout à mesure que les turbulences se résorberont sur les marchés financiers.

La détérioration de la conjoncture économique et financière aux États-Unis aura des retombées notables sur l'économie mondiale, particulièrement dans les pays industriels. Les économies émergentes devraient être moins touchées par la tourmente financière, et leur demande intérieure croissante devrait contribuer à neutraliser l'effet du fléchissement des exportations.

Cette évolution de l'économie mondiale aura des conséquences sur l'économie canadienne. Premièrement, les exportations devraient se replier cette année et brider considérablement l'expansion du PIB tout au long du premier semestre de 2008, avant de se redresser graduellement au second semestre et en 2009. Deuxièmement, les turbulences sur les marchés financiers mondiaux continueront de rendre l'accès au financement sur les

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 22 avril 2008.

marchés de capitaux plus difficile et plus coûteux pour les entreprises et les banques canadiennes. On prévoit que la hausse des écarts de taux relatifs au financement des banques continuera d'être répercutée sur les entreprises et les ménages, entraînant ainsi, jusqu'à la fin de 2008, un resserrement des conditions du crédit, qui commencera à se dissiper en 2009. Ces conditions devraient revenir à des niveaux plus normaux en 2010. Grâce à la capitalisation relativement forte des institutions financières canadiennes, l'offre de crédit devrait demeurer plus robuste au Canada que sur les autres principaux marchés. Troisièmement, la confiance des entreprises et des consommateurs au pays devrait reculer quelque peu.

On pourrait s'attendre à ce que le tassement de la demande intérieure aux États-Unis exerce une pression à la baisse sur les prix de nombreux produits de base. Toutefois, cet effet sera probablement compensé en partie par la conjugaison de deux facteurs : la persistance de la vigueur de la demande de matières premières au sein des économies émergentes et le resserrement de l'offre sur de nombreux marchés des produits de base. Il se peut aussi que les investisseurs financiers accentuent à la marge l'élan des prix de ces produits. Dans l'ensemble, on prévoit une baisse des cours des produits de base non énergétiques pendant la période de projection, par rapport aux niveaux très élevés auxquels ils s'établissent actuellement.

La fermeté des cours des matières premières, la vigueur de l'emploi et l'incidence de l'assouplissement cumulatif de la politique monétaire continueront d'alimenter la demande intérieure du Canada, qui devrait constituer le principal moteur de la croissance économique durant la période de projection.

D'une manière générale, on s'attend à ce que l'économie canadienne affiche une offre excédentaire au deuxième trimestre de cette année et que les capacités inutilisées continuent d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Un retour à des taux de croissance supérieurs à celui de la production potentielle — favorisé par le raffermissement graduel de l'économie américaine —, l'assouplissement de la politique monétaire et le rétablissement de conditions du crédit plus normales permettront de restaurer l'équilibre au sein de l'économie vers le milieu de 2010. Selon le scénario de référence de la Banque, le taux de croissance annualisé du PIB réel atteindra en moyenne 1,4 % en 2008, 2,4 % en 2009 et 3,3 % en 2010.

Les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'effet des modifications passées des impôts indirects contribueront à maintenir l'inflation mesurée en dessous de la cible tout au long de 2008. L'apparition d'une offre excédentaire

devrait maintenir une pression à la baisse sur l'inflation jusqu'à la fin de 2009. On s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global comme celui de l'indice de référence montent à 2 % en 2010, par suite du rétablissement de l'équilibre dans l'économie.

Les risques planant sur la projection pour les économies américaine et mondiale, ainsi que pour l'inflation au Canada, semblent équilibrés. Toutefois, un certain nombre de risques, tant à la hausse qu'à la baisse, entachent la nouvelle projection de la Banque concernant l'inflation au Canada.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité qu'une demande intérieure plus vigoureuse que prévu, peut-être due à un renchérissement des matières premières, exerce des pressions sur l'inflation au Canada, surtout si le taux d'accroissement de la production potentielle s'avère inférieur aux hypothèses. De plus, les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient se propager au Canada par le biais d'une hausse du coût des importations.

Pour ce qui est des risques à la baisse, la croissance anémique prévue aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base. Il existe aussi des risques découlant de la manière dont se dénoueront les difficultés éprouvées par les marchés financiers ainsi que des conséquences de ces dernières sur le coût et la disponibilité du crédit. Enfin, il se peut que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte qu'escompté sur le prix des biens compris dans l'indice de référence.

Dans ce contexte, la Banque du Canada a décidé d'abaisser le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 4 mars et à nouveau le 22 avril, pour le ramener à 3 %. À la lumière des nouvelles perspectives, la Banque estime qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation à moyen terme. Étant donné que le taux cible du financement à un jour a été abaissé de 150 points de base au total depuis décembre, le moment où toute nouvelle détente monétaire sera opérée dépendra de l'évolution de l'économie mondiale et de la demande intérieure ainsi que de son incidence sur l'inflation au Canada.

2. LES FACTEURS RÉCENTS QUI INFLUENT SUR L'INFLATION AU CANADA

La conjoncture internationale

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale s'est ralenti au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008.

Les données disponibles donnent à penser que l'économie américaine a stagné au premier trimestre de 2008.

Après plusieurs années de forte croissance, l'économie mondiale a vu son rythme d'expansion ralentir au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, notamment dans les pays industrialisés. Cette décélération s'explique par la baisse de régime aux États-Unis et les bouleversements sur les marchés financiers internationaux associés aux problèmes touchant le marché américain des prêts hypothécaires à risque.

Les données disponibles tendent à indiquer que la croissance de l'économie américaine a stagné au premier trimestre de 2008. Le recul généralisé des prix des maisons et des investissements dans le secteur résidentiel, conjugué au resserrement des conditions du crédit et à l'effritement de la confiance des consommateurs face aux prix élevés de l'essence et à la détérioration du marché du travail, a contribué au tassement notable des dépenses de consommation. Bien que ce tassement ait été compensé en partie par la vive progression des exportations nettes, les investissements des entreprises ont pâti de l'accès limité au crédit et du repli de la demande de biens de consommation.

L'expansion économique marque le pas en Europe et au Japon, où les exportations se ressentent de l'essoufflement de la croissance américaine et des effets de l'appréciation prononcée de l'euro et du yen. En Europe, les conditions du crédit ont continué de se durcir, freinant les dépenses des ménages et des entreprises.

Dans les économies nouvellement industrialisées et à marché émergent, en particulier la Chine, l'expansion du PIB a dépassé les prévisions au cours des derniers trimestres. Ces pays ont été touchés dans une moindre mesure par la récente turbulence financière, et leur demande intérieure croissante a jusqu'ici largement contrebalancé l'effet du fléchissement des exportations vers les États-Unis et l'Europe.

Les matières premières ont renchéri depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, grâce surtout à la vigueur soutenue de la demande des économies émergentes et aux contraintes d'offre (Note technique 1). Les cours déjà élevés des produits de base non énergétiques ont encore gagné du terrain, ceux des céréales et des oléagineux enregistrant des gains importants en raison de l'essor de la demande alimentaire dans les économies émergentes, de la demande accrue de biocarburants et des mauvaises récoltes. La hausse des prix des métaux tient en partie à des perturbations temporaires de l'approvisionnement en Chine et en Afrique du Sud.

Les prix des produits de base non énergétiques ont augmenté depuis la parution de la dernière Mise à jour.

Note technique 1

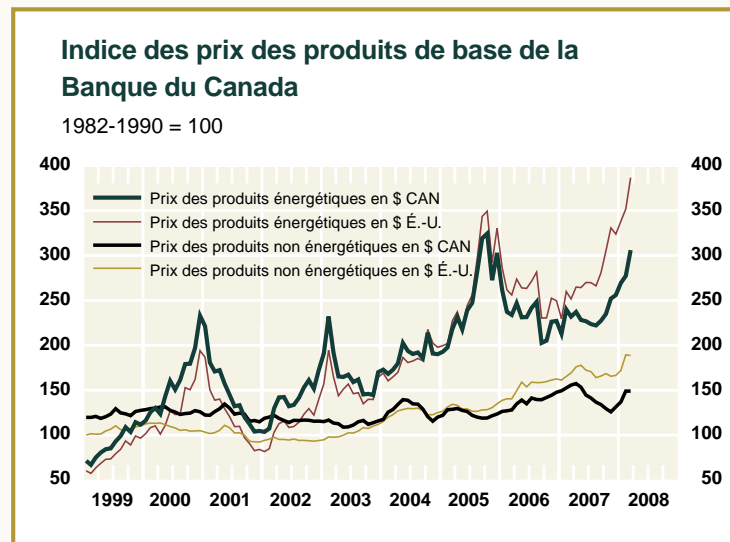
L'évolution actuelle des prix des produits de base

Les prix des produits de base ont continué à se raffermir en 2008 malgré le ralentissement manifeste de la croissance dans les grandes économies industrielles. Les cours en dollars É.-U. de nombreuses matières premières ont atteint de nouveaux sommets en termes nominaux.

Un des facteurs clés ayant poussé à la hausse les prix des produits de base au cours des dernières années a été la vigueur de la demande des économies de marché émergentes. Les recherches effectuées à la Banque donnent à penser que les variations enregistrées par les prix réels du pétrole et des métaux communs depuis les années 1990 sont de plus en plus influencées par l'activité industrielle dans les économies émergentes d'Asie¹. La demande de produits de base dans cette région du monde a monté en flèche, en raison notamment des investissements supplémentaires en infrastructure engagés en vue de satisfaire aux besoins d'une population urbaine en forte expansion. L'élévation du revenu dans les villes a aussi stimulé la demande de denrées, surtout celle de céréales et de produits laitiers. En outre, l'intégration accrue des processus de production sur le plan régional a entraîné la délocalisation d'une part importante de l'activité manufacturière vers les économies émergentes d'Asie, où la consommation d'énergie par unité produite est plus grande que dans les pays développés.

Du côté de l'offre, différents facteurs ont également concouru à la poussée des prix des produits de base, comme la pénurie mondiale de main-d'œuvre qualifiée et d'équipements ainsi que les grèves répétées qui ont fait augmenter les coûts de production et limité l'ajustement de l'offre. Dans le cas des aliments, les rigidités de l'offre découlent en partie de politiques de restriction des échanges extérieurs (telles que l'imposition d'embargos et de taxes) et de la reconversion de terres cultivables pour répondre à la hausse de la demande d'éthanol et d'autres biocarburants. Les sécheresses des derniers mois ont réduit les récoltes et alimenté la flambée des cours du blé, alors que les graves intempéries en Chine ont rendu difficile l'approvisionnement du pays en charbon.

La dépréciation du billet vert en moyenne pondérée par les échanges extérieurs a aussi fait monter les prix en dollars É.-U. des produits de base. La demande pour les actifs liés à ces produits de la part tant des investisseurs institutionnels (p. ex., les caisses de retraite) que des spéculateurs (p. ex., les fonds directionnels) a pu amplifier l'essor récent des cours des matières premières.



1. Voir C. Cheung et S. Morin (2007), *The Impact of Emerging Asia on Commodity Prices*, document de travail n° 2007-55, Banque du Canada.

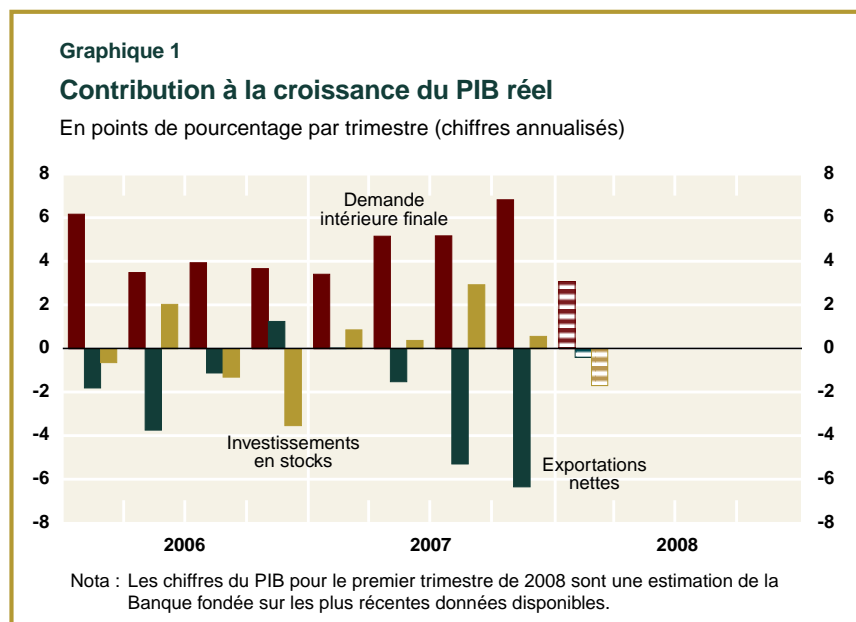
Les cours du pétrole brut et du gaz naturel se sont également inscrits en hausse.

Les cours de l'énergie ont poursuivi leur ascension en 2008. Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait les 90 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de janvier, a grimpé pour atteindre en moyenne 112 dollars É.-U. durant la période de dix jours terminée le 18 avril 2008, sous l'effet du dynamisme soutenu de la demande mondiale et d'un certain fléchissement de l'offre en provenance des pays hors OPEP. Le renchérissement du gaz naturel s'explique notamment par le raffermissement de la demande dû à l'hiver très rigoureux qu'a connu l'Amérique du Nord.

La demande au Canada

L'expansion de l'économie canadienne a nettement ralenti au quatrième trimestre de 2007.

Après avoir connu une forte expansion au cours des trois premiers trimestres de 2007, la croissance de l'économie canadienne a nettement ralenti au trimestre suivant. L'effet modérateur exercé par les exportations nettes s'est intensifié durant l'année, et a largement neutralisé la vigueur soutenue de la demande intérieure finale (Graphique 1). Le PIB réel a progressé de 0,8 % au quatrième trimestre, soit un rythme inférieur au niveau de 1,5 % projeté dans la *Mise à jour* de janvier¹. Les données disponibles pour le premier trimestre de 2008 portent à croire que le taux de croissance du PIB réel s'est situé autour de 1,0 %, les réductions des investissements en stocks et des exportations nettes annulant la majeure partie de l'expansion de la demande intérieure.



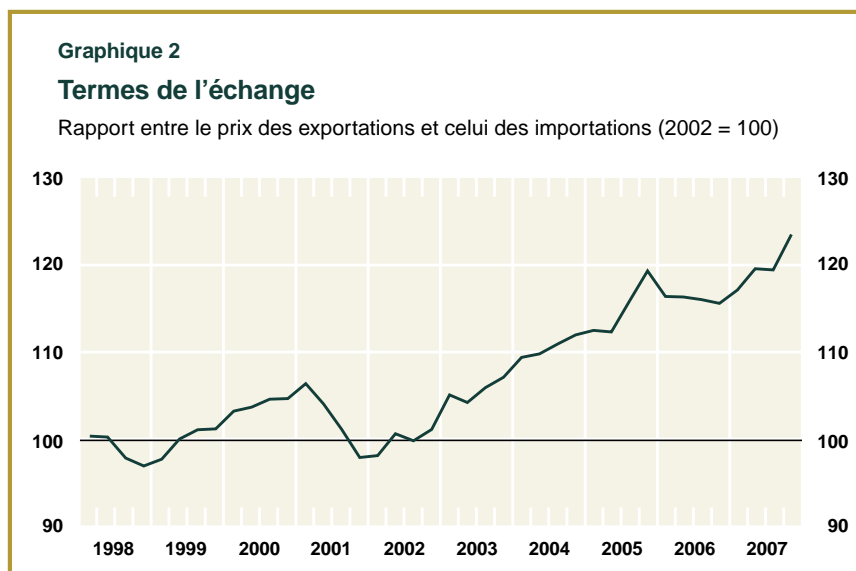
1. La croissance du PIB durant les trois premiers trimestres de l'année dernière a toutefois été révisée légèrement à la hausse, de sorte que le niveau du PIB réel au quatrième trimestre était à peu près le même que prévu.

Les exportations nettes ont fortement bridé la croissance au second semestre de 2007. Le ralentissement de l'économie américaine et l'appréciation passée du dollar canadien se sont traduits par une réduction du volume des exportations canadiennes, en particulier au titre des machines et du matériel ainsi que des biens de consommation. Parallèlement, les importations se sont considérablement accrues, à la faveur de la robuste progression de la demande intérieure et de la hausse antérieure du dollar.

La demande intérieure finale a connu un essor encore plus vif au second semestre de 2007 qu'au premier. La demande intérieure a été soutenue par l'amélioration persistante des termes de l'échange (Graphique 2), laquelle a entraîné une augmentation des revenus réels de près de 5 % — ce qui est supérieur à la moyenne — entre le quatrième trimestre de 2006 et celui de 2007². L'expansion continue de l'avoir net des ménages (qui a été stimulée par le renchérissement des maisons) a contribué à une hausse substantielle des emprunts et des dépenses des ménages. Les dépenses des entreprises en machines et matériel se sont aussi nettement accélérées, grâce au maintien d'une forte rentabilité, à des bilans sains et à la réduction considérable des prix des machines et du matériel importés. Le resserrement des conditions du crédit au Canada lié à l'évolution des marchés financiers mondiaux depuis août dernier ne semble pas avoir eu d'effet appréciable sur les dépenses des ménages ou les investissements des entreprises au second semestre de 2007.

Les exportations nettes ont fortement bridé la croissance au second semestre de 2007...

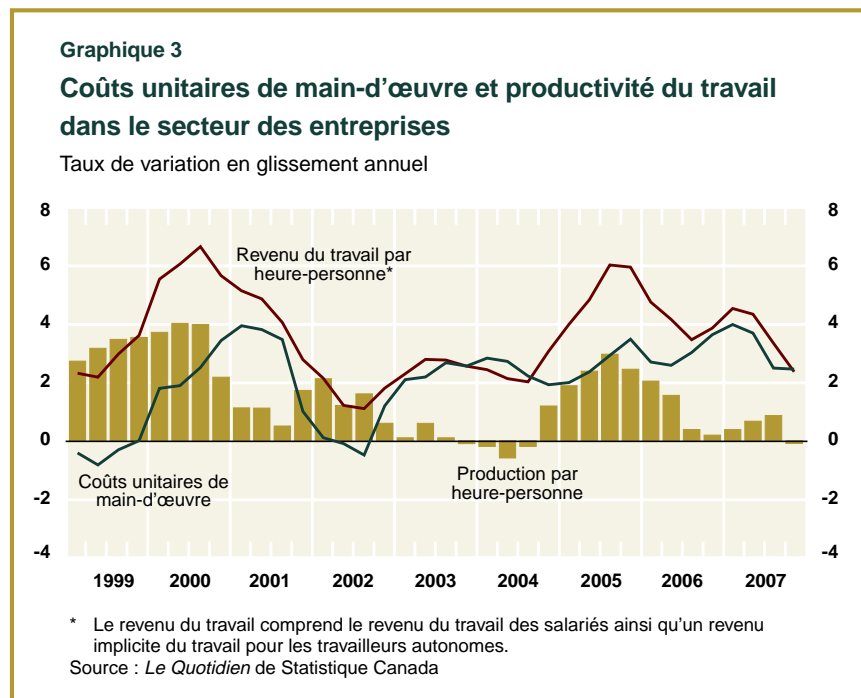
... tandis que la progression de la demande intérieure finale s'est raffermie.



2. La croissance des revenus réels se définit comme la différence entre la hausse du PIB nominal en glissement annuel et celle du dégonfleur de la demande intérieure finale.

L'offre au Canada

La productivité du travail dans le secteur des entreprises a reculé de 0,1 %, en glissement annuel, au quatrième trimestre de 2007 (Graphique 3). Malgré le ralentissement de l'expansion du PIB réel au quatrième trimestre, le nombre total d'heures travaillées a augmenté à un rythme exceptionnellement rapide. Cette évolution paradoxale pourrait s'expliquer par des facteurs tels que les coûts d'ajustement élevés associés à la réduction du niveau de l'emploi dans le secteur manufacturier ainsi que l'accroissement de la demande préventive de main-d'œuvre dans les secteurs aux prises avec des pénuries de travailleurs. L'incidence de l'utilisation intensive du travail sur la progression de la productivité globale a encore été amplifiée par un déplacement de la répartition du nombre total d'heures travaillées vers les industries à faible productivité³.



3. Les déplacements intersectoriels de la répartition du nombre total d'heures travaillées ont en général un effet limité sur la croissance de la productivité globale, contrairement aux déplacements intrasectoriels. La tendance s'est toutefois inversée au quatrième trimestre de 2007, par suite d'une réduction appréciable du nombre d'heures travaillées dans les secteurs de la fabrication, de l'extraction minière (y compris pétrolière et gazière) et du transport, ainsi que de la hausse connexe dans ceux de la construction, du commerce de détail et des services professionnels, auxquels est associée une productivité beaucoup moins élevée.

Selon la mesure économétrique de la capacité de production dont se sert habituellement la Banque, le rythme d'expansion de la production potentielle s'est établi en moyenne à 2,6 % en 2007, ce qui correspond en gros aux estimations passées. La vive croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre, qui se chiffre à 1,7 % environ, a compensé les effets de la faiblesse de l'accroissement tendanciel de la productivité, dont on estime qu'il a contribué pour un peu moins de 1,0 % à la progression de la production potentielle.

Les pressions sur la capacité de l'économie

Les pressions exercées sur la capacité de production se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a beaucoup reculé comparativement aux sommets atteints récemment, pour redescendre au niveau moyen observé depuis les débuts de l'enquête (Graphique 4). En outre, selon l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,4 % sa capacité au premier trimestre de 2008, en baisse par rapport au niveau d'un peu plus de 1 % enregistré au troisième trimestre de l'année dernière⁴. Le taux d'utilisation des capacités publié par Statistique Canada donne à penser que les pressions sur l'appareil de production dans le secteur des produits non agricoles étaient bien inférieures à la moyenne au quatrième trimestre de 2007.

Le ralentissement de l'économie canadienne ne transparait pas encore dans la plupart des indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires. Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet historique en février et en mars, tandis que le taux de chômage en mars se situait tout juste au-dessus de son niveau le plus bas des 33 dernières années. De plus, le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada (considéré comme un indicateur fiable de la variation sous-jacente des salaires) s'est nettement accru après la mi-2007 (Graphique 5). En revanche, les données sur la

On estime que l'expansion de la production potentielle s'est située en moyenne à 2,6 % en 2007.

Les pressions exercées sur la capacité de production se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007...

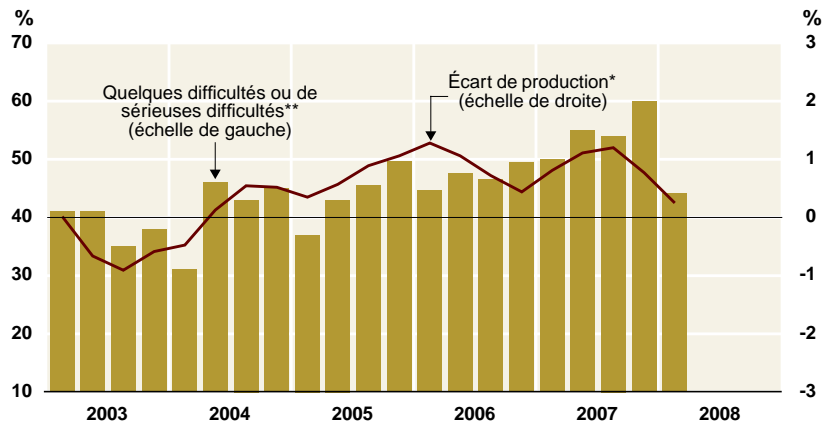
... quoique le ralentissement économique ne transparaisse pas encore dans la plupart des indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires.

4. Le niveau de la demande excédentaire au premier trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,3 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de janvier. Cette augmentation tient principalement à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité et le pourcentage des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque menée ce printemps indiquent un certain relâchement des tensions sur le marché du travail.

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

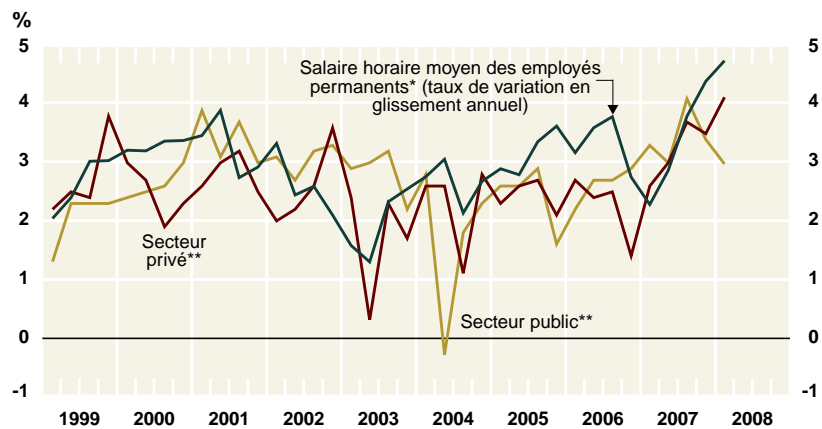


* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2008 se fonde sur une croissance prévue de la production de 1,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
 ** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Graphique 5

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : Statistique Canada, *Information population active*
 ** Source : Ressources humaines et Développement social Canada. La valeur la plus récente est la moyenne des chiffres de janvier et de février 2008.

Après avoir passé en revue les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2008, et l'on s'attend à ce qu'elle affiche une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre.

Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2008.

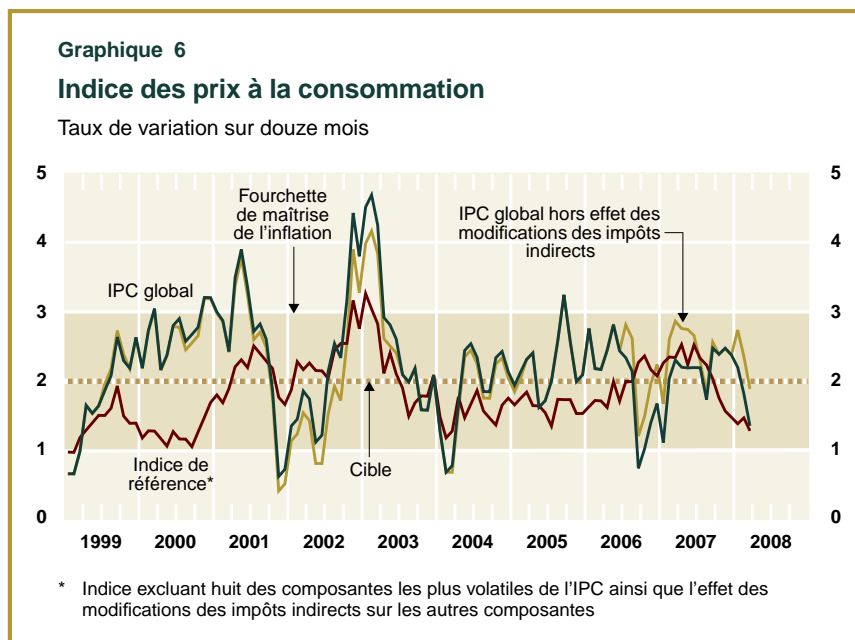
L'inflation et la cible de 2 %

Les inquiétudes liées à la hausse de l'inflation mondiale sont devenues plus manifestes ces derniers mois, en raison de l'effet du renchérissement des produits de base, en particulier des aliments et de l'énergie, combiné aux pressions accrues qui s'exercent sur l'appareil de production de plusieurs pays et font suite à une période de forte croissance à l'échelle internationale. Au Canada, ces pressions ont été neutralisées dans une large mesure par des ajustements du niveau des prix associés à la valeur élevée du dollar canadien.

Les inquiétudes liées à la hausse de l'inflation mondiale sont devenues plus manifestes ces derniers mois.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée en moyenne à 1,8 % au premier trimestre de 2008, contre 2,4 % au dernier trimestre de 2007 (Graphique 6). Abstraction faite de l'effet des modifications des impôts indirects, le taux d'accroissement de l'IPC global au premier trimestre, à 2,4 %, est resté inchangé par rapport au trimestre précédent⁵.

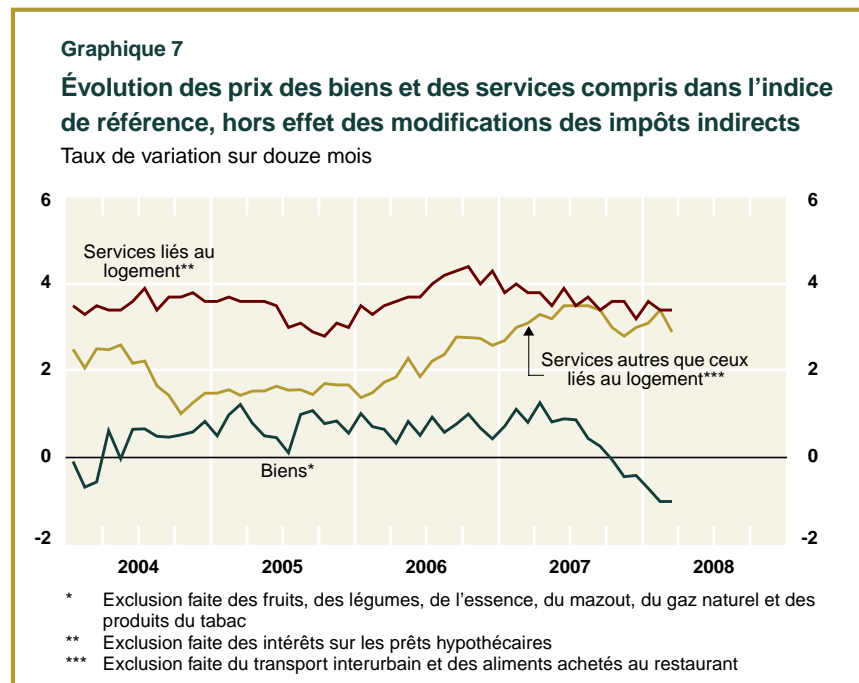
En revanche, l'inflation mesurée par l'IPC global au Canada s'est chiffrée en moyenne à 1,8 % au premier trimestre de 2008.



5. On estime que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS et les faibles hausses des impôts indirects sur les produits du tabac ont eu pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global de 0,5 % au premier trimestre de 2008.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,4 % en moyenne en février et en mars...

Après s'être située tout juste au-dessus de 2 % en moyenne entre septembre 2006 et août 2007, l'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé pour s'établir à 1,4 % en moyenne en février et en mars 2008⁶ (Note technique 2). Une bonne part de cette diminution semble tenir à l'intensification des pressions concurrentielles découlant de la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, qui a entraîné une correction à la baisse des prix de certains biens, notamment des automobiles. De plus, le taux de variation des prix des aliments compris dans l'indice de référence a sensiblement fléchi, à cause de facteurs comme le renforcement de la concurrence dans le secteur de l'alimentation au détail. Parallèlement, le taux d'accroissement sur douze mois des prix des services inclus dans l'indice de référence est demeuré très élevé, grâce à la vigueur soutenue de la demande intérieure (Graphique 7).



6. L'indice de référence (IPCX) exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Note technique 2

**Inflation mesurée par l'indice de référence au Canada :
interprétation de l'évolution récente**

Depuis le milieu de 2007, le taux d'accroissement de l'indice de référence (IPCX) a diminué de façon marquée au Canada. Cette baisse a concerné bon nombre des composantes d'IPCX, mais a été particulièrement notable dans le cas des prix des véhicules automobiles, dont l'évolution explique près de la moitié du repli constaté (Tableau A).

Le recul récent des prix des véhicules automobiles reflète un ajustement de leur niveau général, lié à la pression accrue de la concurrence induite par les fluctuations du dollar canadien. L'appréciation du huard, lequel a avoisiné à l'automne la parité avec le dollar américain, a rendu les avantages que peuvent tirer les Canadiens des achats outre-frontière suffisamment tangibles pour pousser les constructeurs automobiles à réduire les écarts observés par rapport aux prix pratiqués sur le marché américain.

La comparaison entre les prix des biens durables (hors automobiles) et semi-durables vendus au Canada et aux États-Unis montre que le rétrécissement de ces écarts a été d'ampleur limitée. Cette situation tient probablement à la vigueur de la demande intérieure au Canada, dont témoignent les marges bénéficiaires élevées des grossistes et des détaillants. Toutefois, il est possible que la pression de la concurrence fasse reculer les prix d'un plus grand nombre de biens.

D'autres facteurs ont aussi concouru à la récente décline de l'inflation mesurée par IPCX. Les prix des aliments inclus dans l'indice ont sans doute été sensibles aux effets de la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires ainsi qu'à une hausse de l'offre de viande; il se peut aussi que l'appréciation du dollar canadien se soit en partie répercutée sur eux. Enfin, la stabilisation du prix des maisons en Alberta a eu un effet modérateur sur les prix des services liés au logement compris dans l'indice de référence.

**Tableau A : Apport au taux d'augmentation (en glissement annuel) d'IPCX
du deuxième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2008^a**

| Composante | Apport (en points de pourcentage) |
|--|---|
| Véhicules automobiles | -0,42 |
| Aliments (hors fruits et légumes) | -0,13 |
| Biens durables (hors automobiles) | -0,12 |
| Électricité | -0,06 |
| Biens semi-durables | -0,06 |
| Services liés au logement (hors intérêts sur prêts hypothécaires) | -0,04 |
| Services non liés au logement (hors transport interurbain et aliments achetés au restaurant) | -0,04 |
| Biens non durables (hors alimentation, énergie et produits du tabac) | -0,03 |
| Variation d'IPCX | -1,0 ^b |

a. L'effet des modifications des impôts indirects est exclu de chaque composante.

b. Les apports des différentes composantes sont le fruit d'approximations. Leur somme ne correspond pas à la variation totale d'IPCX en raison de l'arrondissement des données, et de la nature des approximations effectuées.

... mais les autres mesures de l'inflation tendancielle dépassaient légèrement le taux d'augmentation de l'indice de référence au premier trimestre.

Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque, une fois corrigées de l'effet des modifications des impôts indirects, dépassaient légèrement le taux d'augmentation de l'indice de référence au premier trimestre de 2008 (Graphique 8). Étant donné que la baisse récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence semble tenir pour une bonne part aux ajustements ponctuels du niveau des prix, le Conseil de direction estime, après avoir examiné ces autres mesures, que l'inflation tendancielle était d'environ 2 % au premier trimestre.

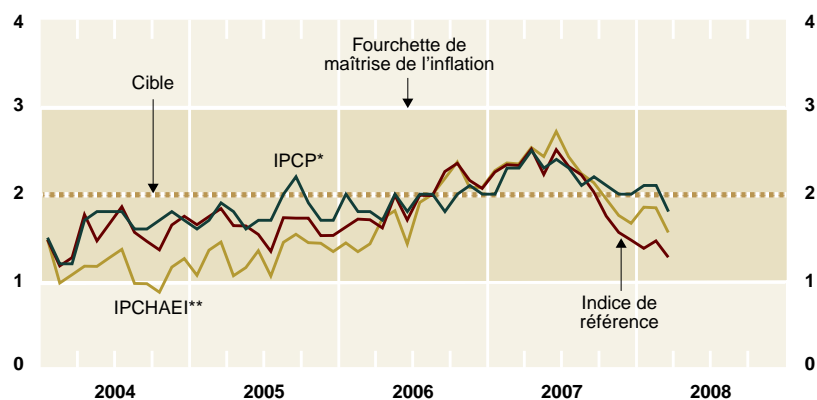
Le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 3,4 % au deuxième trimestre de 2007 à 3,9 % au quatrième trimestre, par suite de l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada (Graphique 9).

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent bien ancrés à 2 %. Le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2009 s'inscrit à 2 %, et d'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, quelque 80 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 % durant les deux prochaines années. En ce qui concerne l'inflation à long terme, les prévisionnistes continuent également de tabler sur des taux très proches de 2 %.

Graphique 8

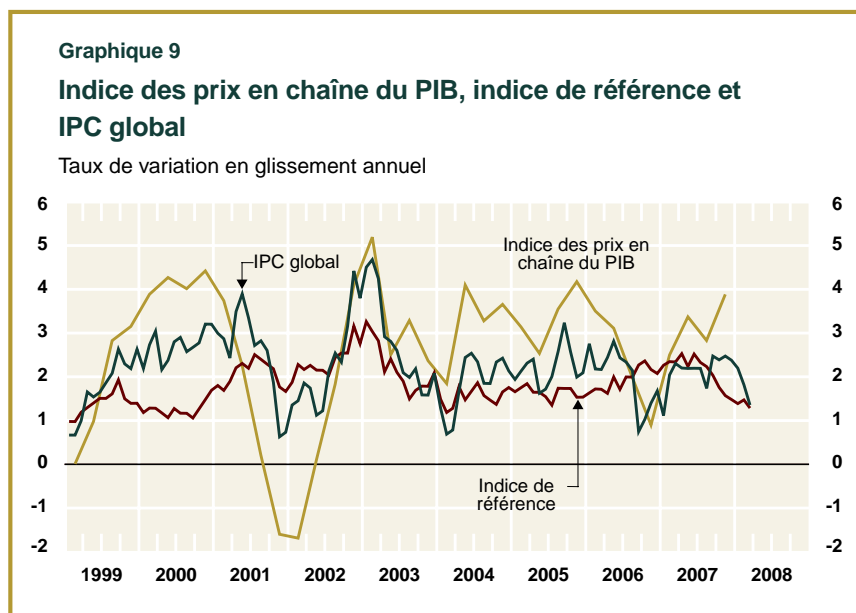
Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Dans ce graphique, IPCP a été corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.



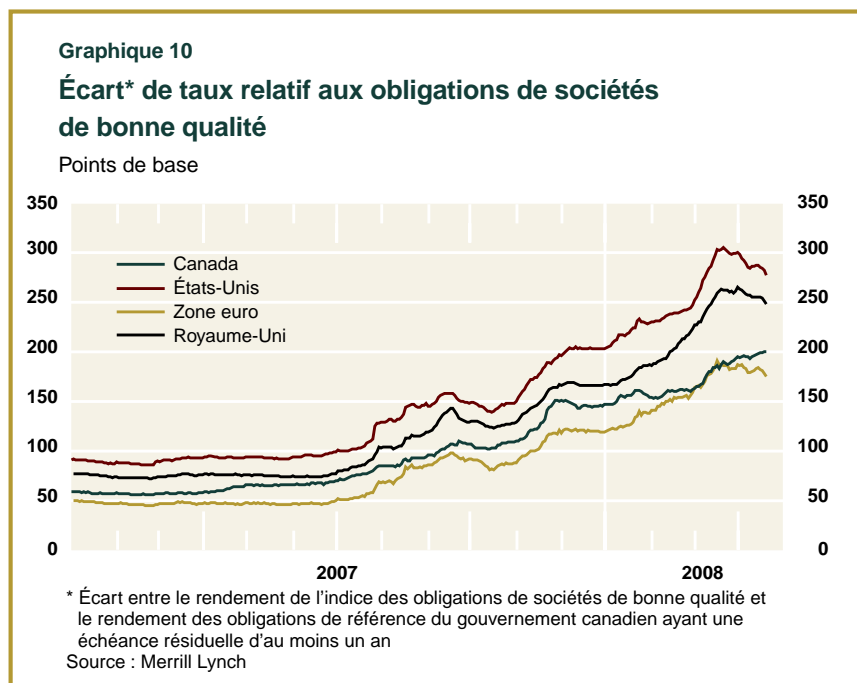
3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux

Les tensions se sont aggravées sur les marchés internationaux du crédit.

Les tensions au sein du système financier mondial se sont généralisées et aggravées ces derniers mois. Les pertes estimatives découlant de l'exposition à des prêts hypothécaires américains et à des instruments de crédit structurés ont augmenté, et les problèmes observés sur ces marchés se sont propagés aux autres marchés du crédit. Les écarts de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations d'État se sont fortement creusés (Graphique 10), et l'émission de titres d'emprunt sur plusieurs marchés clés de titres à revenu fixe a été limitée. Ces difficultés ont été exacerbées par un manque de liquidité, une réduction généralisée du levier d'endettement des institutions financières et l'assombrissement des perspectives de l'économie américaine.

L'incertitude répandue concernant la distribution des pertes sur créances parmi les institutions financières a continué à entretenir les préoccupations au sujet du risque de contrepartie et a contribué à la hausse des écarts de taux relatifs aux emprunts sur les marchés monétaires à terme. Au mois de mars, alors que de nouveaux signes de pressions apparaissaient sur ces marchés, les banques centrales sont encore une fois intervenues de façon concertée afin de soutenir le système financier. Elles ont pris un certain nombre de mesures additionnelles visant à assurer un apport en liquidités aux institutions financières. Les initiatives récentes



de plusieurs grandes banques internationales en vue d'améliorer la déclaration des pertes potentielles et de renforcer leurs bilans ont aussi permis d'atténuer quelque peu l'incertitude entourant le risque de contrepartie.

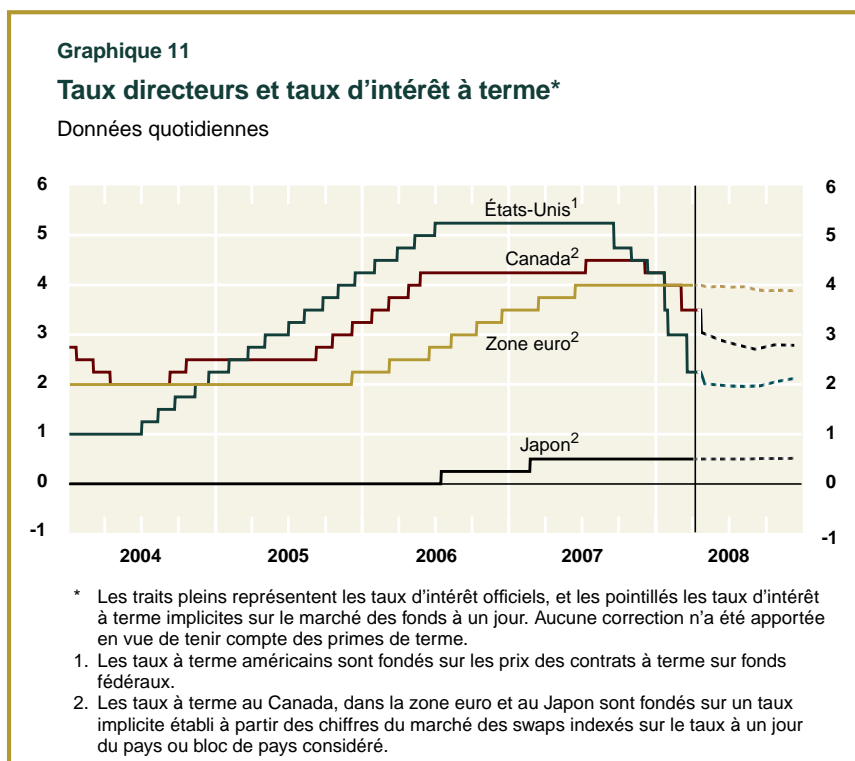
Les taux directeurs

La Réserve fédérale américaine a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 300 points de base depuis septembre 2007 (Graphique 11), en réaction à la baisse de régime de l'économie américaine ainsi qu'à l'augmentation du coût et au resserrement de l'offre du crédit aux entreprises et aux ménages. Les taux à court terme aux États-Unis reflètent les attentes d'une nouvelle réduction du taux des fonds fédéraux au cours de l'année. La Banque d'Angleterre a également diminué son taux directeur. En revanche, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon ont laissé leurs taux directeurs inchangés depuis le début de la tourmente financière.

Le taux directeur au Canada a été abaissé de 150 points de base depuis décembre. Les marchés s'attendent à une nouvelle diminution de 25 points de base du taux du financement à un jour avant la fin de 2008.

La Réserve fédérale américaine a abaissé le taux des fonds fédéraux de 300 points de base depuis septembre 2007.

Les marchés s'attendent à une nouvelle diminution de 25 points de base du taux directeur au Canada avant la fin de 2008.



Les conditions du crédit au Canada

L'incidence des turbulences des marchés financiers sur les conditions du crédit a été plus modérée au Canada qu'aux États-Unis.

Les turbulences qui secouent les marchés financiers mondiaux ont entraîné un resserrement des conditions du crédit au Canada, mais les tensions sur nos marchés du crédit ont été un peu moins prononcées que celles observées aux États-Unis. Les bilans des institutions financières, des entreprises et des ménages canadiens sont plus sains. Les banques canadiennes sont moins engagées sur le marché des prêts hypothécaires à risque que leurs homologues américaines. En outre, elles dépendent moins de la titrisation pour leur financement et des marchés de capitaux pour leurs revenus. Jusqu'à présent, leurs pertes restent contenues, et leur exposition aux produits structurés adossés à des prêts hypothécaires à risque est assez facile à gérer.

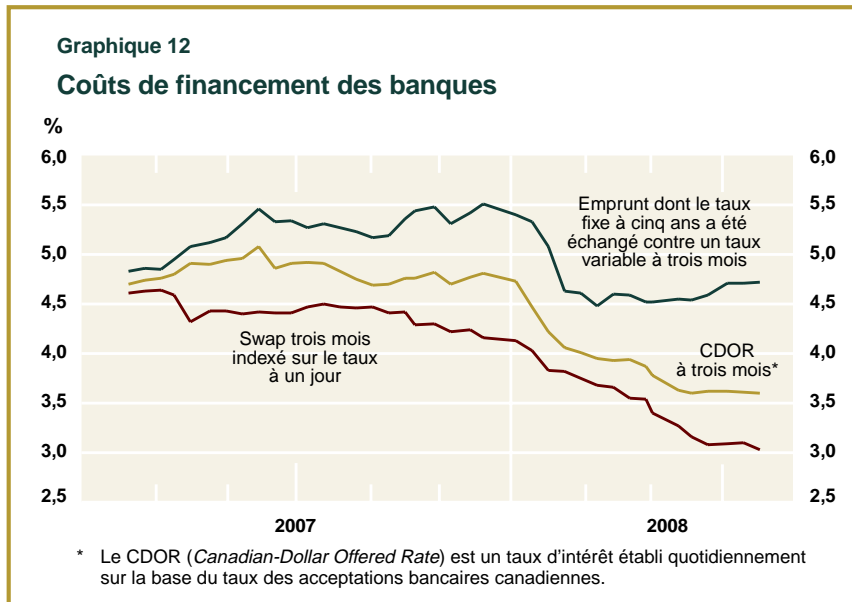
Les écarts de taux liés au financement des banques sur le marché demeurent élevés par rapport au taux du financement à un jour.

Toutefois, depuis le début de la tourmente financière l'été dernier jusqu'au 21 avril, l'écart de taux moyen lié aux différents types de financement obtenu sur le marché par les banques a crû d'environ 75 points de base par rapport au taux du financement à un jour⁷. Le resserrement des conditions du crédit est surtout visible dans les primes payées par les banques pour émettre des obligations et des billets de dépôt de premier rang. Les banques se sont montrées disposées à absorber ces primes plus élevées afin de s'assurer d'un financement à plus long terme, mais n'ont pas encore répercuté entièrement la hausse sur les entreprises et les ménages. Cependant, le coût absolu des emprunts des banques a diminué, étant donné la réduction de 100 points de base du taux du financement à un jour au cours de la période (Graphique 12).

Les modalités du crédit aux entreprises se sont durcies.

L'écart de taux entre le coût des emprunts des entreprises non financières et le taux du financement à un jour au 21 avril a augmenté d'environ 50 points de base depuis le milieu de 2007. Cet accroissement a été plus que compensé par les baisses du taux du financement à un jour. Néanmoins, les modalités du crédit se sont durcies et l'accès au financement bancaire pour les nouveaux clients a été réduit. L'émission de titres de dette par des sociétés non financières demeure difficile, et les nouveaux titres d'emprunt sont généralement émis à des taux supérieurs aux taux indicatifs observés sur les marchés secondaires. Dans l'ensemble, la croissance des crédits aux entreprises est restée forte au premier trimestre de 2008 (Graphique 13). Cette

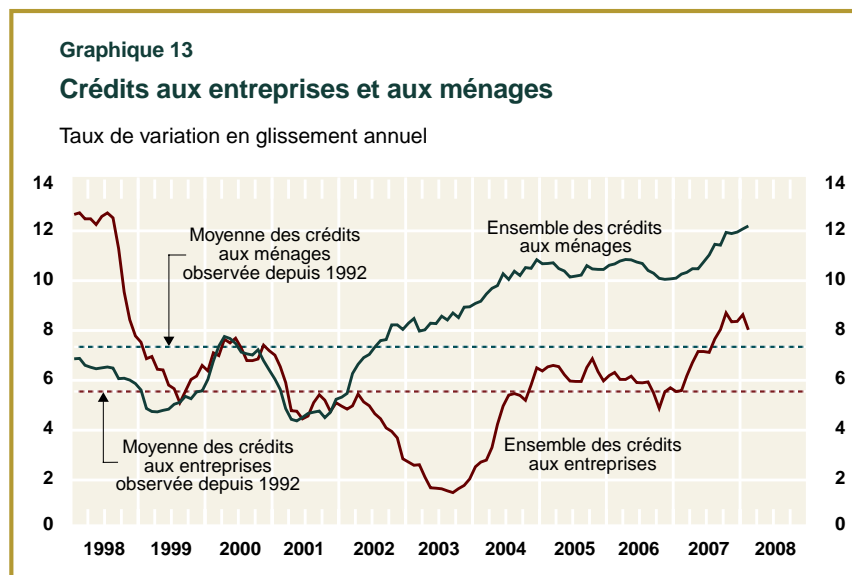
7. L'élargissement des écarts de taux par rapport au taux du financement à un jour sous-estime le creusement des écarts de crédit, car il ne tient pas compte des attentes du marché concernant les baisses futures du taux du financement à un jour. Entre août 2007 et le 21 avril, les écarts de taux relatifs au financement à court terme pour les banques ont augmenté de quelque 50 points de base par rapport au taux attendu du financement à un jour, et les écarts de taux liés à l'emprunt à taux fixe à 5 ans converti en emprunt à taux variable ont crû d'environ 150 points de base.



évolution tient en partie au fait que le financement bancaire tend à remplacer le financement sur les marchés dans le contexte de turbulence actuel.

L'écart de taux entre le coût des emprunts des ménages et le taux du financement à un jour est aussi demeuré élevé, et au 21 avril, on l'estime à quelque 50 points de base de plus que l'été dernier. Toutefois, les conditions d'octroi des prêts aux ménages ne se sont pas resserrées et le coût de ces emprunts a baissé

La croissance des crédits aux ménages et aux entreprises demeure vigoureuse.

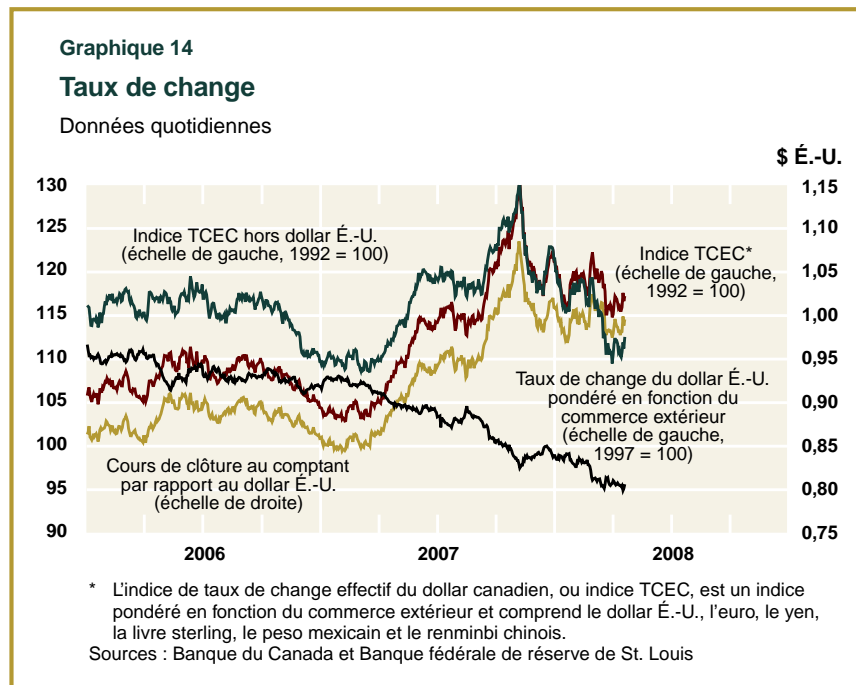


compte tenu de la réduction du taux du financement à un jour. La croissance des crédits aux ménages demeure vigoureuse, malgré un certain ralentissement observé jusqu'à maintenant en 2008. Le dynamisme persistant de la demande de crédit des ménages s'explique par l'expansion robuste de l'emploi, la progression soutenue des salaires, la hausse de la valeur nette des propriétés et la diminution des coûts d'emprunt effectifs.

Les taux de change

Le dollar canadien a évolué dernièrement à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97 à 100 cents É.-U.

Depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, le taux de change du dollar canadien s'est établi en moyenne à 100 cents É.-U. mais, dernièrement, le dollar a évolué à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97 à 100 cents É.-U. (Graphique 14). Les cours élevés de l'énergie et des métaux continuent à soutenir la monnaie. Si l'écart observé entre les taux directeurs canadien et américain s'est creusé depuis janvier, l'écart prévu d'ici le troisième trimestre de 2008 s'est rétréci, ce qui exerce une légère pression baissière sur le dollar canadien. L'indice TCEC hors dollar É.-U., pondéré en fonction des échanges commerciaux, a reculé de quelque 4,2 % depuis janvier, sous l'effet de la vigueur de l'euro et du yen ainsi que des préoccupations concernant les répercussions négatives du ralentissement de l'économie américaine sur l'économie canadienne.



4. LES PERSPECTIVES

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne pour la période se terminant à la fin de 2010 ont été revues à la baisse par rapport à celles exposées dans la *Mise à jour* de janvier, pour tenir compte des retombées du ralentissement des économies américaine et mondiale et du resserrement des conditions de crédit attribuable à la persistance de tensions sur les marchés financiers. Le scénario de référence se fonde sur plusieurs hypothèses clés. Premièrement, la Banque suppose que le taux de change du dollar canadien se situera en moyenne à 98 cents É.-U., soit à l'intérieur de la fourchette dans laquelle il a oscillé récemment. Deuxièmement, elle fait l'hypothèse que les prix de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme. Troisièmement, il est présumé que le durcissement des conditions de crédit à l'échelle mondiale se poursuivra jusqu'en 2009. Quatrièmement, la Banque postule que le taux de croissance de la production potentielle s'établira à 2,8 % en 2008, à 2,7 % en 2009 et à 2,6 % en 2010⁸. Enfin, le scénario de référence table sur une correction graduelle et ordonnée des déséquilibres mondiaux.

La conjoncture internationale

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer considérablement en 2008 et 2009 (Tableau 1), en raison de l'accentuation du ralentissement de l'économie américaine et de son incidence sur les autres économies, en particulier celles des grands pays industrialisés. L'économie mondiale devrait reprendre de la vigueur en 2010, à mesure que les turbulences des marchés du crédit se dissiperont, que les marchés de l'habitation se stabiliseront aux États-Unis et en Europe, et que la demande intérieure se renforcera et que l'offre excédentaire diminuera au sein des économies.

La Banque s'attend maintenant à ce que le PIB américain recule faiblement au premier semestre de 2008, avant que la croissance ne reprenne progressivement jusqu'à la fin de 2009. La demande intérieure aux États-Unis devrait rester faible au cours de la prochaine année, sous l'effet de la baisse de l'emploi, de la flambée des prix de l'essence, de la dégradation de la confiance des consommateurs, d'un nouveau repli dans le secteur de l'habitation et du resserrement des conditions de crédit. Dans le cas du

On s'attend à ce que l'économie mondiale ralentisse considérablement en 2008 et 2009.

La demande intérieure des États-Unis devrait demeurer faible au cours de la prochaine année.

8. Compte tenu des tendances démographiques, on prévoit encore que la croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre diminuera d'environ 0,1 point de pourcentage par année en 2009 et en 2010. Bien que les chiffres respectifs de cette croissance et de la croissance tendancielle de la productivité du travail diffèrent de ceux que la Banque a utilisés pour établir le taux d'augmentation postulé de la production potentielle, la combinaison des deux chiffres aboutit à une valeur assez proche du taux pris pour hypothèse.

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

- 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, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008
- b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour de janvier 2008 du Rapport sur la politique monétaire*. À noter que les taux projetés ont été corrigés pour tenir compte de nouvelles estimations des parités des pouvoirs d'achat.
- 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

logement, la chute du niveau de l'activité et des prix devrait se poursuivre jusqu'au deuxième semestre de 2009. On prévoit maintenant que l'élargissement des écarts de crédit, la raréfaction du financement et le durcissement des conditions de prêt persisteront tout au long de 2008, avant de s'estomper graduellement en 2009. En 2010, alors que le marché du logement se stabilisera, que la forte aversion pour le risque se résorbera et que les institutions financières amélioreront leurs positions de trésorerie, les conditions de crédit reviendront vraisemblablement à des niveaux plus normaux.

La dépréciation du dollar américain contribuera à renforcer les exportations.

Plusieurs facteurs compensent en partie la faiblesse de l'économie américaine en 2008 et contribueront à la reprise de l'activité en 2009 et 2010. Premièrement, la politique monétaire a été considérablement assouplie ces derniers mois, si bien qu'elle soutiendra dans une certaine mesure la demande intérieure. Deuxièmement, l'effet cumulatif de la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar américain, conjugué à une robuste croissance économique dans le reste du monde, aidera à renforcer les exportations. Troisièmement, l'assouplissement des conditions de crédit et l'élimination progressive du stock de logements excédentaires favoriseront une reprise de la croissance durant la deuxième moitié de la période de projection. Enfin, le programme de relance budgétaire du gouvernement américain devrait stimuler temporairement l'activité économique au milieu de 2008.

Compte tenu de la détérioration des perspectives d'évolution du PIB américain et du resserrement des conditions de crédit, les taux d'expansion du PIB en Europe et au Japon ont été révisés à la baisse pour 2008 et 2009, mais on s'attend à ce qu'ils dépassent légèrement le rythme d'accroissement de la production potentielle en 2010.

L'expansion devrait demeurer forte en Chine et dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie. Toutefois, elle ralentira sans doute à l'horizon projeté, à cause de l'essoufflement de la demande aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés ainsi que du resserrement de la politique monétaire nécessaire pour contenir la montée des pressions inflationnistes.

Les prix des produits de base non énergétiques sont plus élevés à court terme qu'on ne l'entrevoit en janvier, mais on prévoit qu'ils diminueront de quelque 15 % d'ici la fin de 2010. L'offre de ces produits devrait graduellement s'ajuster, à mesure que les capacités de production s'amplifieront et que la baisse des approvisionnements due aux mauvaises conditions météorologiques se résorbera. En outre, la demande mondiale de produits de base fléchira vraisemblablement, dans la foulée du ralentissement de la croissance à l'échelle du globe.

Les cours à terme du pétrole brut sont eux aussi supérieurs à ce qu'ils étaient lors de la publication de la *Mise à jour* de janvier (Graphique 15). À en juger par les cours à terme enregistrés durant la période de 10 jours terminée le 18 avril, le prix du baril de brut devrait chuter d'environ 10 % par rapport à son niveau actuel d'un peu plus de 112 dollars É.-U. et s'établir aux alentours de 102 dollars É.-U. en 2010. Les cours à terme du gaz naturel dépassent également un peu ceux observés en janvier.

La demande et l'offre globales au Canada

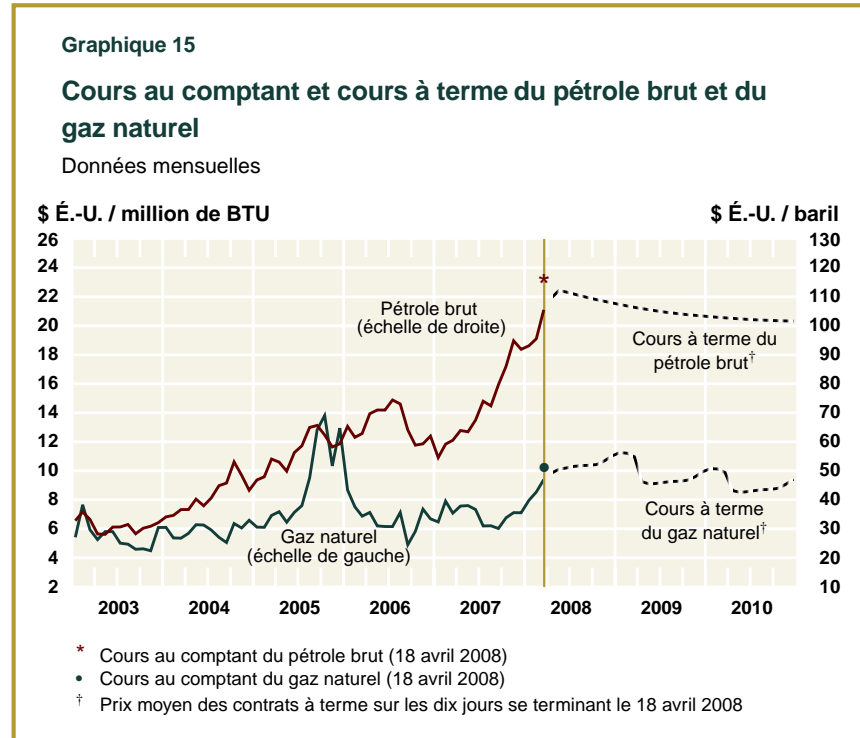
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne ont été directement touchées par la révision à la baisse des taux d'activité anticipés aux États-Unis et par les tensions auxquelles sont encore soumis les marchés du crédit, alors que les institutions réduisent leur levier d'endettement et réévaluent les risques. Si les conditions du crédit octroyé aux ménages et aux entreprises se sont resserrées, les taux pratiqués ne reflètent pas en entier la hausse des primes payées par les banques pour lever des capitaux sur les marchés. On suppose que ces primes plus élevées seront répercutées sur les emprunteurs et que le durcissement des conditions de prêt persistera jusqu'à la fin de 2008. Les primes de crédit devraient ensuite diminuer progressivement en 2009 et se stabiliser, en 2010, à 25 points de base au-dessus du niveau où elles se situaient avant la période d'agitation.

La croissance du PIB en Europe et au Japon ralentira sans doute plus qu'on ne l'avait d'abord escompté.

On prévoit que les prix des produits de base non énergétiques reculeront d'environ 15 % au cours de la période de projection.

Les cours à terme du pétrole laissent présager que le prix de l'or noir se repliera pour s'établir à environ 102 dollars É.-U. le baril d'ici 2010.

L'économie canadienne devrait croître de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.



Dans son scénario de référence pour 2008 et 2009, la Banque entrevoit maintenant un rythme d'expansion moins rapide de l'économie canadienne que celui envisagé dans la *Mise à jour* de janvier (Tableau 2). En moyenne annuelle, l'économie devrait progresser de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010 (Graphique 16).

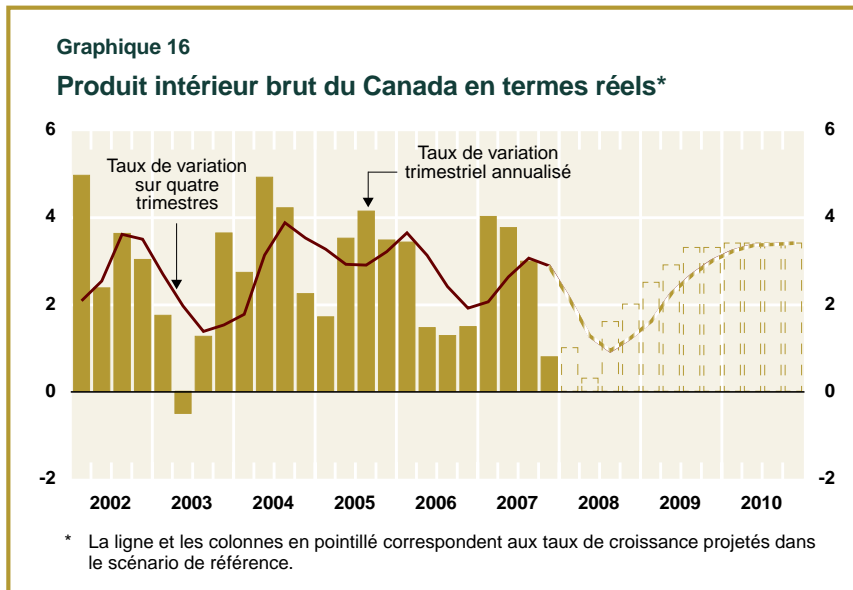
On s'attend à une lente reprise de la progression des exportations canadiennes à compter du milieu de 2008.

Le ralentissement de l'activité au Canada en 2008 résulte principalement du recul supplémentaire qu'accusent les exportations au premier semestre, en raison de l'atonie de la demande américaine et de l'appréciation passée du dollar canadien. Si un redressement des exportations est attendu au deuxième semestre de l'année, un essor notable de celles-ci n'est pas à prévoir avant 2010, vu le caractère graduel du raffermissement de la demande aux États-Unis.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|------------|
| Consommation | 2,6 (2,2) | 2,5 (2,2) | 2,3 (2,4) | 2,3 |
| Logement | 0,2 (0,2) | 0,1 (-0,1) | -0,1 (0) | -0,1 |
| Administrations publiques | 0,8 (0,6) | 0,9 (0,7) | 0,6 (0,6) | 0,6 |
| Investissements fixes des entreprises | 0,6 (0,6) | 0,4 (0,5) | 0,4 (0,5) | 0,4 |
| <i>Total partiel : demande intérieure finale</i> | <i>4,2 (3,6)</i> | <i>3,9 (3,3)</i> | <i>3,2 (3,5)</i> | <i>3,2</i> |
| Exportations | 0,4 (0,6) | -1,3 (-0,1) | 0,1 (0,4) | 1,2 |
| Importations | -1,9 (-1,7) | -1,1 (-1,3) | -0,9 (-1,1) | -1,1 |
| <i>Total partiel : exportations nettes</i> | <i>-1,5 (-1,1)</i> | <i>-2,4 (-1,4)</i> | <i>-0,8 (-0,7)</i> | <i>0,1</i> |
| Stocks | 0 (0,1) | -0,1 (-0,1) | 0 (0) | 0 |
| PIB | 2,7 (2,6) | 1,4 (1,8) | 2,4 (2,8) | 3,3 |

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier.

La progression des importations devant demeurer forte, les exportations nettes modéreront davantage la croissance globale en 2008 qu'on ne l'anticipait en janvier.



La croissance de la demande intérieure finale au Canada devrait soutenir de façon importante l'expansion de l'économie.

La croissance de la demande intérieure finale au Canada devrait soutenir de façon importante l'expansion de l'économie. La Banque s'attend à ce que la croissance des dépenses de consommation demeure vigoureuse au premier semestre de 2008, puis ralentisse un peu durant le reste de la période de projection. Les gains solides anticipés se fondent sur une montée continue du revenu disponible réel et de l'avoir net des ménages, ainsi que sur le degré de détente monétaire en place; la progression des dépenses de consommation sera cependant légèrement freinée par les effets qu'aura la réduction de la croissance aux États-Unis sur le revenu réel, l'avoir net et la confiance des ménages. Après avoir atteint un très haut niveau l'an dernier, les investissements dans le secteur du logement devraient reculer de façon modeste au cours de la période de projection (Note technique 3). Le resserrement des conditions de crédit au Canada devrait également avoir un faible effet modérateur sur la progression des dépenses des ménages, mais celui-ci devrait être largement dissipé d'ici 2010.

La croissance des investissements des entreprises, qui avait été très vive en 2007, devrait fléchir pendant la période de projection à cause de l'essoufflement de l'économie mondiale, du durcissement des conditions de crédit et de l'incertitude accrue engendrée par les turbulences des marchés financiers. Elle devrait néanmoins demeurer robuste dans l'ensemble, compte tenu des projets déjà lancés, des niveaux toujours élevés des prix des produits de base, de la forte rentabilité des entreprises et de la solidité des bilans ainsi que de la baisse des prix des machines et du matériel importés.

Le rythme d'accroissement réel des dépenses publiques en biens et services devrait décélérer et s'établir en moyenne tout juste au-dessus de 3 % jusqu'en 2010.

L'économie canadienne devrait afficher une offre légèrement excédentaire du deuxième trimestre de 2008 jusqu'au milieu de 2010.

La faiblesse de la croissance à court terme entraînera l'apparition d'une offre excédentaire au sein de l'économie canadienne au second trimestre de 2008. La Banque prévoit que la marge de capacités inutilisées continuera d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Selon le scénario de référence, le degré de détente monétaire en place — lequel devrait s'accroître d'ici la fin de l'année —, le redressement graduel de l'économie américaine et le retour à la normale, à plus ou moins brève échéance, des conditions de crédit au Canada et ailleurs dans le monde contribuent tous à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales vers le milieu de 2010.

Note technique 3

L'évolution récente des prix des maisons

Le marché canadien du logement est demeuré robuste au cours des 18 derniers mois, et les prix des maisons ont continué d'augmenter, quoique à une cadence moins rapide¹. Il n'en a pas été de même aux États-Unis, où ils ont diminué de façon constante pendant la même période. Le rythme de croissance des prix des maisons au Canada devrait ralentir encore un peu au cours de la prochaine année.

Le mouvement à la hausse des prix des habitations observé au pays ces dernières années s'explique en grande partie par : l'accroissement des revenus lié au dynamisme de l'emploi; la montée des cours des matières premières; le niveau relativement bas des taux d'intérêt; et l'augmentation des coûts de construction. L'apparition depuis 2006 de plusieurs innovations dans le domaine des produits hypothécaires (prêts amortis sur une plus longue période, prêts sans mise de fonds, prêts assurés accordés aux emprunteurs relevant de la catégorie « Alt-A », etc.) a aussi accentué la pression de la demande sur le marché du logement². Une proportion non négligeable des prêts hypothécaires récemment accordés sont assortis de caractéristiques de ce genre.

Le marché canadien des prêts hypothécaires à risque reste cependant limité. Il représente en effet moins de 5 % du marché hypothécaire résidentiel et n'a pas été en butte aux excès que l'on a constatés chez nos voisins du sud.

On s'attend à ce que le rythme d'augmentation des prix des maisons ralentisse encore au Canada au cours de l'année à venir. La construction de logements demeure élevée et l'offre a progressé sur le marché de la revente. La demande devrait fléchir compte tenu de la détérioration de l'abordabilité des maisons et du tassement attendu de la croissance économique. Un renversement généralisé des prix des maisons est néanmoins peu probable, car il y a peu d'indications d'un excédent de l'offre³ : la proportion des logements récemment achevés et restés inoccupés demeure inférieure à la moyenne historique et se situe bien au-dessous des niveaux atteints au début des années 1990 dans la plupart des villes canadiennes.

Dans les deux dernières livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*, on indiquait que le renchérissement des maisons avait contribué de façon importante à la hausse des dépenses réelles des ménages, grâce aux emprunts garantis par la valeur nette des propriétés⁴. Pour l'avenir, le ralentissement continu de la progression des prix des maisons devrait restreindre la contribution de celle-ci à la croissance des dépenses des ménages. Il faudra suivre de près la situation afin de prendre pleinement en compte les facteurs financiers qui influent sur l'activité économique.

1. L'ascension rapide des prix des maisons et la décélération qui a suivi ont été particulièrement marquées en Alberta, dans la foulée du boom pétrolier que connaît la province.

2. On trouvera dans la livraison de juin 2007 de la *Revue du système financier* (p. 23-24) une liste des innovations qui ont vu le jour sur le marché de l'assurance hypothécaire, et dans la livraison de décembre 2007 de cette même revue (Encadré 1, p. 8) une analyse de l'évolution des marchés des prêts hypothécaires à risque.

3. Ce qui n'exclut pas la possibilité de déséquilibres dans certains segments des marchés locaux.

4. Voir la Note technique 2 dans la livraison d'avril 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Les perspectives en matière d'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % en 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra à environ 1,3 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008, à cause surtout des récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles (Tableau 3). Au quatrième trimestre de 2008, ce facteur cessera d'influer sur le calcul du taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice de référence, qui devrait alors remonter aux alentours de 1,7 %. En 2009, l'inflation mesurée par cet indice restera au-dessous de 2 % en raison de la présence d'une offre excédentaire au sein de l'économie. Sous l'effet de la diminution de l'offre excédentaire et de la hausse continue des coûts de la main-d'œuvre et de l'énergie, le taux d'augmentation de l'indice de référence remontera à 2 % en 2010, soit un peu plus tard que la Banque ne l'anticipait dans la *Mise à jour* de janvier.

| | 2007 | 2008 | | | 2009 | | 2010 |
|--|----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|------------|
| | 4 ^e trim. | 1 ^{er} trim. | 2 ^e trim. | 2 ^e sem. | 1 ^{er} sem. | 2 ^e sem. | |
| PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)** | 0,8 (1,5) | 1,0 (0,6) | 0,3 (2,0) | 1,8 (2,3) | 2,7 (3,1) | 3,3 (3,2) | 3,4 |
| PIB réel (taux de variation en glissement annuel) | 2,9 (2,9) | 2,1 (2,2) | 1,3 (1,7) | 1,1 (1,7) | 1,9 (2,5) | 2,8 (3,1) | 3,3 |
| Indice de référence (taux de variation en glissement annuel) | 1,6 (1,6) | 1,4 (1,4) | 1,3 (1,3) | 1,5 (1,6) | 1,7 (1,9) | 1,8 (2,0) | 2,0 |
| IPC global (taux de variation en glissement annuel) | 2,4 (2,4) | 1,8 (1,7) | 1,7 (1,4) | 1,9 (1,5) | 1,8 (1,9) | 1,8 (2,0) | 2,0 |
| IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel) | 2,4 (2,4) | 2,4 (2,2) | 2,2 (1,9) | 2,4 (2,0) | 1,8 (1,9) | 1,8 (2,0) | 2,0 |
| WTI*** (niveau) | 91 (91) | 98 (93) | 111 (92) | 109 (90) | 106 (89) | 104 (87) | 102 |

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

*** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 avril 2008.

Les prévisions relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global reflètent la trajectoire révisée de l'inflation mesurée par l'indice de référence, les prix attendus de l'énergie d'après les cours actuels des contrats à terme ainsi que l'incidence des modifications passées des impôts indirects. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être plus élevée en 2008 que ce qu'on entrevoyait en janvier, compte tenu de la hausse des cours à terme du pétrole brut. La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global, hors effet des modifications récentes des impôts indirects, s'établisse en moyenne juste au-dessous de 2,5 % durant le reste de 2008 et qu'il revienne un peu en deçà de 2 % au début de 2009, avant de remonter à la cible en 2010.

Le taux d'accroissement de l'IPC global, hors effet des modifications des impôts indirects, devrait s'établir en moyenne au-dessus de 2 % durant le reste de 2008.

Les risques pesant sur les perspectives

Un certain nombre de risques entourent la projection de la Banque au sujet de l'inflation au Canada. En ce qui a trait aux économies américaine et mondiale, les risques planant sur la réalisation du scénario de référence sont jugés équilibrés.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande intérieure s'avère plus vigoureuse que prévu, par suite de nouvelles améliorations des termes de l'échange et de solides gains salariaux réalisés à la faveur de la situation tendue du marché du travail, et qu'elle provoque ainsi une augmentation de l'inflation. Vu la faiblesse persistante de la croissance de la productivité du travail au Canada, le taux d'accroissement de la production potentielle pourrait également être inférieur aux hypothèses, ce qui pourrait amplifier les pressions haussières sur l'inflation. Si, en outre, la demande de produits de base dans les marchés émergents demeure robuste et que l'offre mondiale peine à suivre, il se peut que les pressions à la hausse s'accroissent sur les prix de bon nombre de matières premières.

Un autre risque à la hausse réside dans les tensions inflationnistes que l'on observe à l'échelle mondiale. Celles-ci pourraient se propager au Canada par le biais d'une montée du coût des importations et ainsi tirer l'inflation vers le haut.

Pour ce qui est des risques à la baisse, une croissance anémique aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base que celui envisagé dans le scénario de référence. Il en résulterait un ralentissement de la progression des revenus réels et de la demande intérieure au Canada, ce qui tendrait à faire diminuer l'inflation.

En outre, il est possible que les banques et les entreprises canadiennes aient plus de mal à lever des capitaux sur les marchés que la Banque le suppose dans son scénario, de sorte qu'il deviendrait plus difficile et coûteux d'emprunter pour financer des dépenses d'investissement ou de consommation.

Il existe également un risque que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte que prévu sur le prix des biens compris dans l'indice de référence. L'intensification de la concurrence, dont les effets se sont surtout fait sentir sur les prix des véhicules automobiles, pourrait s'étendre à d'autres secteurs.

Tout compte fait, les risques pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation paraissent équilibrés.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca