



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 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

— Octobre 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.*

L'économie mondiale traverse actuellement une période difficile. [...] plusieurs dogmes financiers ont été ébranlés. [...] Il y a toutefois une constante sur laquelle les Canadiens peuvent compter. La Banque s'attachera à poursuivre sans relâche ses efforts afin d'accomplir le mandat qui lui a été confié sur le plan de la politique monétaire, à savoir maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. [...] C'est encore de cette manière que la politique monétaire peut le mieux contribuer à une croissance soutenue.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
25 septembre 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
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	13
L'inflation et la cible de 2 %	17
3. L'évolution financière	20
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux	20
Initiatives récentes des pouvoirs publics	20
Les conditions du crédit au Canada	23
Les taux de change	25
4. Les perspectives	27
La conjoncture internationale	27
La demande et l'offre globales au Canada	30
La projection en matière d'inflation	35
Les risques entourant la projection	36
Notes techniques	
1. Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle	14
2. Le secteur canadien du logement	33

1. VUE D'ENSEMBLE

Trois grands facteurs mondiaux interreliés exercent une influence marquée sur l'économie canadienne et rendent les perspectives plus incertaines qu'au moment de la publication de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* en juillet. D'abord et avant tout, l'intensification de la crise financière internationale ces dernières semaines s'est traduite par de graves tensions sur les marchés mondiaux de la monnaie et du crédit ainsi que par des chutes brutales et une extrême volatilité sur les marchés boursiers à l'échelle du globe. La nécessité connexe pour le secteur bancaire mondial de continuer à réduire son ratio de levier financier contribuera à restreindre la croissance pendant un certain temps. Ensuite, de plus en plus d'indices montrent que l'économie mondiale se dirige vers une légère récession, provoquée par une économie américaine elle-même déjà en récession et qui ne devrait connaître qu'une reprise modeste au cours de 2009. Enfin, les prix de nombreux produits de base ont fortement reculé depuis la parution de la *Mise à jour*. Ces facteurs ont eu pour effet de réduire les pressions inflationnistes dans le monde.

Face à la crise financière internationale, les décideurs publics de grandes économies ont pris plusieurs mesures extraordinaires afin d'assurer un apport en liquidités aux marchés, de reconstituer le capital de leur secteur bancaire et de rétablir les flux de crédit. Conformément au plan d'action des pays membres du G7, ces initiatives ont diminué le risque d'une nette aggravation de la situation au sein du système financier mondial, et l'économie du Canada et son système financier robuste en profiteront directement. Quoi qu'il en soit, la réduction du ratio de levier financier du système financier mondial ne se fera pas du jour au lendemain et se traduira par un resserrement des conditions du crédit plus important et persistant que ce à quoi on s'attendait en juillet.

Compte tenu de cette évolution, la projection concernant l'économie canadienne pour 2008 et 2009 a été fortement révisée à la baisse. Toutefois, l'incertitude entourant le scénario de référence de la Banque en ce qui a trait à la croissance et à l'inflation au Canada est beaucoup plus grande qu'à la normale étant donné l'agitation qui règne sur les marchés financiers internationaux et la décélération rapide de la croissance mondiale. L'assombrissement des perspectives d'évolution de la demande à l'échelle du globe accentuera l'effet modérateur qu'exercent actuellement les exportations sur l'économie canadienne. La baisse des prix des produits de base, qui donnera lieu à une détérioration des termes de

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 octobre 2008.

l'échange du pays et ralentira la progression de la demande intérieure, entraînera aussi une dégradation des perspectives. Le resserrement considérable des conditions du crédit au Canada ces dernières semaines freinera les investissements des entreprises et les investissements dans le secteur du logement. En conséquence, l'activité économique au Canada devrait rester anémique jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009, puis s'accélérer durant le reste de l'année et dépasser la croissance du potentiel en 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions du crédit, des effets retardés des mesures de politique monétaire et du raffermissement de l'expansion à l'échelle du globe. La dépréciation importante du dollar canadien survenue récemment contribuera également à compenser de façon notable les effets de l'affaiblissement de la demande mondiale et du recul des cours des produits de base. Dans l'ensemble, la Banque projette une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

La croissance de la production potentielle a été plus lente que ce à quoi on s'attendait précédemment, en raison d'une faible progression de la productivité, qui n'a été que partiellement compensée par une hausse plus marquée qu'escompté de l'offre de main-d'œuvre. La Banque a corrigé à la baisse son estimation du rythme d'expansion de la production potentielle à 2,3 % en 2008, et envisage un passage graduel à 2,5 % d'ici 2010.

On juge qu'une légère offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008. Cette offre excédentaire devrait augmenter jusqu'à la fin de 2009, et on ne s'attend pas à ce qu'elle soit entièrement éliminée avant le début de 2011. Compte tenu des capacités inutilisées grandissantes dans l'économie et de la diminution attendue des prix des produits de base, les pressions inflationnistes au Canada devraient s'atténuer considérablement par rapport à ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait demeurer sous les 2 % jusqu'à la fin de 2010. Dans l'hypothèse où les cours du pétrole fluctuent à l'intérieur d'une fourchette allant de 81 à 88 \$ É.-U. le baril, ce qui est conforme aux cours récents des contrats à terme, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait culminer au troisième trimestre de 2008 et glisser sous 1 % au milieu de 2009, avant de retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Face à la diminution des pressions inflationnistes, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 8 octobre, prenant ainsi part à une action concertée avec d'autres grandes banques centrales. Cette mesure exceptionnelle, conjuguée à une diminution de 25 points de base le 21 octobre, porte la réduction cumulative de la cible pour le taux du financement à un jour à 75 points de base depuis la dernière date d'annonce préétablie de la Banque. Ces actions procureront un soutien important et à point nommé à l'économie canadienne. La baisse cumulative du taux directeur de la Banque depuis le début de décembre 2007 se chiffre maintenant à 225 points de base. À la lumière des nouvelles perspectives, il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient compte maintenant de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise. L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection liée à l'inflation.

En octobre, la Banque a abaissé son taux directeur de 75 points de base et a déclaré que, à la lumière des nouvelles perspectives, il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

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

La conjoncture internationale

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession.

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession. Cette évolution est attribuable en bonne partie aux bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux qui ont entraîné un durcissement des conditions du crédit, ainsi qu'à la flambée des cours des produits de base à l'échelle du globe au premier semestre de 2008. Le ralentissement a débuté aux États-Unis, où les problèmes liés au marché des prêts hypothécaires à risque de ce pays et la chute des prix des maisons se sont propagés plus largement à la consommation et à l'investissement. La croissance décélère en Europe et au Japon et, dans une moindre mesure, dans les pays émergents, à mesure que s'affirment l'incidence du resserrement des conditions du crédit de par le monde sur l'activité économique et l'effet de rétroaction négatif qui lui est associé. Jusqu'à récemment, l'inflation augmentait dans de nombreux pays, en particulier dans les économies à marché émergent, où les aliments constituent un élément important du panier de consommation. Vu le repli marqué des cours mondiaux de l'énergie et des aliments observé récemment, la hausse des prix à la consommation sur le plan international a vraisemblablement culminé durant le troisième trimestre.

Les stocks excédentaires dans le secteur du logement, l'accessibilité réduite aux crédits hypothécaires et le durcissement des critères d'octroi de prêts continuent d'inhiber les investissements dans le logement aux États-Unis.

Bien que, au deuxième trimestre de 2008, la croissance économique aux États-Unis ait dépassé les prévisions — l'incidence du programme de relance budgétaire du gouvernement américain s'étant fait sentir plus tôt qu'on ne s'y attendait —, l'activité semble maintenant ralentir beaucoup plus rapidement qu'escompté. La forte correction en cours dans le secteur du logement exerce encore un effet modérateur considérable sur la croissance, du fait que les stocks excédentaires, l'accessibilité réduite aux crédits hypothécaires et le durcissement des critères d'octroi de prêts continuent d'inhiber les investissements dans le logement. La consommation des ménages s'avère elle aussi anémique à cause du resserrement des conditions du crédit, de la chute des prix de l'immobilier et des cours boursiers, du recul de l'emploi ainsi que des prix élevés de l'énergie et des aliments. Face à la faiblesse de la demande intérieure, à l'incertitude accrue entourant les perspectives et aux conditions défavorables du crédit, les investissements des entreprises stagnent.

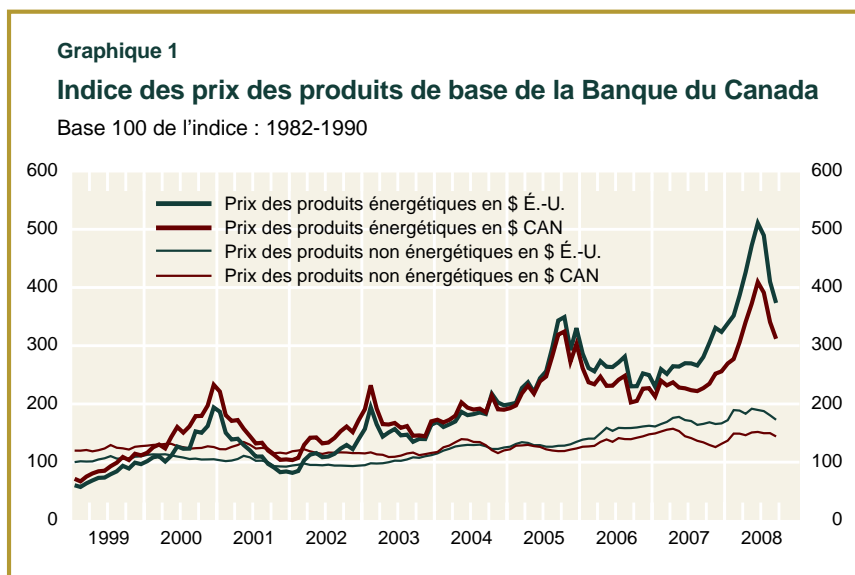
Selon les indicateurs récents, la croissance du PIB réel tomberait au point mort au Japon et en Europe au second semestre de 2008. Les exportations ont été bridées par l'appréciation passée du

yen et de l'euro, de même que par le fléchissement de la demande en provenance des principaux partenaires commerciaux. Les niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole enregistrés pendant la majeure partie de 2007 et de 2008 ont également pesé sur les dépenses des ménages et des entreprises. En Europe, l'atonie de la demande intérieure a été accentuée par le durcissement des conditions du crédit et les corrections qui se sont opérées sur le marché du logement dans certains pays.

Dans les économies nouvellement industrialisées et à marché émergent, l'expansion s'est aussi modérée, en raison surtout du ralentissement de la demande extérieure. La croissance globale a néanmoins été soutenue par la forte demande intérieure dans ces pays, ceux-ci ayant jusqu'ici été touchés moins directement par les turbulences financières internationales. La cherté des produits de base au premier semestre de l'année a freiné la demande intérieure des pays importateurs de ces produits, mais a fait bondir les revenus et stimulé la demande intérieure des pays exportateurs de matières premières.

Les cours des matières premières, en particulier ceux de l'énergie, ont considérablement reculé depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, ce qui est largement imputable à la diminution de la demande et à l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale (Graphique 1). Les prix de l'énergie ont été particulièrement volatils et demeurent relativement élevés par rapport à ce que l'on a connu par le passé. Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait les 140 dollars É.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour*

Les cours des produits de base ont considérablement reculé ces derniers mois.



de juillet, s'est chiffré en moyenne à 81 dollars É.-U. durant la période de dix jours terminée le 17 octobre 2008. Les cours du gaz naturel se sont aussi repliés sensiblement, par suite de la hausse de l'offre et de la réduction de la demande due aux températures estivales plutôt modérées enregistrées dans de nombreuses régions d'Amérique du Nord.

Les cours des produits de base non énergétiques, surtout ceux des métaux, ont également fléchi, répondant dans une large mesure à la détérioration des perspectives économiques mondiales. La baisse des prix des céréales et des oléagineux est attribuée à l'effet des conditions météorologiques favorables sur les récoltes.

La demande au Canada

La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année.

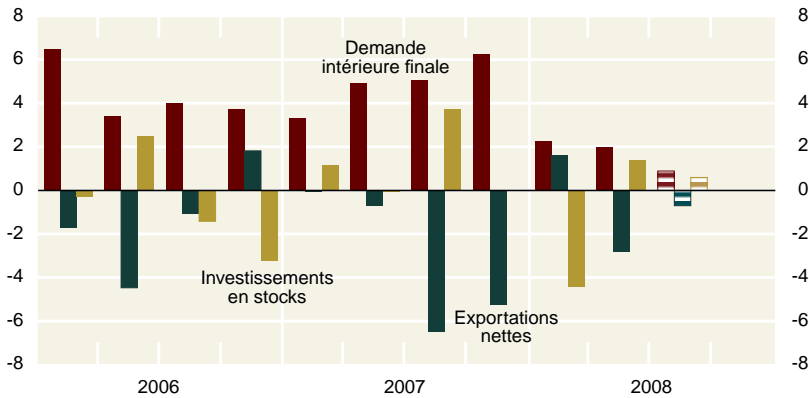
La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année, après une période d'essor exceptionnellement rapide au second semestre de 2007. Le volume des exportations a chuté et l'expansion de la demande intérieure finale a nettement décéléré (Graphique 2). L'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada et les gains connexes au chapitre du revenu intérieur brut réel ont continué de soutenir la demande intérieure (Graphique 3). Toutefois, l'incertitude accrue relative à l'assombrissement des perspectives économiques mondiales, conjuguée à un certain resserrement des conditions du crédit, a tempéré les dépenses des ménages et des entreprises. En outre, les dépenses liées à la demande refoulée de logements et de certains biens de consommation durables semblent s'être achevées en grande partie à la fin de 2007. Les exportations ont poursuivi leur contraction en raison de la diminution des dépenses en automobiles et en machines et matériel aux États-Unis. En conséquence, le niveau du PIB a accusé un recul net au cours du premier semestre de 2008.

Selon les données disponibles pour le troisième trimestre de 2008, la hausse du PIB réel (en rythme annuel) se serait établie aux alentours de 0,8 %. Le taux d'expansion de la demande intérieure finale, notamment les dépenses de consommation, a probablement poursuivi sa décélération à cause du tassement de la croissance du revenu réel et de l'incertitude accrue liée à la crise des marchés financiers et à la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis. On s'attend à ce que les exportations aient encore chuté.

Graphique 2

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)

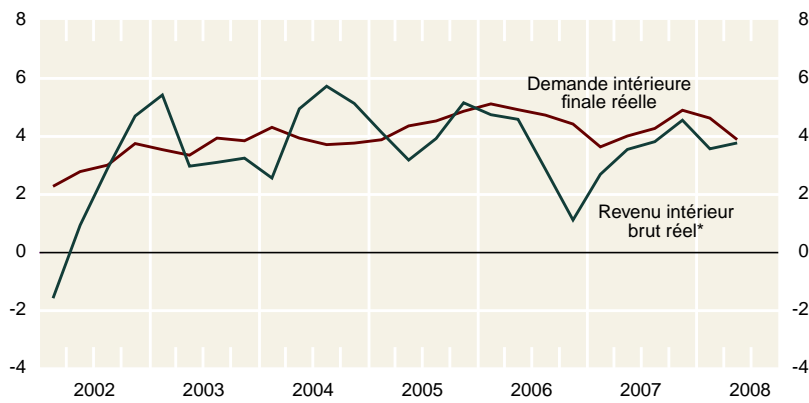


Nota : Les chiffres du PIB pour le troisième trimestre de 2008 sont une estimation de la Banque fondée sur les plus récentes données disponibles.

Graphique 3

Demande intérieure finale réelle et revenu intérieur brut réel

Taux de variation en glissement annuel



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

Source : Calculs de la Banque du Canada fondés sur des renseignements obtenus auprès de Statistique Canada

L'offre au Canada

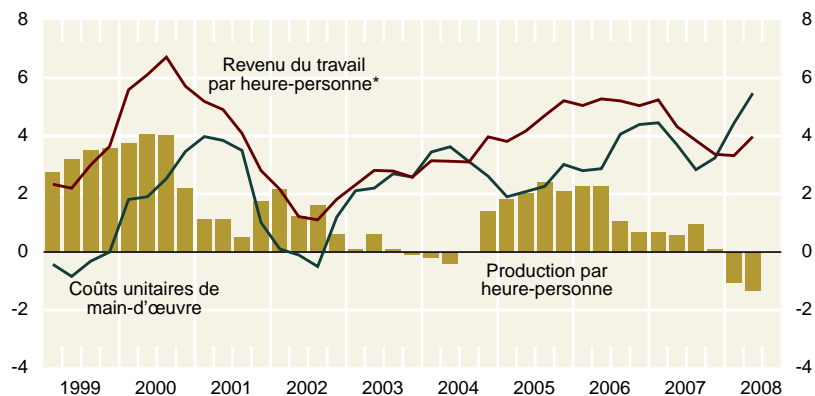
Au premier semestre de 2008, la production potentielle a crû plus lentement qu'on ne l'avait estimé dans les livraisons précédentes du Rapport...

Le risque d'une baisse de la croissance de la production potentielle dont il était question dans les livraisons précédentes du *Rapport* s'est matérialisé. Au premier semestre de 2008, la production potentielle a crû plus lentement qu'on ne l'avait estimé dans les livraisons précédentes du *Rapport* et de la *Mise à jour*, et elle devrait également progresser dans l'avenir immédiat à un rythme inférieur à celui pris pour hypothèse précédemment. L'atonie de l'offre peut s'expliquer par la faible augmentation de la productivité du travail. Dans le secteur des entreprises, celle-ci a effectivement reculé de 1,3 % entre le deuxième trimestre de 2007 et le deuxième trimestre de 2008 (Graphique 4). La croissance tendancielle de la productivité du travail (estimée selon la mesure usuelle de la Banque) s'est récemment approchée de 1,0 %, comparativement au taux de 1,5 % utilisé comme hypothèse dans les projections précédentes de la Banque. Si le ralentissement de l'expansion du PIB réel a sans aucun doute contribué à ce piètre résultat, c'est dans les secteurs aux prises avec d'importantes pénuries de main-d'œuvre, comme ceux de l'extraction minière, pétrolière et gazière et de la construction — qui ont dû recourir à des travailleurs moins qualifiés —, que les récentes baisses de la productivité ont été les plus évidentes. Ces secteurs sont également de ceux qui ont été les plus touchés par la montée tendancielle des prix des produits de base sur les marchés mondiaux ces

Graphique 4

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

dernières années. La hausse tendancielle plus faible qu'escompté de la productivité du travail n'a été que partiellement contrebalancée par celle plus forte que prévu du facteur travail. Après avoir examiné attentivement les perspectives d'évolution de la productivité et du facteur travail, la Banque estime maintenant que la production potentielle croîtra de 2,3 % en 2008, et elle postule une expansion tendancielle de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011, soit des taux moins élevés que ceux pris pour hypothèse antérieurement (voir Note technique 1)¹.

... et les hypothèses concernant l'expansion future de la production potentielle ont été revues à la baisse.

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

Les indicateurs des pressions sur la capacité de l'économie divergent. Plusieurs semblent encore montrer que des pressions d'intensité modeste se sont exercées sur la capacité de production au troisième trimestre de 2008. Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne continuent de faire état de tensions sur la capacité, particulièrement dans l'Ouest du Canada (Graphique 5). Le ratio de l'emploi à la population au troisième trimestre n'a reculé qu'un peu par rapport aux sommets historiques atteints en février et mars, tandis que le taux de chômage a légèrement dépassé le niveau le plus bas en 33 ans qu'il avait enregistré en octobre 2007 ainsi qu'en janvier et février 2008.

D'autres indicateurs donnent à penser qu'une offre excédentaire modeste est apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la Banque, l'économie fonctionnait à un rythme d'environ 0,6 % inférieur à son potentiel au troisième trimestre de 2008 (Graphique 5)². La proportion des firmes ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne s'établissait quelque peu en dessous de la moyenne. Enfin, le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active de Statistique Canada a fléchi depuis le début de l'année (Graphique 6).

1. Dans les rapports précédents, la Banque postulait des taux de croissance de la production potentielle de 2,8 % en 2008, 2,7 % en 2009 et 2,6 % en 2010.

2. Le niveau de l'offre excédentaire au troisième trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, se rapproche de celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. La révision à la baisse du niveau projeté de la production est largement contrebalancée par la légère réduction du niveau estimé de la production potentielle. Selon les estimations révisées de Statistique Canada, la contraction du PIB réel au premier trimestre de 2008 a légèrement dépassé les premières estimations. La croissance s'est également révélée un peu plus faible qu'escompté au deuxième trimestre, et les prévisions de la Banque en ce qui concerne la croissance pour le troisième trimestre ont été revues à la baisse.

Note technique 1

Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle

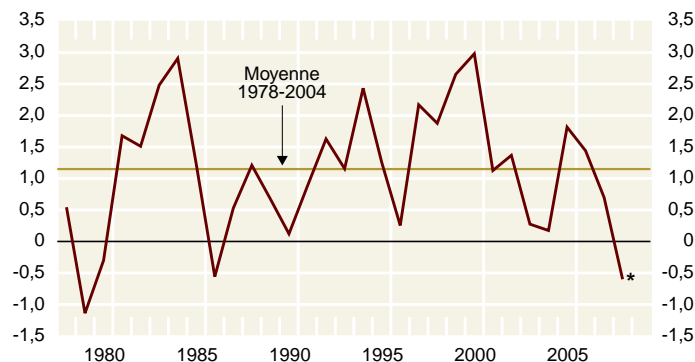
Tous les ans au mois d'octobre, après la publication durant l'été des révisions apportées aux estimations parues dans les comptes nationaux, la Banque réexamine l'hypothèse relative à la progression future de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être directement observée, il faut l'estimer. À cette fin, la Banque utilise des variables observables telles que le taux d'activité, la croissance de la population et de la productivité ainsi que l'inflation des salaires et des prix et se sert des tendances qui ressortent de ces mesures pour établir sa projection du taux de croissance.

Depuis quelque temps déjà, la Banque met en avant le risque que le taux d'augmentation tendanciel de la production potentielle soit inférieur à celui pris pour hypothèse. Les données récentes concernant les deux éléments constitutifs de la production potentielle abondent en ce sens : le taux de croissance de la productivité du travail est demeuré plus faible que prévu, et cette faiblesse n'a été compensée qu'en partie par une progression du facteur travail plus forte qu'on ne s'y attendait.

De 1978 à 2004, période assez longue pour gommer les perturbations cycliques et les irrégularités, la productivité du travail a crû en moyenne de 1,2 % par an dans l'ensemble de l'économie. Récemment, ce taux semble avoir fléchi pour s'établir légèrement au-dessous de 1,0 % — notamment en raison de l'ampleur de l'ajustement structurel en cours dans l'économie et peut-être aussi du fait que, parce qu'elles appréhendaient un renforcement des tensions sur le marché du travail, les entreprises ont embauché de nouveaux travailleurs (Graphique A). Le taux d'augmentation de la productivité globale devrait se redresser à mesure que ces facteurs se dissiperont. Un

Graphique A
Productivité du travail dans l'ensemble de l'économie

Taux de variation en glissement annuel



* Le chiffre indiqué pour 2008 est la moyenne des taux de croissance en glissement annuel des deux premiers trimestres.

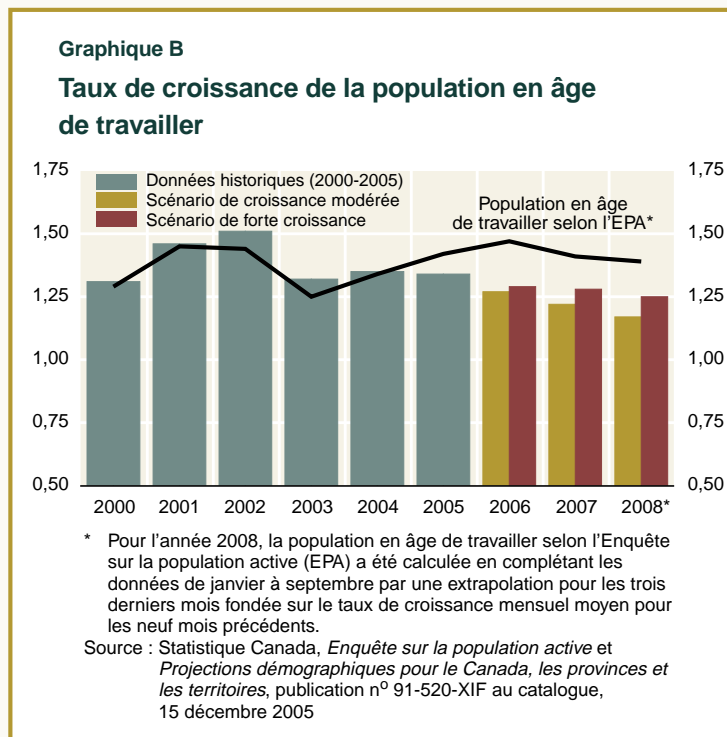
Source : Statistique Canada

Note technique 1
Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel
de la production potentielle (suite)

certain nombre de facteurs de plus long terme devraient aussi stimuler la croissance de la productivité au fil du temps. Par exemple, plusieurs initiatives publiques importantes visant à améliorer la productivité, comme la réduction du taux d'imposition effectif du capital et la promotion du commerce interprovincial, ont été lancées ces dernières années. De leur côté, les entreprises (en particulier celles du secteur tertiaire) prendront probablement des mesures en vue de rapprocher le niveau de productivité global observé au Canada de celui constaté aux États-Unis. On peut raisonnablement penser que, sous l'effet conjugué de ces facteurs de court et de long terme, la croissance tendancielle de la productivité remontera progressivement à 1,2 % au cours des deux prochaines années.

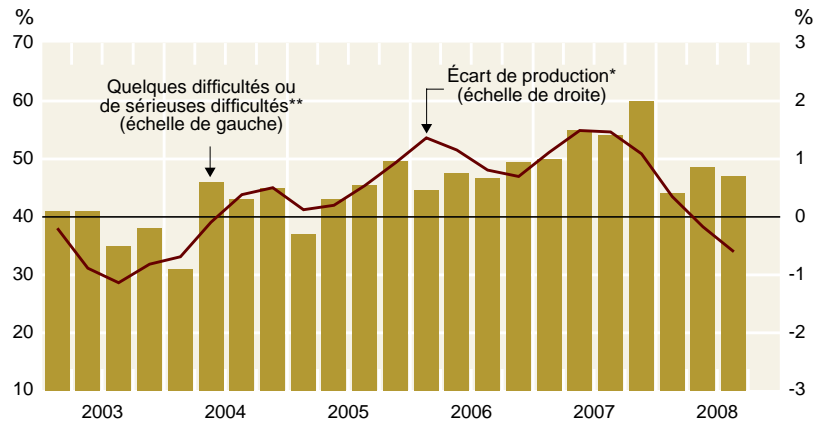
Depuis trois ans, la population en âge de travailler a crû à un rythme qui a dépassé même le scénario démographique le plus optimiste de Statistique Canada. La croissance tendancielle du facteur travail devrait par conséquent demeurer relativement stable à environ 1,25 % par an jusqu'en 2011, au lieu de diminuer graduellement à partir de 2009 (Graphique B). On continue de prévoir qu'une hausse du pourcentage des travailleurs qui prendront leur retraite fera baisser le taux d'emploi global.

Pour établir le taux de croissance de la production potentielle, la Banque combine l'estimation des taux d'augmentation tendanciel de la productivité du travail et du facteur travail. Sur la base des chiffres présentés ci-dessus, elle estime que la production potentielle progressera de 2,3 % en 2008 et postule une hausse de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et en 2011. Il convient de préciser qu'une marge d'incertitude importante entoure ces hypothèses.



Graphique 5

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 troisième trimestre de 2008 se fonde sur une croissance prévue de la production de 0,8 % (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

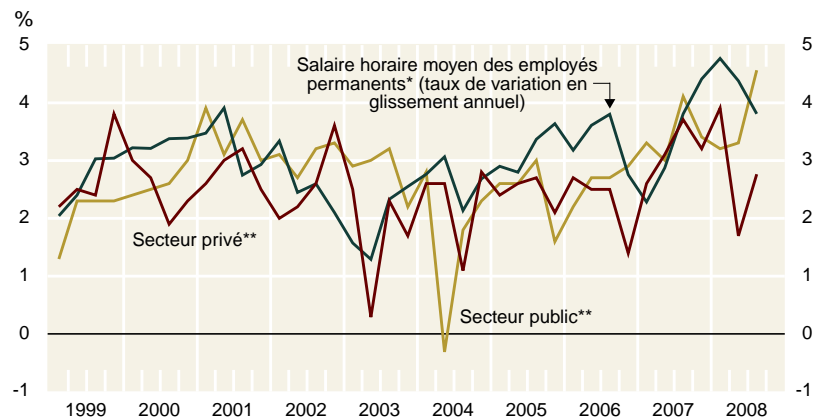
Une offre légèrement excédentaire est apparue au troisième trimestre de 2008.

Après avoir passé en revue les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait près de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2008 et qu'une offre légèrement excédentaire est apparue au troisième trimestre.

Graphique 6

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 juillet et d'août 2008.

L'inflation et la cible de 2 %

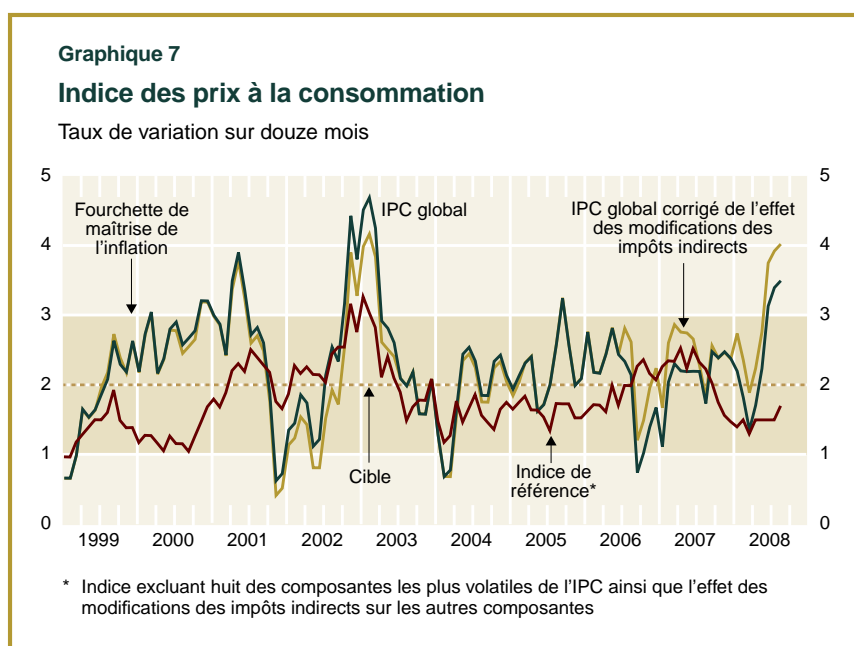
L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada a augmenté, passant de 2,2 % en mai à 3,5 % en août, soit légèrement en deçà des projections exposées dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 7). Cette hausse reflète principalement l'influence de la montée des cours du pétrole brut durant la dernière année et, dans une moindre mesure, l'effet du renchérissement des aliments. Si l'on fait abstraction de l'incidence des modifications des impôts indirects, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 4,0 % en août.

Après s'être située à 1,5 % en moyenne depuis avril dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 % en août³. L'accélération des prix des aliments n'a été compensée que partiellement par l'effet de la décélération des prix des maisons (Graphique 8). Le fait que l'économie fonctionnait à un niveau supérieur à son potentiel depuis un certain temps a permis au taux de variation sur douze mois des prix des services inclus dans l'indice de référence et non liés au logement de rester élevé.

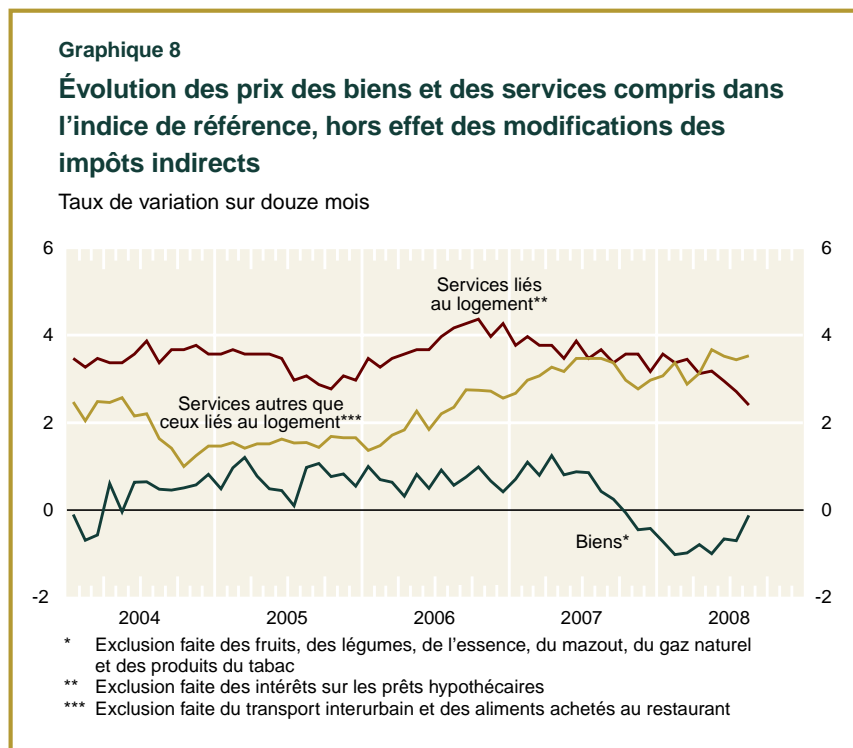
L'indice IPCP, une autre mesure de l'inflation tendancielle (corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects), a

L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada est montée à 3,5 % en août...

... tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 %.



3. 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.



fortement dépassé le taux d'accroissement de l'indice de référence en août, en grande part à cause des hausses substantielles des prix à la consommation de certains produits énergétiques (Graphique 9). Comme les cours de l'énergie ont déjà reculé, il est probable que l'indice IPCP surestime la tendance fondamentale de l'inflation.

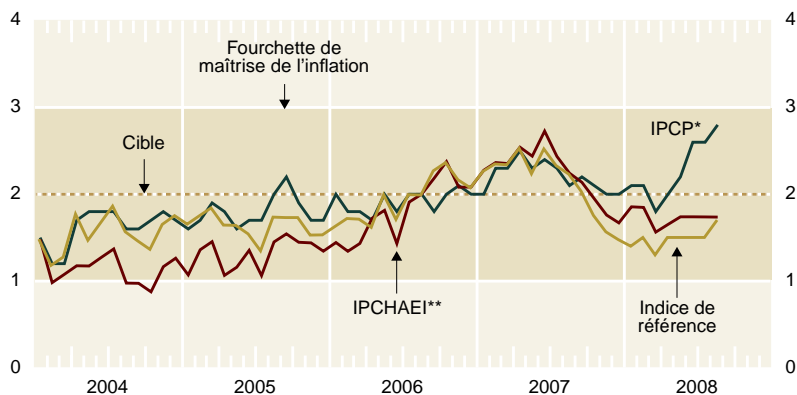
Les attentes d'inflation à l'horizon visé pour la politique monétaire demeurent bien arrimées à la cible de 2 %.

La Banque suit régulièrement divers indicateurs des attentes d'inflation. Alors que ceux qui portent sur les attentes d'inflation à court terme sont pour la plupart demeurés assez hauts, conformément aux perspectives d'évolution à court terme de l'inflation globale, ceux concernant les attentes à plus long terme sont bien ancrés à la cible d'inflation de 2 %. L'indicateur des attentes d'inflation à court terme qui se dégage de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne est resté très élevé : environ le tiers des firmes interrogées pensent que le rythme d'augmentation de l'IPC va dépasser 3 % au cours des deux prochaines années. Selon les prévisions de Consensus Economics, le taux d'accroissement attendu de l'IPC global pour 2009 est de 2,1 %, et les attentes d'inflation à plus long terme continuent d'avoisiner 2 %. Les attentes d'inflation mesurées par l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel sont descendues sous les 2 % ces dernières semaines.

Graphique 9

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 conditions du crédit à l'échelle du globe se sont fortement détériorées ces dernières semaines.

La tourmente financière internationale qui a débuté à la fin de l'été 2007 s'est aggravée ces deux derniers mois et s'est transformée en une crise financière d'une gravité, d'une ampleur et d'une persistance inégalées depuis des décennies. Les faillites ou quasi-faillites de plusieurs grandes institutions financières survenues aux États-Unis et en Europe ont intensifié ces perturbations financières, et l'incertitude quant à l'étendue des pertes additionnelles liées au crédit s'est accrue. Les écarts de crédit ont atteint des niveaux records et le degré d'aversion pour le risque a augmenté de façon abrupte. La conjugaison de la réduction du levier financier et de la baisse du prix des actifs s'est traduite par des conditions financières extrêmement volatiles et difficiles (Graphique 10). La liquidité s'est fortement érodée sur les marchés financiers, les institutions financières devenant de plus en plus réticentes à se consentir des prêts entre elles (Graphique 11). Les problèmes croissants de mobilisation de capitaux et de crédit, l'augmentation du coût des emprunts et leurs effets sur la confiance contribuent grandement au ralentissement de l'économie mondiale.

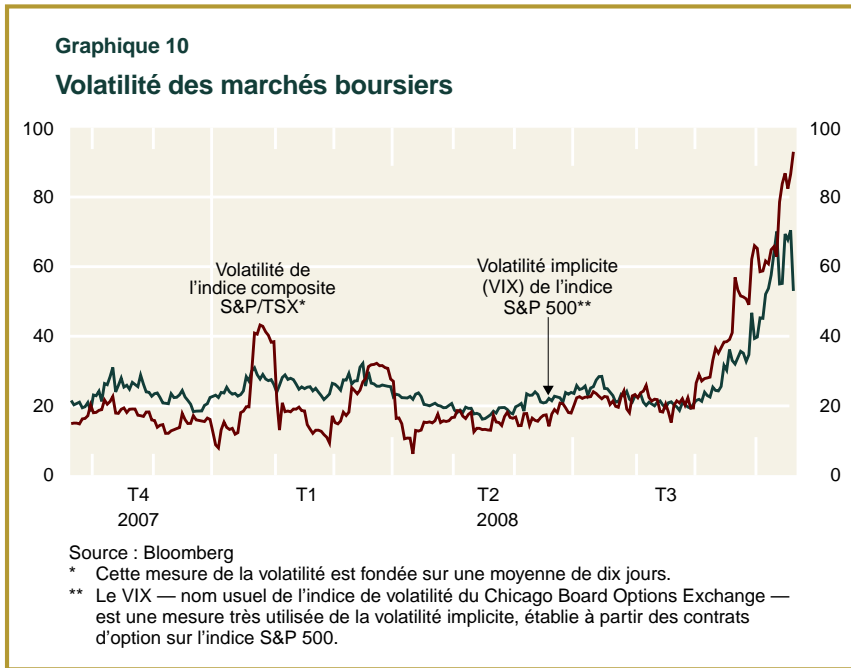
Initiatives récentes des pouvoirs publics

Des mesures extraordinaires ont été prises par les pouvoirs publics pour améliorer le fonctionnement des marchés.

Face à l'intensification de la crise financière, les gouvernements et les banques centrales ont pris une série de mesures inédites afin de stabiliser le système financier et de limiter les répercussions négatives sur l'économie réelle.

Parmi les initiatives prises récemment à l'échelle du globe pour améliorer le fonctionnement des *marchés financiers*, mentionnons l'octroi de liquidités additionnelles importantes à un jour et à plus d'un jour, l'injection de capital dans les institutions financières, la garantie des dépôts et des emprunts bancaires et l'acquisition d'actifs de mauvaise qualité. Ces initiatives visent à réactiver le processus d'intermédiation en favorisant une réduction ordonnée du levier financier au sein du système financier⁴, en raffermissant la capitalisation des institutions financières et en protégeant les intérêts des déposants et d'autres créanciers. Le plan d'action des pays du G7, annoncé le 10 octobre, a fourni une assise aux mesures urgentes et sans précédent mises en œuvre

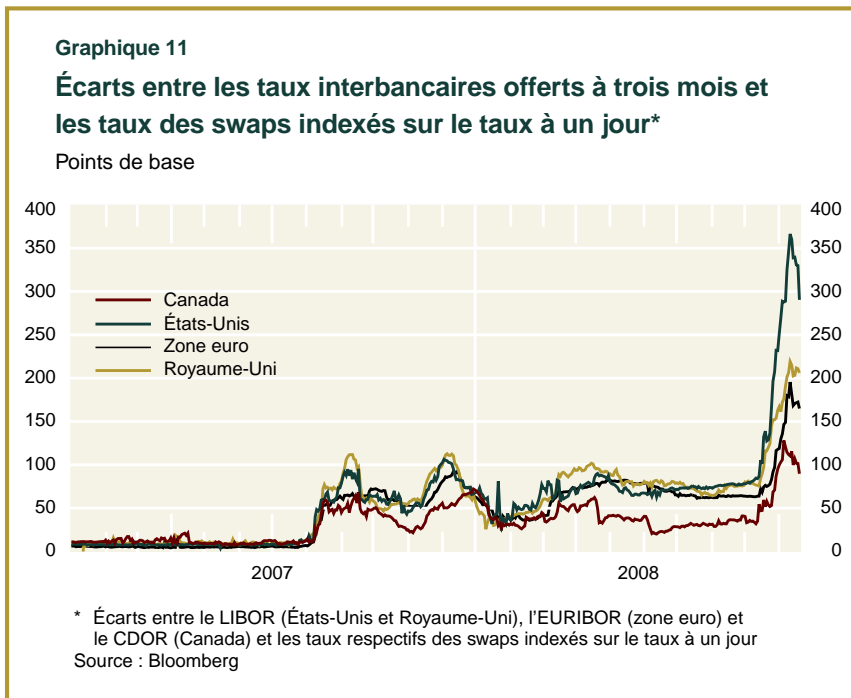
4. Le problème ne se pose pas dans le cas des institutions financières canadiennes, dont le niveau absolu de levier financier est largement inférieur à celui de la plupart de leurs homologues étrangères. À titre d'illustration, les grandes banques canadiennes ont un ratio actifs / fonds propres moyen de 18. Le ratio correspondant des banques d'affaires américaines dépasse 25, celui de leurs consœurs européennes se situe dans les 30, tandis que celui de certaines des plus importantes banques à l'échelle mondiale franchit 40.



dans la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis afin de stabiliser les marchés financiers et de rétablir les flux de crédit.

Au cours du dernier mois, la Banque du Canada a mené une série d'opérations dans le but de renforcer la cible pour le taux du financement à un jour et de soutenir la liquidité du marché à plus long terme. Pour accroître l'incidence de ses opérations à plus d'un jour, la Banque en a nettement accru la taille et la fréquence,

La Banque du Canada a soutenu la liquidité du marché à plus long terme.

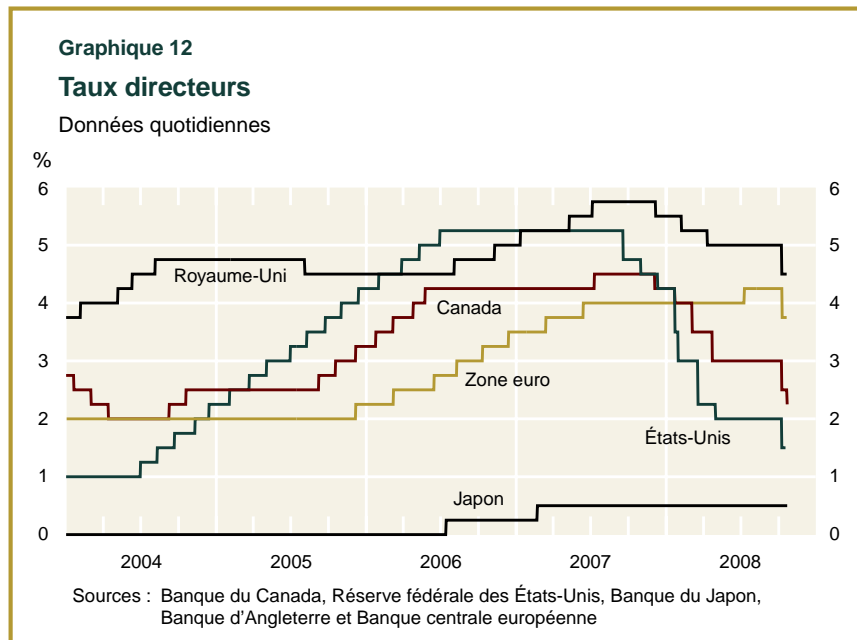


et élargi les listes des garanties et des contreparties admissibles. De concert avec d'autres banques centrales, la Banque a conclu, en septembre, en guise de mesure de précaution, un accord de swap de 30 milliards de dollars É.-U. avec la Réserve fédérale américaine, qui permettra, si le besoin s'en fait sentir, de procurer des liquidités en dollars américains au Canada. La Banque octroiera des liquidités exceptionnelles au système financier canadien tant que les conditions le justifieront. Prises dans leur ensemble, ces mesures contribuent à améliorer l'efficacité du processus de transmission de la politique monétaire dans ces circonstances difficiles sur les marchés.

Des banques centrales ont mené une intervention coordonnée sans précédent en abaissant leurs taux directeurs au début d'octobre.

Devant les perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation en rapide mutation, les banques centrales d'un certain nombre de pays industrialisés ont mis en œuvre une mesure de *politique monétaire* concertée en abaissant leurs taux directeurs le 8 octobre 2008. Dans le cadre de cette initiative, la Réserve fédérale a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base pour le ramener à 1,5 %, ce qui porte le montant de la réduction, depuis le début des perturbations des marchés du crédit en août 2007, à 375 points de base (Graphique 12). La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont pour leur part diminué leurs taux directeurs de 50 points de base.

Au Canada, la réduction de 50 points de base effectuée le 8 octobre dans le cadre de l'action concertée et celle de 25 points de base du 21 octobre se sont traduites par une baisse cumulative, depuis le début de décembre 2007, de 225 points de base du taux cible du financement à un jour, lequel se situe actuellement à 2,25 %.

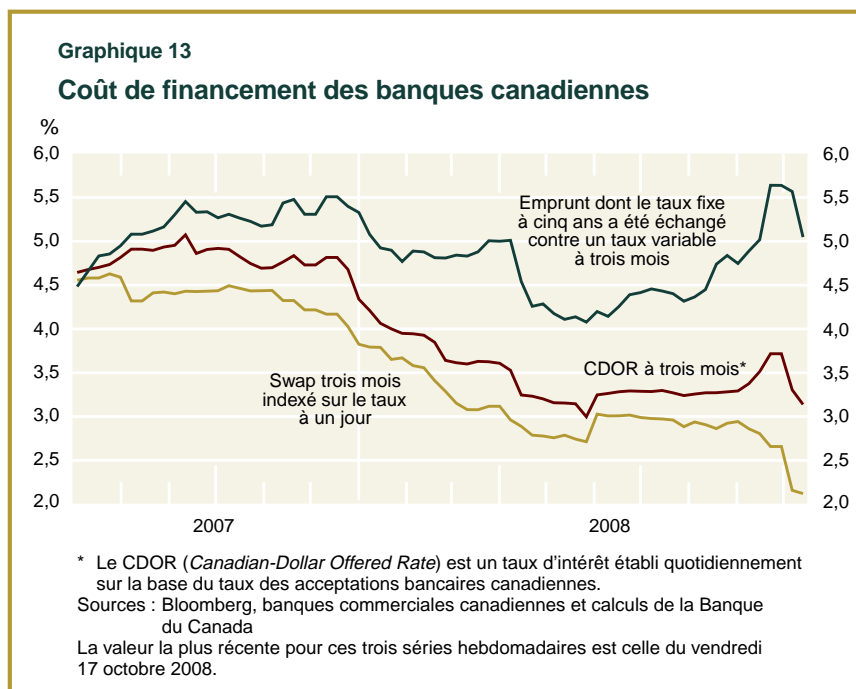


Les conditions du crédit au Canada

En dépit de la bonne santé des institutions financières canadiennes, l'intensification de la crise financière mondiale a donné lieu à un resserrement important des conditions du crédit au Canada. Étant donné le degré élevé de volatilité et d'aversion pour le risque observé ces dernières semaines, une incertitude considérable pèse sur l'estimation des conditions actuelles du crédit au pays. Plus particulièrement, il est difficile de mesurer les facteurs non tarifaires pouvant limiter la disponibilité du crédit.

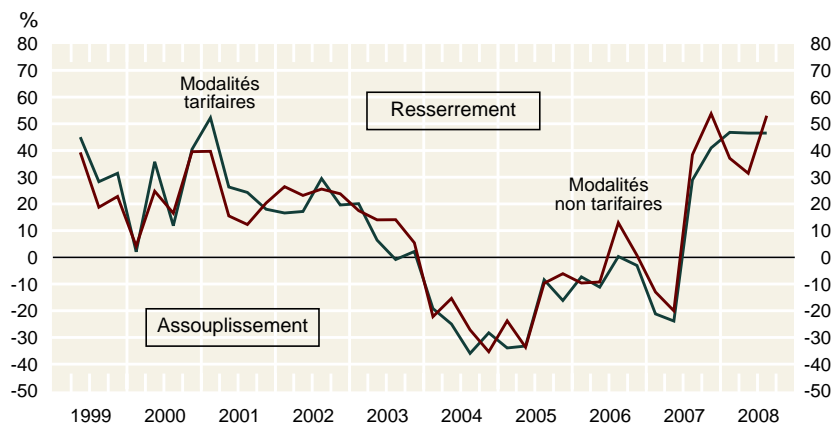
Les écarts de crédit pour les institutions financières, mesurés par la différence entre une moyenne pondérée de taux d'emprunt pour l'ensemble des échéances et le taux du financement à un jour attendu, se sont hissés à quelque 200 points de base au début d'octobre. Les actions décisives prises par les gouvernements et les banques centrales à l'appui des institutions financières ont certes contribué à un certain rétrécissement de ces écarts, mais on s'attend à ce que ceux-ci ne baissent que lentement, à la faveur du raffermissement graduel de la confiance. Depuis le début de la tourmente financière en août 2007, les coûts d'emprunt effectifs des institutions financières canadiennes ont diminué quelque peu, la hausse des écarts de crédit ayant été plus que compensée par la réduction cumulative de 225 points de base du taux cible du financement à un jour (Graphique 13). Toutefois, il est probable que ces coûts d'emprunt indicatifs ne tiennent pas compte adéquatement

Les tensions financières internationales se sont propagées aux marchés du crédit canadiens.



Graphique 14

Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts selon l'enquête auprès des responsables du crédit*



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

* 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.

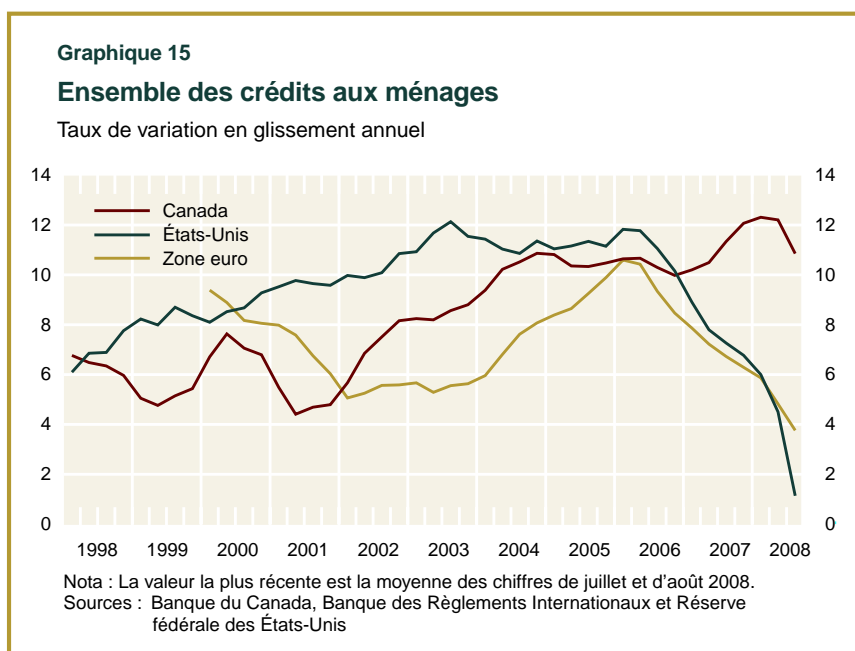
Les conditions du crédit aux entreprises se sont nettement durcies ces derniers mois.

La croissance du crédit aux ménages demeure étonnamment forte, mais devrait décélérer au cours des prochains mois.

du resserrement de l'offre de crédit dans les marchés interbancaires illiquides et réfractaires au risque.

La détérioration des conditions sur les marchés financiers ces dernières semaines a aussi grandement limité l'accès des entreprises non financières canadiennes aux marchés des titres d'emprunt à court et à long terme. De fait, l'émission d'obligations et d'actions de sociétés a bel et bien été suspendue. En outre, dans le cas du crédit intermédié, les banques ont continué à durcir les conditions de prêt non liées au prix. Même avant la récente intensification de la crise financière, les répondants à l'enquête auprès des responsables du crédit et à l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé un resserrement généralisé du coût et de la disponibilité du crédit (Graphique 14). L'expansion du crédit aux entreprises a reculé et se situe légèrement en deçà de sa moyenne historique.

La croissance du crédit aux ménages canadiens n'a accusé qu'un léger ralentissement ces derniers mois et, selon les données les plus récentes, elle demeure étonnamment forte par rapport à son évolution passée et à ce que l'on observe sur la scène internationale (Graphique 15). Jusqu'ici, il ne semble guère que les conditions de prêt non liées au prix se soient beaucoup durcies dans le cas des ménages. L'expansion du crédit aux ménages devrait toutefois décélérer davantage, compte tenu d'un repli modeste des prix des



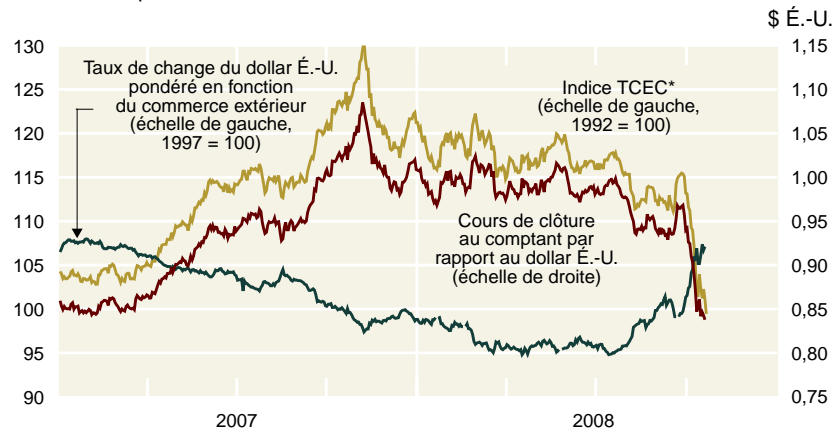
maisons et d'un affaiblissement de la progression des revenus réels.

Les taux de change

L'indice du taux de change du dollar canadien, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est replié de 14 % depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet (Graphique 16). Les grandes monnaies ont été durement touchées par la montée des préoccupations concernant une récession mondiale, l'évolution des attentes au sujet des taux directeurs et les réaménagements de portefeuilles découlant des perturbations financières. Le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une large fourchette, d'environ 83 à 100 cents É.-U., depuis la parution de la *Mise à jour*. Il s'est fortement déprécié ces dernières semaines, pour s'établir à quelque 85 cents É.-U., sous l'effet conjugué de la baisse substantielle des cours des produits de base par rapport aux niveaux records qu'ils avaient atteints et des autres facteurs mentionnés ci-dessus.

Le dollar canadien s'est fortement déprécié.

Graphique 16
Taux de change
 Données quotidiennes



* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, est un indice pondéré en fonction du commerce extérieur et comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.
 Sources : Banque du Canada et Banque fédérale de réserve de St. Louis

4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

La présente section décrit le scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2010. La Banque prend pour hypothèses que le taux de change du dollar canadien s'établira, en moyenne, à 85 cents É.-U., c'est-à-dire près de son niveau actuel, et que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours récents des contrats à terme. Le scénario de référence suppose surtout que le plan d'actions coordonnées qui a été annoncé dernièrement par les pays du G7 stabilisera les marchés financiers mondiaux et que les conditions du crédit se redresseront progressivement au Canada à mesure que ces interventions exceptionnelles seront mises en œuvre. Les principaux risques pesant sur le scénario de référence sont explicités à la fin de cette section.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer, passant de 3,7 % en 2008 à 2,8 % en 2009, soit un chiffre nettement inférieur au taux de croissance potentiel et proche des niveaux que la plupart des économistes considèrent comme caractéristiques d'une récession (Tableau 1). Le ralentissement sera des plus flagrant dans les grands pays industrialisés, dont les taux de croissance annuels moyens devraient se situer entre -0,1 et 0,6 % en 2009, avant de remonter dans la dernière partie de l'année et jusqu'à la fin de 2010. Ces importantes révisions à la baisse des prévisions de croissance de la Banque sont principalement imputables à la tourmente que traverse le système financier et au fait que l'on s'attend à présent à ce que les conditions restrictives du crédit se maintiennent plus longtemps et soient plus généralisées à l'échelle internationale qu'on ne l'envisageait dans les dernières livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*. En dépit des mesures exceptionnelles que les autorités de divers pays ont récemment annoncées, ces vents contraires financiers mettront du temps à se calmer. Et en portant atteinte à la confiance des consommateurs et des entreprises, ils devraient contribuer à aggraver et à prolonger le ralentissement de l'activité. Quoique celui-ci devrait surtout toucher les économies avancées, le tassement de la demande étrangère et le durcissement mondial des conditions du crédit freineront également la croissance à court terme dans les pays à marché émergent. L'économie mondiale devrait se redresser en 2010, à mesure que les conditions financières se normaliseront, que la détente monétaire produira ses effets, que le secteur de l'habitation se stabilisera aux États-Unis et en Europe, et que les effets de l'enchérissement passé des matières premières se dissiperont.

L'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer et atteindre des niveaux caractéristiques de récession en 2009.

On estime que l'économie américaine sera en récession jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009.

On estime que l'économie américaine sera en récession jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009 et demeurera plus déprimée durant le reste de l'année qu'on ne l'avait d'abord prévu, la dégradation des conditions du crédit et le recul de la confiance se traduisant par une baisse à la fois de la consommation des ménages, des investissements dans le secteur résidentiel et des investissements des entreprises. Malgré la diminution anticipée des écarts de taux sur les emprunts des entreprises et des ménages durant la période de projection, la hausse des coûts d'emprunt, le resserrement de l'offre de crédit lié au processus de réduction du levier financier qui est en cours et le durcissement des critères d'octroi de prêts continueront de brider fortement l'activité économique réelle. Les autres déterminants de la dépense des ménages sont aussi plus affaiblis qu'on ne l'avait projeté, avec la baisse continue de la valeur du patrimoine immobilier et financier et les pertes d'emploi qui réduisent le revenu réel disponible. La croissance des exportations devrait également ralentir, en raison de l'anémie de la demande mondiale. Après avoir cédé 1,7 % — d'après les projections — au troisième trimestre de 2008, le PIB réel des États-Unis devrait encore chuter de 2,5 % au trimestre suivant et de 0,5 % au premier trimestre de 2009, à mesure que se dissipera l'effet stimulateur sur la consommation des baisses d'impôt accordées provisoirement aux ménages et que se feront pleinement ressentir les conditions restrictives du crédit ainsi que l'érosion de la confiance.

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

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

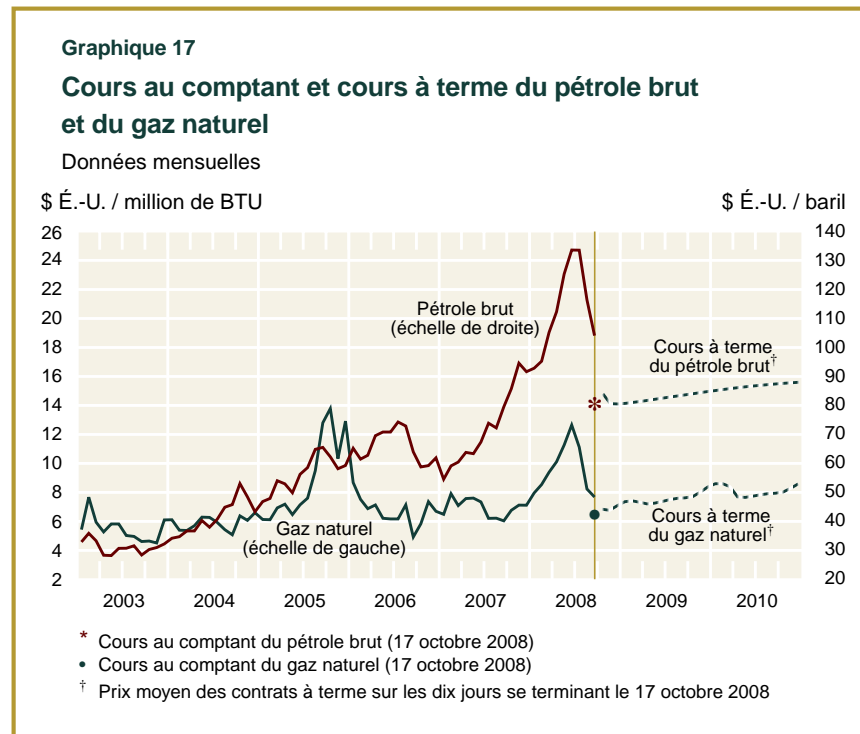
Source : Banque du Canada

Plusieurs facteurs sont néanmoins propices à l'amorce d'une reprise modérée en 2009 et devraient pousser le taux de croissance au-dessus de celui de la production potentielle en 2010⁵. On peut citer, entre autres, le bas niveau des taux directeurs, la résorption de l'offre excédentaire dans le secteur du logement et la normalisation des conditions du crédit, qui devraient tous favoriser la relance de la demande intérieure. En outre, les exportations américaines devraient continuer de bénéficier des baisses passées et escomptées du dollar É.-U. en termes réels.

Par ailleurs, des données récentes portent à croire que l'activité en Europe et au Japon est nettement moins vigoureuse qu'on ne l'avait d'abord estimé. La croissance de la production effective devrait y être bien inférieure à celle de la production potentielle pour le reste de 2008 et en 2009, en raison du repli de la demande d'exportations imputable à la fois à l'incidence négative de l'appréciation antérieure des monnaies des pays concernés et à l'essoufflement de la demande à l'échelle mondiale. La demande intérieure pâtira de surcroît des conditions restrictives du crédit et des cours relativement élevés des produits de base. Enfin, au Royaume-Uni et dans la zone euro, la correction toujours en cours dans le secteur du logement donnera aussi un coup de frein aux dépenses des ménages et des entreprises.

Le ralentissement de la demande d'exportations émanant des économies avancées pèsera sur la croissance dans les pays à marché émergent. Le scénario de référence repose sur l'hypothèse que des mesures de politique monétaire et budgétaire viendront soutenir un taux de croissance durable dans ces pays tout en atténuant les tensions inflationnistes sous-jacentes. Dans les principales économies émergentes, comme la Chine, on suppose qu'une réorientation de la production vers la satisfaction de la demande intérieure aux dépens des marchés d'exportation sera favorisée par une appréciation graduelle de leur monnaie en termes effectifs réels et par une forte progression des revenus. Le climat financier devrait être moins difficile que dans les économies avancées.

5. Il convient de noter que le taux de croissance de la production potentielle américaine pour ces dernières années et la période de projection a été légèrement revu à la baisse. Les changements (de l'ordre de -0,1 point de pourcentage pour le taux de croissance annuel moyen) reflètent principalement l'incidence des révisions apportées aux estimations passées du PIB réel, qui donnent à penser que la croissance tendancielle du facteur travail et de la productivité n'a pas été aussi élevée que prévu. Par conséquent, on fait maintenant l'hypothèse que le rythme d'expansion de la production potentielle des États-Unis s'établira à quelque 2,2 % durant les années 2009 et 2010, contre environ 2,6 % en 2007 et 2008.



Le repli des cours des produits de base non énergétiques devrait se poursuivre.

Les cours à terme du pétrole donnent à penser que le prix de l'or noir s'inscrira dans une fourchette de 81 à 88 dollars É.-U. le baril à l'horizon de la projection.

La Banque prévoit que les cours des produits de base non énergétiques fléchiront de quelque 10 % entre le quatrième trimestre de 2008 et la fin de 2010, soit une baisse un peu plus forte qu'escompté auparavant, en raison d'un tassement de la demande de matières premières dû au ralentissement de l'activité économique à l'échelle mondiale.

En se fondant sur les cours récents des contrats à terme, on suppose que les prix du pétrole brut se situeront dans une fourchette de 81 à 88 dollars É.-U. le baril durant la période de projection. Ce niveau est très inférieur à celui qui avait été pris pour hypothèse dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 17). Les prix du gaz naturel sont également inférieurs à ceux postulés en juillet. Compte tenu du resserrement de l'offre et de l'incertitude considérable entourant la demande, les cours des produits de base devraient rester volatils pendant un certain temps.

La demande et l'offre globales au Canada

Trois évolutions majeures survenues à l'échelle mondiale au cours des derniers mois — à savoir l'intensification de la crise financière, la forte détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés ainsi que la baisse prononcée des prix des produits de base, en particulier de l'énergie — ont eu des retombées négatives sur les perspectives de l'économie canadienne. Celles-ci sont également assombries par la

révision à la baisse du taux d'accroissement postulé de la production potentielle.

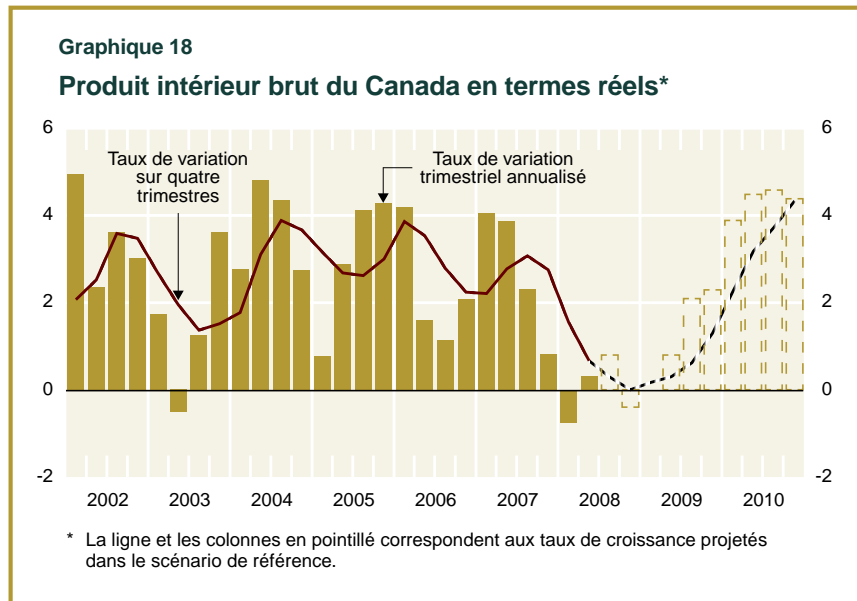
Par conséquent, les prévisions de la Banque au sujet de la croissance du PIB canadien au deuxième semestre de 2008 et en 2009 ont été fortement revues à la baisse par rapport à la *Mise à jour* de juillet (Tableau 2). On s'attend maintenant à ce que, en moyenne annuelle, l'économie enregistre une croissance de 0,6 % en 2008 et en 2009 et de 3,4 % en 2010 (Graphique 18).

Le PIB devrait croître au Canada de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

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

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

La croissance de la demande intérieure finale devrait être atone jusque vers la fin de 2009, la hausse des dépenses de consommation se situant à un niveau très inférieur à sa tendance récente. La progression moindre de ces dépenses reflète un recul des revenus réels attendus lié au retournement récent des cours des produits de base, la réduction du taux de croissance postulé de la production potentielle et la diminution de l'avoir net des ménages découlant du repli récent des prix des actions et d'une légère dépréciation anticipée des maisons. Compte tenu des modifications survenues dans les modalités et la disponibilité du financement et d'une certaine érosion de la confiance, le niveau des investissements dans le secteur du logement devrait se conformer à l'évolution des besoins démographiques plus rapidement qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Cette évolution implique un repli plus marqué de l'activité réelle dans le secteur de l'immobilier résidentiel en 2009 et en 2010 que ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de



juillet (Note technique 2). De même, on prévoit à présent une diminution des investissements des entreprises vers la fin de cette année ainsi qu'en 2009, en raison du ralentissement de la croissance du PIB à l'échelle mondiale, du durcissement des conditions du crédit et du degré élevé d'incertitude qui règne après l'aggravation de la crise financière internationale.

Le volume des exportations canadiennes devrait poursuivre sa baisse en 2009, compte tenu de la faiblesse de la demande aux États-Unis. Mais comme la progression de la demande intérieure finale en 2009 risque de décélérer, celle des importations devrait elle aussi diminuer. Ensemble, ces deux évolutions se traduiraient l'an prochain par une réduction de l'effet modérateur qu'exercent les exportations nettes sur la croissance globale.

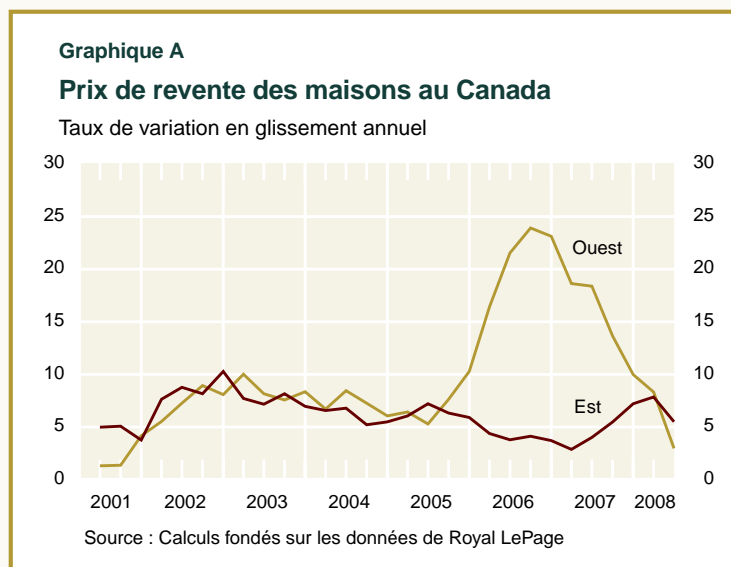
Une offre excédentaire étant apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008 et la croissance du PIB devant demeurer inférieure à celle de la production potentielle tout au long de 2009, la marge de capacités inutilisées continuera d'augmenter. En 2010, toutefois, le rétablissement de conditions financières plus normales et l'effet stimulant de la détente monétaire devraient insuffler un élan aux dépenses de consommation et d'investissement. On s'attend également à ce que les exportations redémarrent en 2010, à la faveur d'un cours moins élevé du dollar canadien, de la fin de la correction qui touche le secteur du logement aux États-Unis et, de manière plus générale, de la reprise économique dans ce pays. La Banque prévoit que l'offre excédentaire se résorbera progressivement en 2010 et que l'économie canadienne tournera à pleine capacité au début de 2011.

Note technique 2

Le secteur canadien du logement

Après une décennie marquée par une croissance constante des investissements dans le secteur résidentiel et des hausses substantielles des prix des maisons, l'activité devrait ralentir sur le marché canadien du logement à l'horizon projeté. La progression robuste des investissements dans le logement observée entre 2001 et 2007 a été alimentée par le dynamisme de l'emploi, la hausse soutenue des revenus, la montée des cours des matières premières et une conjoncture favorable à l'emprunt (à savoir des taux d'intérêt relativement bas, les modalités flexibles du crédit hypothécaire et la disponibilité de lignes de crédit gagées sur l'avoir propre foncier des ménages, qui a aiguillonné la rénovation). La vigueur des investissements dans le secteur résidentiel au cours de cette période tient aussi à une résorption de la demande qui s'était accumulée après la baisse de régime constatée à la fin des années 1980 et la lente reprise qui a suivi dans les années 1990.

Les prix de l'immobilier résidentiel ont enregistré une forte progression entre 2001 et 2007, les prix réels des maisons neuves et existantes s'étant accrus de 28 % et 43 %, respectivement. Le rythme de l'augmentation a été particulièrement robuste dans l'Ouest canadien, où l'action conjuguée d'un bilan migratoire positif, de revenus en hausse et d'une offre limitée de logements a tiré les prix vers le haut. Un renchérissement marqué de l'immobilier résidentiel a également été constaté dans le reste du pays (Graphique A).



La Banque prévoit depuis un certain temps un ralentissement de l'activité et de la montée des prix dans le secteur du logement, mais ce tassement a tardé à se manifester. Durant les deux derniers trimestres, toutefois, les investissements dans ce secteur ont été inférieurs aux prévisions, et l'on s'attend à présent qu'ils diminuent plus rapidement qu'on l'avait anticipé, pour diverses raisons. Premièrement, plusieurs

(suite)

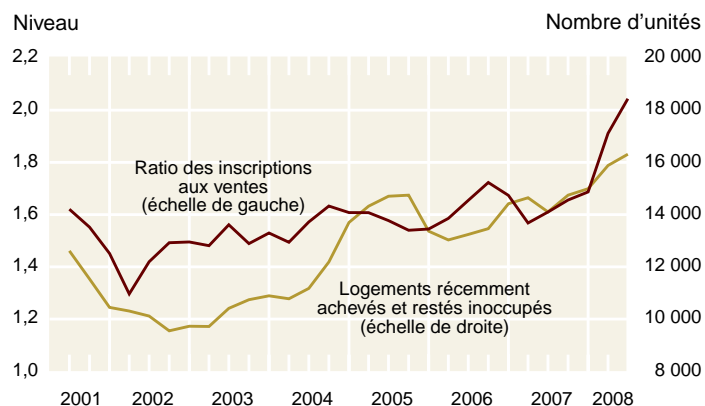
Note technique 2

Le secteur canadien du logement (suite)

facteurs cycliques sont à l'œuvre : la faiblesse de l'activité économique, le recul concomitant de la croissance de l'emploi et la détérioration des termes de l'échange sont appelés à limiter la hausse des revenus, ce qui exercera des pressions à la baisse sur la demande. Deuxièmement, le resserrement des conditions du crédit, conjugué à une perte de confiance imputable à une accentuation de l'incertitude, devrait aussi conduire à une baisse de la demande et de l'offre de logements au cours de l'année à venir. Enfin, l'activité de rénovation, qui explique l'essentiel de la croissance des investissements dans le secteur du logement au cours des trois dernières années, ralentira probablement, car elle se ressent aussi du fléchissement des prix des maisons. Au total, ces évolutions devraient amener le niveau d'activité dans la construction résidentielle à redevenir conforme aux besoins démographiques plus rapidement qu'on ne l'avait prévu.

Le repli conjoncturel de la demande de logements, combiné au renforcement de l'offre constaté dernièrement (qu'atteste l'augmentation récente du nombre des inscriptions et des habitations neuves encore inoccupées), devrait entraîner une légère baisse des prix dans la plupart des régions du pays, des reculs plus importants étant attendus sur les marchés qui avaient enregistré les hausses de prix les plus fortes (Graphique B). Comme indiqué dans des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire*, le renchérissement des maisons a contribué de façon importante à soutenir les dépenses réelles des ménages, notamment celles consacrées aux travaux de rénovation, grâce aux emprunts garantis par l'avoir propre foncier. Cette contribution diminuera sensiblement dans l'avenir.

Graphique B
Indicateurs du marché du logement



Sources : Association canadienne de l'immeuble et Société canadienne d'hypothèques et de logement

La projection en matière d'inflation

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se hisser à 1,8 % au quatrième trimestre de 2008, à mesure que l'incidence des réductions antérieures des prix des automobiles s'atténuera et fera plus que compenser les légères pressions à la baisse engendrées par l'offre excédentaire au sein de l'économie (Tableau 3). Cependant, un repli modeste des prix des logements et l'élargissement de l'écart de production entraîneront probablement un recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2009, laquelle touchera un creux de 1,5 %. Dans la foulée de la diminution de l'offre excédentaire et sous la poussée d'un certain renchérissement des importations, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % avant la fin de 2010.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait baisser en 2009, puis remonter à 2 % avant la fin de 2010.

	2008				2009		2010
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés) ^b	-0,8 (-0,3)	0,3 (0,8)	0,8 (1,3)	-0,4 (1,8)	0,4 (2,8)	2,2 (3,2)	4,4 (3,4)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,7)	0,7 (0,9)	0,3 (0,6)	0 (0,9)	0,2 (1,9)	1,0 (2,8)	3,4 (3,3)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,4 (1,4)	1,5 (1,5)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	1,7 (1,9)	1,6 (2,0)	1,9 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,8 (1,8)	2,3 (2,2)	3,4 (3,8)	2,6 (4,1)	1,7 (3,6)	1,0 (2,0)	1,9 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	2,9 (2,8)	4,0 (4,4)	3,2 (4,7)	1,7 (3,6)	1,0 (2,0)	1,9 (2,0)
WTI ^c (niveau)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)

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

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

c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 octobre 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous 1 % au milieu de 2009 et retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Les taux d'accroissement de l'IPC global (sur douze mois) prévu par la Banque sont désormais plus bas que ceux avancés dans la *Mise à jour* de juillet, essentiellement du fait que les cours postulés du pétrole brut sont moins élevés. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre au-dessous de 1 % au milieu de 2009. Les attentes d'inflation étant bien ancrées et l'équilibre entre l'offre et la demande globales en voie de se rétablir, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global retournera au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Les risques entourant la projection

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient compte maintenant de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise. L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection.

Les mesures exceptionnelles mises en place pour irriguer le système en liquidités, reconstituer le capital des banques et restaurer les flux de crédit contribueront certes à améliorer le fonctionnement des marchés et à relancer le crédit, mais le processus pourrait être plus lent qu'escompté. En outre, l'interaction entre les conditions restrictives du crédit et le ralentissement de l'activité économique pourrait s'avérer encore plus étroite qu'on ne le présume et avoir des retombées négatives sur les perspectives de l'économie mondiale, le niveau des cours des produits de base et l'évolution de la croissance au Canada, ce qui atténuerait les tensions inflationnistes. En revanche, les conditions financières pourraient s'améliorer plus rapidement que la Banque ne l'anticipe dans son scénario de référence. Un tel dénouement, conjugué au coup de fouet qu'il donnerait sans doute à la confiance des entreprises et des ménages, représente un risque à la hausse pour la projection en matière de croissance et d'inflation au pays.

À cette source de risque majeure se greffent d'autres risques, à la hausse et à la baisse, concernant l'évolution de l'inflation au pays.

Parmi les risques à la hausse, les tensions inflationnistes dans le monde représentent encore une certaine menace. Premièrement, bien que les cours des matières premières aient reculé et que la demande mondiale faiblisse, il subsiste des signes de tensions inflationnistes dans les économies de marché émergentes. Ces ten-

sions pourraient se propager à l'économie canadienne en faisant grimper les prix à l'importation. Deuxièmement, même si la croissance de la production potentielle vient d'être revue à la baisse dans le scénario de référence, la progression de la productivité pourrait continuer de décevoir, ce qui réduirait encore la croissance de la production potentielle et intensifierait les pressions inflationnistes. Troisièmement, il est possible que les investissements des entreprises augmentent davantage que la Banque ne s'y attend, compte tenu des intentions exprimées et de la capacité de bien des entreprises de se financer à même leurs fonds propres.

Pour ce qui est des risques à la baisse, les détaillants pourraient accroître leurs rabais face à l'essoufflement de la consommation, vu le niveau actuellement élevé des marges bénéficiaires. Les pressions qui s'exercent dans le sens d'une baisse de l'inflation au Canada en seraient renforcées. Elles pourraient encore s'accroître si les prix des logements se mettaient à fléchir, en particulier dans les régions où ils ont connu une très forte hausse.

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

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique

1583, rue Hollis, 5^e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4
David Amirault, *représentant principal*
(Analyse économique)
Monique LeBlanc, *représentante principale* (Monnaie)

Ontario

150, rue King Ouest, 20^e étage,
bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9
Jane Voll, *représentante principale* (Analyse économique)
Manuel Parreira, *représentant principal* (Monnaie)

Colombie-Britannique et Yukon

200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6C 1S4
Farid Novin, *représentant principal* (Analyse économique)
Lori Rennison, *représentante principale* (Analyse économique)
Trevor Frers, *représentant principal* (Monnaie)

Québec

1501, avenue McGill College,
bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *représentante principale* (Analyse économique)
Phuong Anh Ho Huu, *représentante principale* (Monnaie)

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest

404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9
Mark Illing, *représentant principal* (Analyse économique)
Ted Mieszalski, *représentant principal* (Monnaie)

Bureau de New York

Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020–1175
États-Unis
Zahir Lalani, *consul et représentant principal de la Banque du Canada*

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour

Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le *Rapport* paraît en avril et en octobre; la *Mise à jour*, en janvier et en juillet. Publications gratuites.

Enquête sur les perspectives des entreprises et Enquête auprès des responsables du crédit

Publications trimestrielles gratuites

Revue du système financier

Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier. Publication gratuite.

Revue de la Banque du Canada

Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond. Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Recueil complet de données financières se rapportant au Canada publié tous les mois dans le site Web de la Banque.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire publié toutes les semaines dans le site Web de la Banque.

Pour obtenir des renseignements sur les publications de la Banque, s'adresser au :

Service de la diffusion des publications
234, rue Wellington, Ottawa K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8248;
Numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248
Télécopieur : 613 782-8874
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Internet

<http://www.banqueducanada.ca>
Accès rapide aux communiqués et aux allocutions du gouverneur, aux principales publications de la Banque ainsi qu'à des données financières à jour

Information publique

Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :

Téléphone : 1 800 303-1282
Télécopieur : 613 782-7713
Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

Téléphone : 1 888 891-6398
Télécopieur : 613 782-7802
Adresse électronique : soldesnr@banqueducanada.ca