



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2009



LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

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

L'outil de la politique monétaire

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

Les cibles

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

Le suivi de l'inflation

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

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



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2009

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

Mon message est simple : il y a un plan pour rétablir la confiance et la croissance, nous sommes en train de l'appliquer et il va fonctionner. Les incidences de ces politiques vont s'accumuler avec le temps et devenir considérables. Pour obtenir un effet maximal, il est essentiel que les mesures prises reposent sur de solides cadres régis par des principes : les objectifs doivent être transparents, les indicateurs de réussite clairs, et les critères de mise en œuvre et d'abandon bien définis. Les citoyens doivent pouvoir demander des comptes à leurs dirigeants. Et les dirigeants doivent se montrer à la hauteur de la situation.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada

1^{er} avril 2009

Table des matières

1 Vue d'ensemble

3 L'économie mondiale

3 L'évolution récente

6 L'évolution des marchés financiers mondiaux

7 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

11 L'économie canadienne

11 L'évolution récente

11 L'offre et la demande globales

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

14 L'inflation et la cible de 2 %

17 Les conditions du crédit au Canada

20 Le taux de change

21 Les mesures d'intervention

22 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

22 L'offre et la demande globales

25 La projection en matière d'inflation

27 Les risques entourant les perspectives

29 Annexe : Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt

Bibliographie

Notes techniques

15 *Révisions apportées aux estimations de la production potentielle*

28 *Graphiques en éventail de l'inflation*

Vue d'ensemble

Dans un contexte de forte incertitude prolongée, la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée et est devenue plus synchronisée depuis la parution de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en janvier, et l'activité a diminué plus qu'escompté dans tous les grands pays industrialisés. La détérioration des conditions du crédit s'est rapidement propagée par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Bien que les autorités monétaires et budgétaires mènent des actions plus énergiques dans l'ensemble des pays membres du G20, la mise en œuvre de mesures visant à stabiliser le système financier mondial prend plus de temps qu'on ne le prévoyait. En conséquence, la récession au Canada sera plus profonde qu'anticipé, et l'économie devrait se contracter de 3,0 % en 2009. La Banque s'attend maintenant à ce que la reprise soit retardée jusqu'au quatrième trimestre et soit plus graduelle. Elle estime que l'économie progressera de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011 et atteindra son plein potentiel au troisième trimestre de 2011. Compte tenu de l'importante restructuration en cours dans plusieurs secteurs, le taux de croissance de la production potentielle a été revu à la baisse. La reprise sera soutenue de façon importante par la détente monétaire instaurée par la Banque.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence diminuera tout au long de 2009 et remontera progressivement pour atteindre la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait toucher un creux de -0,8 % au troisième trimestre de 2009 et regagner la cible au troisième trimestre de 2011.

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, la confiance pourrait être restaurée plus rapidement qu'on ne l'entrevoit si une action convaincante était menée plus vite que prévu pour remédier aux faiblesses du système financier dans les grandes économies. Avec l'appui des mesures de politique macroéconomique énergiques et coordonnées déjà engagées, on pourrait ainsi assister à une reprise à l'échelle du globe plus forte qu'escompté. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée qu'on ne le suppose si la résolution des problèmes touchant le système financier était encore retardée. Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les risques macroéconomiques sous-jacents, pour leur part, sont relativement équilibrés.

Lorsque le taux cible du financement à un jour s'établit à sa valeur plancher, l'incertitude pesant sur les effets des instruments de politique monétaire

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 21 avril 2009.

non traditionnels, qui seraient employés dans l'éventualité où la récession se prolongerait davantage que prévu, et la nécessité d'user de ces instruments avec prudence font en sorte que les risques à la baisse associés à la projection de la Banque en matière d'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 21 avril, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le ramener à 1/4 %, qu'elle estime être la valeur plancher de ce taux. Sous réserve des perspectives concernant l'inflation, le taux cible du financement à un jour devrait demeurer au niveau actuel jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque continuera de fournir des indications aux dates d'annonce préétablies aussi longtemps que le taux directeur demeurera à sa valeur plancher.

Pour renforcer son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à 1/4 %, la Banque convertira une partie de ses prises en pension existantes assorties d'échéances de un et trois mois en prises en pension assorties d'échéances de six et douze mois à des taux minimal et maximal de soumission qui correspondent, respectivement, au taux cible du financement à un jour et au taux officiel d'escompte.

La décision prise par la Banque le 21 avril porte l'assouplissement monétaire cumulatif à 425 points de base depuis décembre 2007. La Banque est d'avis que cette détente, combinée à son engagement conditionnel, représente l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible d'inflation de 2 % soit réalisée.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt. L'Annexe du présent rapport décrit la démarche suivie par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire lorsque le taux cible du financement à un jour se situe à sa valeur plancher. La Banque pourrait fournir une impulsion additionnelle à l'économie, au besoin, en mettant en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif ou d'assouplissement direct du crédit. L'Annexe renferme les définitions de ces mesures ainsi que les lignes directrices régissant leur utilisation possible.

L'économie mondiale

L'évolution récente

Si la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée depuis la parution de la *Mise à jour* en janvier et est devenue plus synchronisée, les perspectives de la Banque demeurent généralement conformes aux prévisions exposées à ce moment-là. L'aggravation de la crise financière aux États-Unis et en Europe a provoqué une récession marquée à l'échelle du globe à la fin de 2008, alors que la détérioration des conditions au sein des économies avancées se propageait rapidement au reste de la planète par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Les mesures de politique prises de concert par les pays du G20 procurent le soutien nécessaire et approprié en vue d'une reprise dans l'ensemble du monde, même si celle-ci sera retardée par la réalisation de progrès plus lents qu'escompté dans la stabilisation du système financier international.

L'incertitude accrue entourant les perspectives mondiales, conjuguée à la diminution de la richesse et au durcissement des conditions du crédit, a fait reculer les niveaux de confiance et incité les ménages et les entreprises à réduire considérablement leurs dépenses. Les retombées négatives sur le commerce international ont été beaucoup plus importantes que prévu et reflètent une chute soudaine du crédit commercial ainsi qu'une correction abrupte des stocks dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique. Les pays à vocation exportatrice d'Asie et d'Europe ont connu des baisses notables de leur production industrielle (*Graphique 1*).

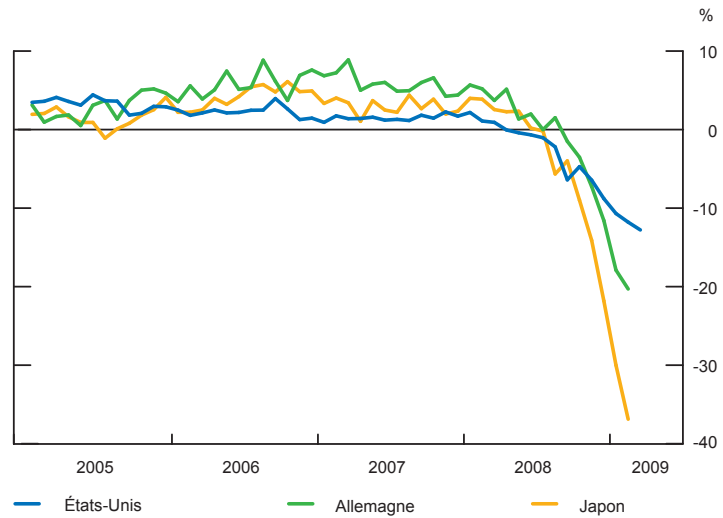
La nature généralisée et intense du ralentissement économique a exacerbé les tensions s'exerçant sur les bilans des banques et restreint encore davantage l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages, ce qui a accentué la faiblesse de la demande. Compte tenu de cet effet de rétroaction néfaste, au cours des derniers trimestres, la croissance du PIB à l'échelle du globe a touché un creux inégalé depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale.

Les décideurs publics des grandes économies ont réagi à la crise mondiale par une série de mesures énergiques. Les pays du G20 se sont engagés à déployer tous les efforts nécessaires pour restaurer la croissance et la stabilité au sein de leurs économies. Les autorités monétaires ont abaissé leurs taux directeurs de façon marquée (*Graphique 2*), et plusieurs banques centrales ont pris des mesures monétaires non traditionnelles telles que l'assouplissement quantitatif et l'assouplissement direct du crédit. Les autorités budgétaires ont mis en œuvre d'importants programmes de relance afin de contrebalancer le tassement de la demande intérieure et étrangère. Le fait que plusieurs pays procèdent simultanément à ces mesures budgétaires en accentuera les répercussions. L'incidence de ces politiques sera de plus en plus manifeste au fil du temps et celles-ci devraient faire pleinement sentir leurs effets en 2010.

Si la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée et est devenue plus synchronisée, les perspectives de la Banque demeurent généralement conformes à celles qui avaient été exposées dans la Mise à jour de janvier.

Graphique 1 : La production industrielle décline rapidement dans les grandes économies

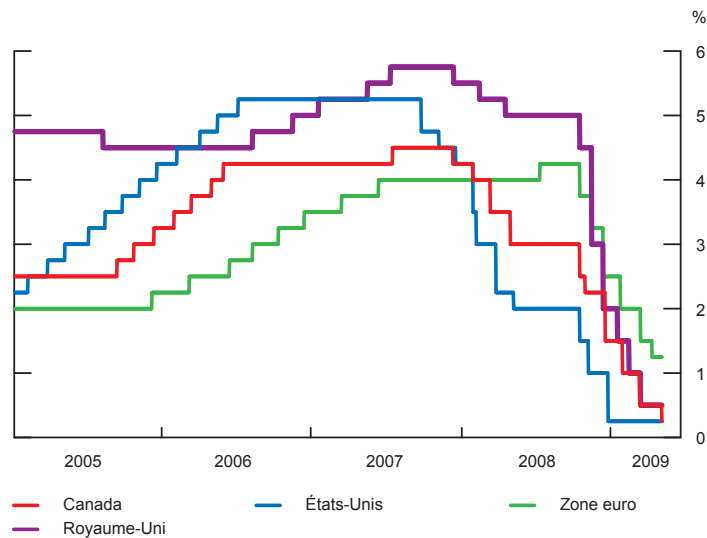
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 2 : Les autorités monétaires ont abaissé vigoureusement leurs taux directeurs

Données quotidiennes



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

Des actions crédibles venant en temps opportun sont essentielles pour régler le problème des actifs douteux figurant aux bilans des banques et pour rétablir les flux normaux de crédit — condition préalable à une reprise économique soutenue. Les progrès sur ce front ont été plus lents que prévu aux États-Unis et au sein d'autres grands centres financiers. Récemment, toutefois, on a présenté des programmes détaillés axés sur l'injection de liquidités additionnelles, la garantie du passif des banques, l'élimination des actifs de mauvaise qualité et la recapitalisation, s'il y a lieu. Le défi qui se pose maintenant est d'assurer leur mise en œuvre rapide et efficace.

Comme on s'y attendait dans la *Mise à jour* de janvier, l'activité économique aux États-Unis s'est fortement repliée au quatrième trimestre de 2008, et des indicateurs récents témoignent d'une contraction similaire au premier trimestre de 2009. La faiblesse a surtout été manifeste dans les secteurs qui revêtent une importance particulière pour les exportations canadiennes, ce qui amplifie les effets de la baisse de l'activité aux États-Unis sur l'économie canadienne. Le secteur de la construction résidentielle chez nos voisins du sud est resté déprimé, la surabondance de logements invendus continuant à exercer des pressions à la baisse sur les prix des maisons et les mises en chantier. Les ventes et la production de véhicules automobiles ont aussi subi une correction cyclique et structurelle marquée, les fabricants diminuant la production en réaction à l'atonie de la demande, à l'accroissement des pertes et à l'accès limité au financement automobile. On observe néanmoins des signes avant-coureurs d'une amorce possible de stabilisation des niveaux d'activité dans les secteurs du logement et de l'automobile à la faveur des ajustements considérables qui ont été opérés.

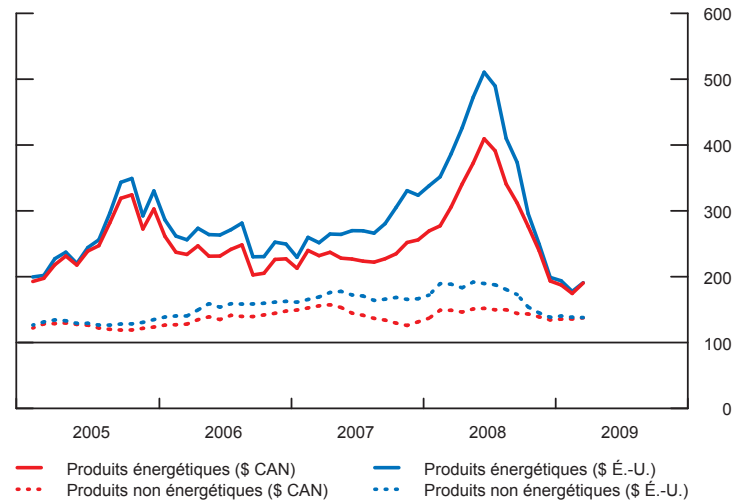
En Europe et au Japon, le recul de la production a été plus prononcé que prévu dernièrement, leur économie se ressentant du tassement de la demande étrangère et de l'intensification des tensions internes. La dégradation de la situation sur les marchés du logement, l'érosion de la confiance des consommateurs et des entreprises et les difficultés persistantes dans les secteurs financiers de nombreux pays d'outre-mer ont accentué ces pressions externes. Le Japon et l'Allemagne ont été particulièrement touchés par l'effondrement de la demande mondiale de voitures et de biens liés aux technologies de l'information, ainsi que par l'appréciation passée de leur monnaie. La croissance de la production en Chine a marqué le pas, mais est toutefois demeurée beaucoup plus vigoureuse que dans la plupart des autres économies à marché émergent. Des mesures énergiques de relance budgétaire et d'assouplissement monétaire ont stimulé la demande intérieure et contrebalancé en partie la baisse des exportations.

À la suite d'un net repli au second semestre de 2008, les cours des produits de base semblent s'être stabilisés (*Graphique 3*). Les réductions de production par l'OPEP ont été plus importantes que la chute de la demande mondiale, contribuant à un redressement modeste des prix du pétrole. Le cours du gaz naturel a poursuivi son mouvement de recul, mais les prix d'autres produits de base, non énergétiques, ont augmenté récemment.

L'activité économique aux États-Unis s'est fortement repliée au quatrième trimestre de 2008, et des indicateurs récents témoignent d'une contraction similaire au premier trimestre de 2009.

Graphique 3 : Les prix des produits de base se sont stabilisés récemment

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



Source : Banque du Canada

Malgré certains signes récents d'amélioration, les conditions sur les marchés sont contrastées et les perspectives d'évolution sont encore incertaines.

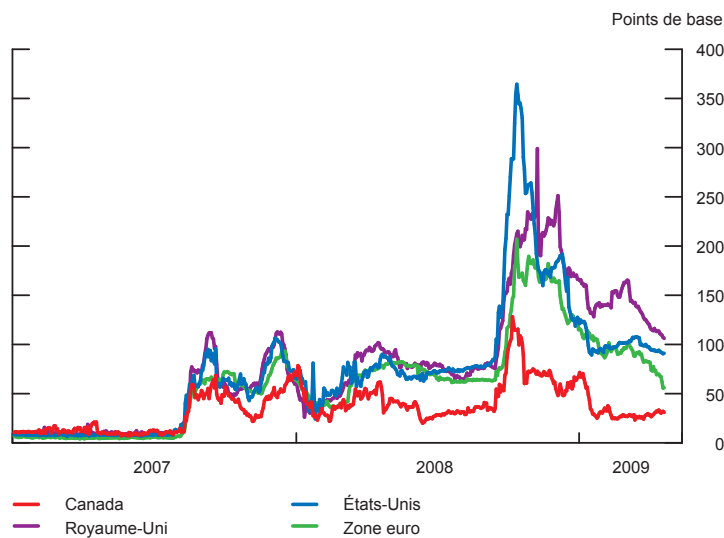
L'évolution des marchés financiers mondiaux

Comme la Banque le soulignait dans la *Mise à jour* parue en janvier, la stabilisation du système financier mondial demeure une condition préalable à la reprise économique. Malgré certains signes récents d'amélioration, les conditions sur les marchés sont contrastées et les perspectives d'évolution sont encore incertaines. Sur le plan positif, des indications montrent que les mesures énergiques prises par les banques centrales et les gouvernements commencent à porter leurs fruits, et la volatilité a diminué dans un certain nombre de marchés financiers. De plus, les marchés boursiers, après avoir touché des creux pluriannuels plus tôt cette année, se mettent à tabler sur des perspectives plus encourageantes. Par contre, les marchés internationaux du crédit restent fragiles, les progrès se limitant en grande partie aux marchés du financement à court terme (*Graphique 4*), et les larges écarts sur les titres à plus long terme persistent. Le coût de financement pour les entreprises — notamment pour les emprunteurs plus risqués — demeure également élevé, et les enquêtes menées auprès des responsables du crédit indiquent que les normes d'octroi de prêts aux consommateurs continuent de se durcir mais à un rythme plus lent.

Les conditions sur les marchés financiers à l'échelle du globe évolueront au cours des prochains trimestres en fonction de deux grands facteurs. Le premier se rapporte à la précarité actuelle de l'économie réelle et aux pertes additionnelles liées au crédit qui peuvent en découler pour les institutions financières, lorsque les défaillances et pertes sur prêts commencent à augmenter. Le deuxième facteur tient aux mesures correctives visant les actifs illiquides de mauvaise qualité qui grèvent les bilans des banques. Les simulations de stress conçues pour évaluer de manière crédible et complète la situation telle qu'elle est, conjuguées aux injections de capitaux et à la mise en place de garanties, devraient faciliter la détermination des prix, apaiser les inquiétudes à propos du risque de contrepartie et favoriser la liquidité.

Graphique 4 : Les marchés du financement à court terme se sont améliorés*

Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour



* LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada

Source : Bloomberg

Même si le rétablissement de conditions financières normales va vraisemblablement être retardé en raison de l'effet modérateur plus marqué exercé par l'économie réelle et des retards dans la mise en œuvre des correctifs au sein du secteur bancaire, dans l'ensemble, des améliorations plus généralisées devraient apparaître d'ici le milieu de 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le profil d'évolution de l'économie mondiale pour 2009 compte tenu du repli prononcé de l'activité économique observé dernièrement. Ce profil intègre également une reprise retardée et légèrement plus longue par rapport à celui présenté dans la *Mise à jour* de janvier. On prévoit donc maintenant que la croissance de la production va demeurer négative pendant la majeure partie de 2009 et que les capacités excédentaires ne commenceront à se résorber que vers le milieu de 2010. Le retour de l'économie à son potentiel sera différé à cause de l'effet de rétroaction néfaste qui s'est établi et qui a tendance à se renforcer lui-même, ainsi que de l'action modératrice additionnelle exercée par le système financier qui prendra plus de temps à se stabiliser. On s'attend donc à ce que les taux d'inflation soient plus bas qu'on ne l'avait d'abord escompté et qu'ils deviennent négatifs dans certains pays.

La Banque prévoit maintenant un recul de 0,8 % de la production mondiale en 2009 et une hausse plus modeste de 2,2 % en 2010, des chiffres bien inférieurs au taux d'accroissement de la production potentielle à l'échelle du globe (*Tableau 1*). Trois facteurs importants contribueront au redressement graduel. Premièrement, les mesures monétaires et budgétaires considérables qui ont été prises simultanément devraient stimuler l'activité économique

Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le profil d'évolution de l'économie mondiale pour 2009.

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2008	2009	2010	2011
États-Unis	22	1,1 (1,2)	-2,4 (-1,7)	1,2 (2,6)	2,9
Union européenne	20	0,7 (0,9)	-3,6 (-1,0)	-0,2 (2,1)	1,8
Japon	7	-0,7 (0)	-6,2 (-1,7)	0,1 (2,0)	2,5
Chine et ENI ^c d'Asie	14	7,1 (7,5)	3,5 (5,6)	6,0 (6,9)	7,3
Autres pays	37	4,9 (5,0)	1,0 (2,7)	3,0 (4,3)	4,0
Ensemble du monde	100	3,2 (3,4)	-0,8 (1,1)	2,2 (3,7)	3,7

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2008

b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour* de janvier 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

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

Source : Banque du Canada

dans toutes les grandes régions du monde, ce qui fera croître la demande globale et aidera à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises. Deuxièmement, à mesure que les dispositifs mis en place pour stabiliser le système financier commenceront à produire les effets souhaités, les entreprises et les ménages devraient subir moins de contraintes en matière de crédit. Troisièmement, l'effet modérateur qu'exerce la correction du marché du logement aux États-Unis et dans certains autres pays industriels devrait diminuer et contribuer ainsi au redressement de l'activité dans le secteur de la construction.

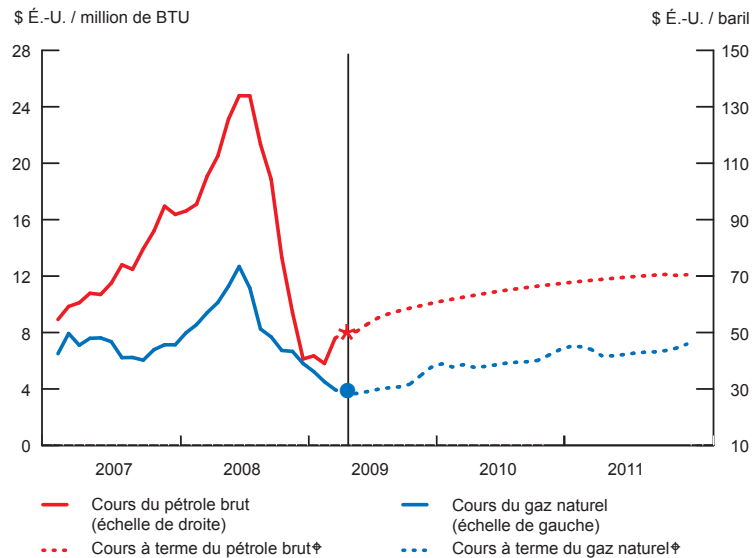
Comme envisagé dans la *Mise à jour* de janvier, la reprise aux États-Unis sera beaucoup plus modeste que ce à quoi on s'attendrait normalement. Par rapport à ce que prévoyait la Banque antérieurement, il faudra sans doute un trimestre de plus pour connaître une croissance positive et durable, en raison des retards dans la mise en œuvre des mesures de stabilisation au sein du secteur bancaire. La croissance annuelle du PIB américain devrait se chiffrer en moyenne à -2,4 % en 2009 et à 1,2 % en 2010, sous l'effet de la diminution de la richesse, de la faiblesse du marché du travail, des conditions du crédit tendues et du recul de la confiance, qui freinent l'expansion des dépenses de consommation et des investissements des entreprises. On s'attend à ce que l'activité se stabilise au second semestre de 2009 et qu'elle redémarre au début de 2010, pour dépasser le taux d'augmentation de la production potentielle alors que les capacités inutilisées commenceront à se résorber. Les ventes et la production de véhicules automobiles, qui sont actuellement bien au-dessous des taux de renouvellement, devraient remonter dans la deuxième moitié de 2009 mais à des niveaux nettement inférieurs à ceux d'avant la crise, la restructuration du secteur de l'automobile se poursuivant. Le secteur du logement, qui a fortement pesé sur la croissance, devrait finir lui aussi par se stabiliser au second semestre de 2009 et contribuer à la reprise.

La relance dans d'autres économies industrielles sera plus tardive et plus graduelle qu'aux États-Unis, ce qui est attribuable aux mesures de politique moins ambitieuses qu'elles ont prises jusqu'ici et aux difficultés persistantes que connaissent leurs systèmes bancaires. Lorsque le cycle des stocks de

véhicules automobiles sera complété, la production automobile reprendra progressivement en Asie et en Europe, tandis que l'accélération du rythme de croissance aux États-Unis se traduira par une augmentation des échanges commerciaux et des flux financiers ainsi que par un raffermissement de la confiance, ce qui stimulera l'activité économique mondiale. L'expansion économique en Chine, en revanche, devrait demeurer relativement robuste, grâce à l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaires et monétaires visant à alimenter la demande intérieure et à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations. On prévoit une amélioration graduelle de la conjoncture économique dans d'autres pays émergents au cours de cette période, qui entraînera un renforcement synchronisé de la demande à l'échelle du monde et procurera un certain soutien aux prix des produits de base à moyen terme. La Banque fait l'hypothèse que les prix de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme (*Graphique 5*) et que les prix des produits non énergétiques se redresseront progressivement à mesure que l'activité économique reprendra.

Graphique 5 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une hausse des prix du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (17 avril 2009)

• Cours au comptant du gaz naturel (17 avril 2009)

♠ Prix moyen des contrats à terme sur les deux semaines se terminant le 17 avril 2009

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

Dans la *Mise à jour* de janvier, la Banque projetait une récession prononcée au Canada, suivie d'une reprise relativement modérée à partir du troisième trimestre de cette année. En raison du caractère davantage marqué et synchronisé du ralentissement de l'activité économique mondiale, la récession au Canada est encore plus profonde qu'anticipé. De plus, la Banque s'attend maintenant à ce que la reprise soit retardée jusqu'au quatrième trimestre de 2009 et soit plus graduelle qu'escompté en janvier. Cependant, elle prévoit encore que l'économie rebondira et dépassera son potentiel de croissance en 2010, bien qu'elle ait réduit son estimation de l'expansion de la production potentielle. Comme la Banque l'expliquait en janvier, la reprise devrait être soutenue par plusieurs facteurs, dont la rapidité et l'ampleur des mesures de politique monétaire prises par la Banque; le fonctionnement relativement efficace du système financier canadien et l'amélioration graduelle des conditions financières au pays; la dépréciation passée du dollar canadien; les mesures de relance budgétaire; la remontée progressive de la demande extérieure; la solidité du bilan des banques, des entreprises et des ménages canadiens; et la fin de l'ajustement des stocks dans le logement résidentiel au Canada et aux États-Unis.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

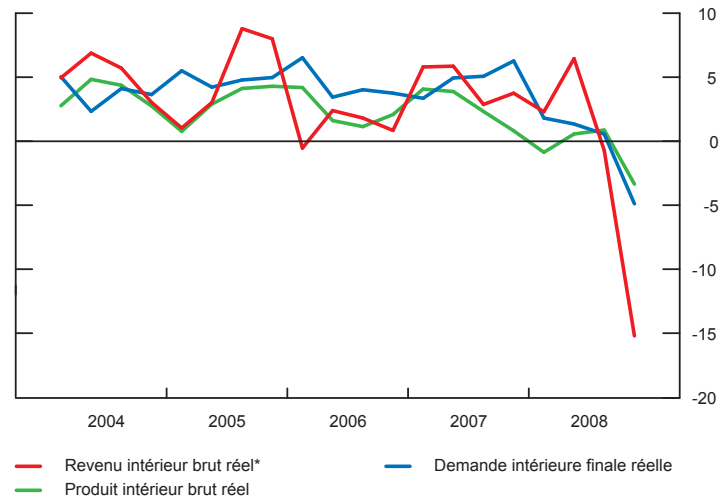
En raison de la contraction accélérée de l'économie mondiale, la croissance au Canada s'est avérée beaucoup plus faible qu'on ne l'avait prévu dans la *Mise à jour* de janvier. Le volume des exportations s'est replié abruptement au quatrième trimestre de 2008, sous l'effet du vif recul des exportations de véhicules automobiles et de produits de construction vers les États-Unis. Les termes de l'échange ont également chuté, ce qui a provoqué la plus forte baisse trimestrielle du revenu intérieur brut réel jamais enregistrée (*Graphique 6*). Les ménages canadiens ont réduit leurs dépenses plus qu'escompté devant la diminution de leur avoir net et le haut degré d'incertitude économique (*Graphiques 7a* et *7b*). Au total, le volume des ventes finales de biens a régressé d'environ 11 % (en rythme annuel) au dernier trimestre de 2008 (*Graphique 8*)¹. Vu la rapidité et l'ampleur surprenantes de ce mouvement, les entreprises ont été lentes à ajuster leur production et ont donc accumulé des stocks non désirés. Le ratio stocks/ventes a augmenté, pour atteindre un niveau inégalé en plus de dix ans. Le fléchissement du PIB réel observé au cours de ce trimestre s'en est certes trouvé atténué mais, à 3,4 %

La croissance au Canada s'est avérée beaucoup plus faible qu'on ne l'avait prévu dans la Mise à jour de janvier.

¹ Les ventes finales de biens correspondent à la somme de la demande intérieure finale (excepté la consommation de services) et des exportations de biens.

Graphique 6 : Le revenu intérieur réel a fortement baissé

Taux de variation trimestriel annualisé



* 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 données de Statistique Canada

(en rythme annuel), il dépasse les 2,3 % avancés dans la *Mise à jour* de janvier. Une correction des stocks sera par conséquent nécessaire, ce qui accentuera les pressions à la baisse sur la croissance cette année.

La contraction de l'économie canadienne s'est considérablement intensifiée au premier trimestre de cette année. Les exportations de produits automobiles, de produits forestiers et de matières industrielles se sont encore fortement repliées. Les entreprises ont commencé à s'attaquer à leurs problèmes de stocks par de nombreuses fermetures, dans le secteur automobile en particulier. Compte tenu de l'accroissement des capacités inutilisées et du niveau défavorable des termes de l'échange, les investissements des entreprises devraient accuser un autre recul prononcé.

À l'échelle de l'économie tout entière, les entreprises ont supprimé quelque 270 000 emplois au premier trimestre et réduit la durée moyenne de la semaine de travail. La dégradation des conditions sur le marché du travail, conjuguée à une nouvelle réduction de l'avoir net des ménages, devrait avoir pour effet de comprimer davantage les dépenses de ces derniers. Les dépenses publiques constituent la seule composante de la demande qui devrait avoir connu une croissance positive au cours du trimestre. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que le PIB réel ait chuté à un taux annualisé de 7,3 % au premier trimestre — la plus forte contraction trimestrielle enregistrée depuis 1961.

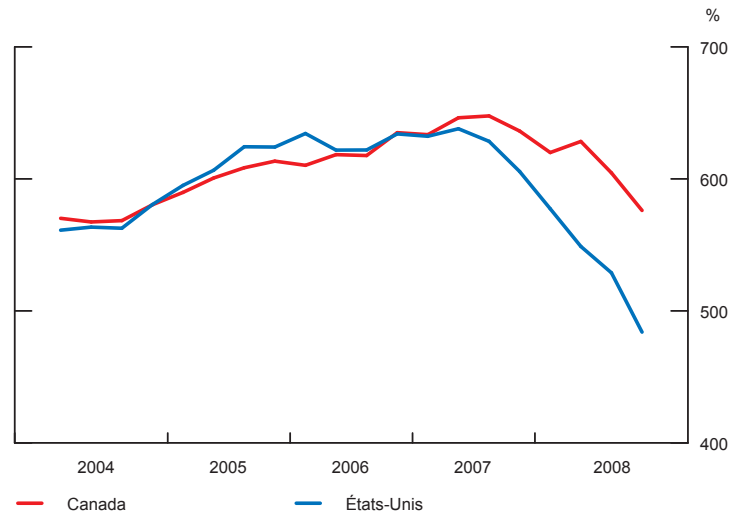
En raison d'une importante restructuration, les hypothèses concernant la croissance future de la production potentielle ont été revues à la baisse.

Les événements récents ont aussi une incidence négative sur le taux d'augmentation de la production potentielle. On prévoit que la restructuration, notamment dans les secteurs de l'automobile et des produits forestiers, rendra obsolète une partie du stock de capital existant. La détérioration des perspectives en matière d'investissements postulée dans la présente projection, par rapport à ce qui était envisagé précédemment, devrait également contribuer à freiner la progression tendancielle de la productivité du travail.

À la lumière de ces facteurs, la Banque a revu à la baisse ses hypothèses concernant le taux d'accroissement de la production potentielle, à 1,2 % en 2009, à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011 (*Note technique 1*)².

Graphique 7a : Le choc de richesse est plus faible au Canada qu'aux États-Unis...

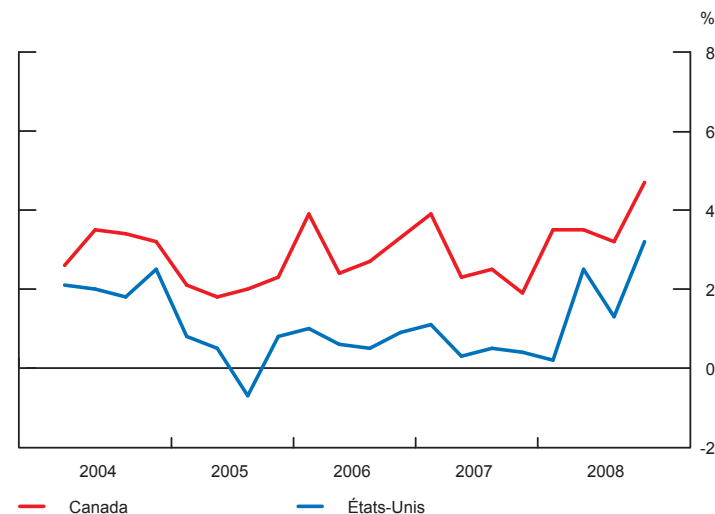
Avoir net des ménages par rapport à leur revenu disponible au Canada et aux États-Unis



Sources : Statistique Canada et Réserve fédérale des États-Unis

Graphique 7b : ... mais la réaction de l'épargne est similaire

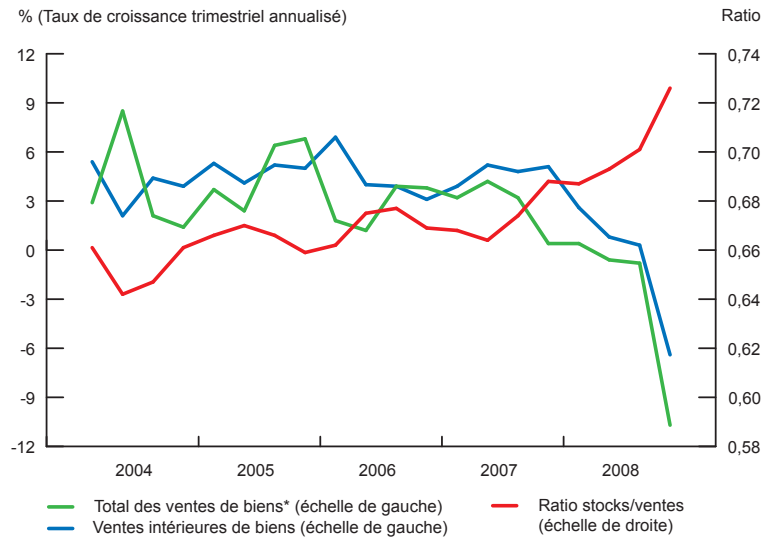
Taux d'épargne des particuliers



Sources : Statistique Canada et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

² Dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait postulé un taux de croissance de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011.

Graphique 8 : Les ventes ont chuté et les stocks se sont accumulés



* Le total des ventes de biens correspond à la demande intérieure finale moins la consommation de services plus les exportations de biens, tous les chiffres étant en dollars constants.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

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

L'offre excédentaire s'est accrue sensiblement au premier trimestre de 2009.

Une offre excédentaire est apparue au sein de l'économie canadienne à la fin de 2008 et a pris rapidement de l'expansion. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que l'économie tournait à un niveau d'environ 3,5 % inférieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2009 (Graphique 9). D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est tombée à un niveau exceptionnellement bas. Les indicateurs du marché du travail ont commencé à refléter la baisse de régime sur le marché des produits. Cette évolution se manifeste tout particulièrement dans l'escalade du taux de chômage entre décembre et mars, lequel a atteint un sommet en sept ans. Le pourcentage des entreprises qui ont fait état de pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque réalisée ce printemps est descendu à son plus bas niveau en dix ans. En revanche, 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 affiché une vigueur surprenante depuis l'automne dernier.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2009.

L'inflation et la cible de 2 %

En mars, le taux d'accroissement de l'IPC global est descendu à 1,2 %, tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a atteint 2,0 %.

L'inflation mesurée par l'IPC global a évolué en grande partie conformément aux projections exposées dans la *Mise à jour* de janvier, le ralentissement un peu plus prompt que prévu du rythme d'augmentation de l'indice de référence ayant été compensé par la réduction plus faible qu'escompté des cours de l'énergie. Cette réduction est imputable à un élargissement supérieur à ce qui

Révisions apportées aux estimations de la production potentielle

La production potentielle est le volume de biens et de services que l'économie peut produire de façon durable sans ajouter aux pressions inflationnistes. La Banque calcule la production potentielle en multipliant la productivité tendancielle du travail par l'offre tendancielle de travail. La productivité tendancielle du travail est surtout liée à la quantité de capital par travailleur et au rythme du progrès technique.

L'économie canadienne connaît en ce moment d'importants changements structurels, qui sont particulièrement apparents dans les secteurs automobile et forestier mais qui touchent aussi d'autres secteurs¹. En raison de leur étendue et de leur soudaineté, ces changements auront une incidence marquée sur le niveau de la production potentielle et son taux de croissance à court terme. La fermeture d'usines et d'autres établissements rendra obsolète une bonne partie du stock de capital, et la réorientation progressive de la main-d'œuvre vers d'autres activités donnera lieu à des coûts d'ajustement. On estime que cela aura pour effet d'abaisser de 1 % le niveau moyen de la productivité du travail, et donc le niveau de la production potentielle, au cours de la première moitié de 2009².

En outre, un recul prononcé des investissements, notamment des achats de machines et de matériel, viendra ralentir l'augmentation de l'intensité du capital et l'adoption de nouvelles technologies — ce qui, à son tour, freinera la croissance de la productivité moyenne du travail sur la période de projection davantage que ne l'avait d'abord présumé la Banque.

Dans l'ensemble, on s'attend maintenant à ce que la croissance de la production potentielle diminue à 1,2 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011; les estimations antérieures laissaient entrevoir une progression de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011.

La Banque présentera de nouvelles estimations de la croissance de la production potentielle dans la livraison d'octobre prochain du *Rapport sur la politique monétaire*.

¹ Les secteurs automobile et forestier représentent quelque 5 % de la production totale.

² Bien qu'il soit encore trop tôt pour estimer avec précision l'ampleur de ces changements structurels, il est nécessaire de formuler un jugement averti à la lumière de l'expérience passée et de l'information disponible, compte tenu du rôle clé que joue la production potentielle dans l'évolution de l'activité réelle et des pressions inflationnistes.

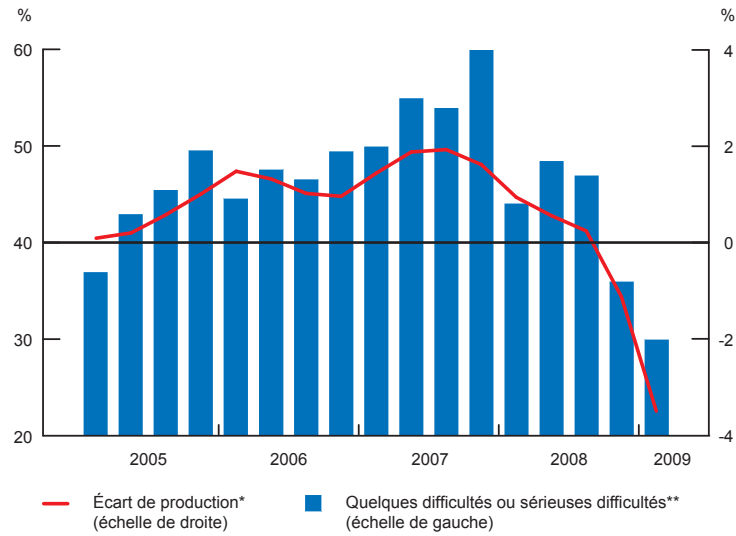
avait été envisagé des écarts entre les prix du pétrole brut et ceux de l'essence. En mars, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'établissait à 1,2 %, comparativement à 2,0 % en novembre (*Graphique 10*).

L'inflation mesurée par l'indice de référence a atteint 2,0 % en mars, en raison principalement d'une décélération plus rapide qu'on ne s'y attendait des prix des automobiles, qui ont été exceptionnellement volatils dans les derniers mois. Les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont poursuivi leur vive ascension, mais celle-ci ne devrait pas persister, vu le repli marqué des cours des produits agricoles depuis un an. Étant donné la croissance moins rapide du prix des aliments et l'apparition d'une offre excédentaire substantielle, tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient diminuer encore davantage dans les mois à venir.

Sous l'effet de l'atonie de l'économie et du recul passé des prix de l'énergie, les mesures des attentes d'inflation à court terme ont continué de baisser ces derniers mois. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, le rythme d'accroissement de l'IPC global pour 2009 sera de 0,2 %. Ce taux devrait ensuite remonter à 1,8 % en 2010, ce qui indique que les attentes d'inflation à moyen terme restent solidement arrimées à la cible d'inflation de 2 %.

Les attentes d'inflation à moyen terme continuent d'avoisiner la cible de 2 %.

Graphique 9 : L'économie tourne nettement en deçà de son potentiel



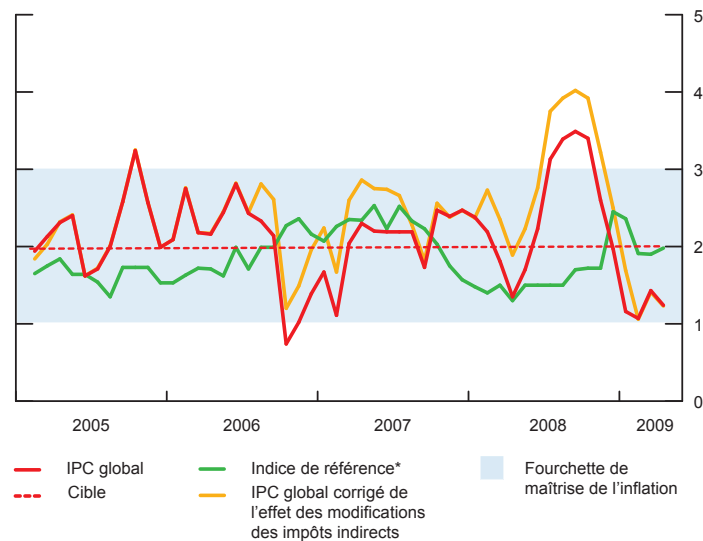
* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2009 se fonde sur une diminution prévue de la production de 7,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

Source : Banque du Canada

Graphique 10 : L'inflation a reculé comme prévu

Taux de variation en glissement annuel



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

Source : Banque du Canada

Les conditions du crédit au Canada

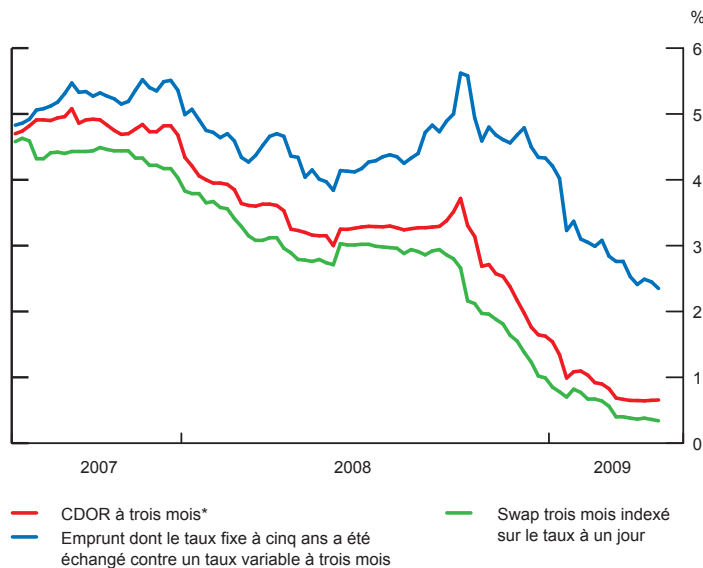
Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées. La solidité fondamentale du bilan des institutions financières, des sociétés et des ménages au pays a mieux préparé le système financier canadien à faire face aux turbulences internationales. Néanmoins, les conditions sont nettement plus tendues qu'à l'accoutumée, du fait que la crise mondiale et ses conséquences macroéconomiques ont entraîné un élargissement des écarts de taux relatifs aux prêts sur de nombreux marchés et, en particulier, un durcissement des conditions du crédit pour les sociétés. On a observé certains signes d'amélioration ces derniers temps, mais il est trop tôt pour en conclure que les conditions reviendront rapidement à la normale.

Les coûts d'emprunt des banques ont reculé d'environ 95 points de base de la mi-janvier à la mi-avril, en raison de la baisse de 100 points de base du taux directeur au cours de cette période (Graphique 11). La diminution des coûts de financement des banques a été, dans une large mesure, répercutée sur les ménages. Le taux d'intérêt nominal moyen effectif sur les emprunts des ménages a encore fléchi depuis janvier, pour se situer bien en deçà du niveau où il se trouvait au début de la tourmente financière; il est également bas par rapport à ce que l'on a connu dans le passé (Tableau 2). La progression du crédit consenti aux ménages reste étonnamment vigoureuse étant donné l'atonie des dépenses de ces derniers; cependant, elle a décéléré durant les six derniers mois (Graphique 12), sous l'effet surtout du ralentissement de la croissance du crédit hypothécaire à l'habitation, et on s'attend à ce qu'elle ralentisse encore durant la période à venir.

Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées, mais sont nettement plus tendues qu'à l'accoutumée.

La diminution des coûts de financement des banques a été, dans une large mesure, répercutée sur les ménages.

Graphique 11 : Les coûts de financement des banques canadiennes ont diminué



* Le CDOR (*Canadian-Dollar Offered Rate*) est un taux établi quotidiennement sur la base du taux des acceptations bancaires canadiennes.

Nota : La valeur la plus récente pour ces séries hebdomadaires est celle du vendredi 17 avril 2009.

Sources : Bloomberg, banques commerciales canadiennes et calculs de la Banque du Canada

Tableau 2 : La baisse des taux d'intérêt reflète l'assouplissement de la politique monétaire

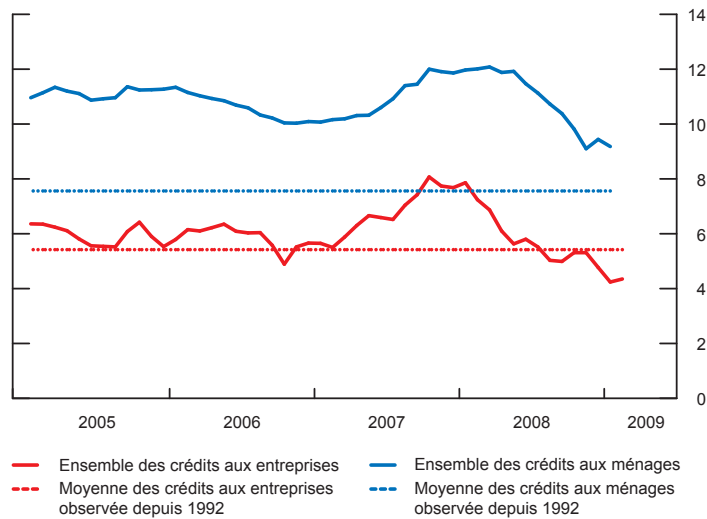
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux hypothécaire variable effectif estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juill. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 déc. 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juill. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 déc. 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janv. 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
15 avril 2009	0,50	2,50	3,25	5,43	0,66	5,53

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

Graphique 12 : La croissance du crédit ralentit

Taux de variation en glissement annuel



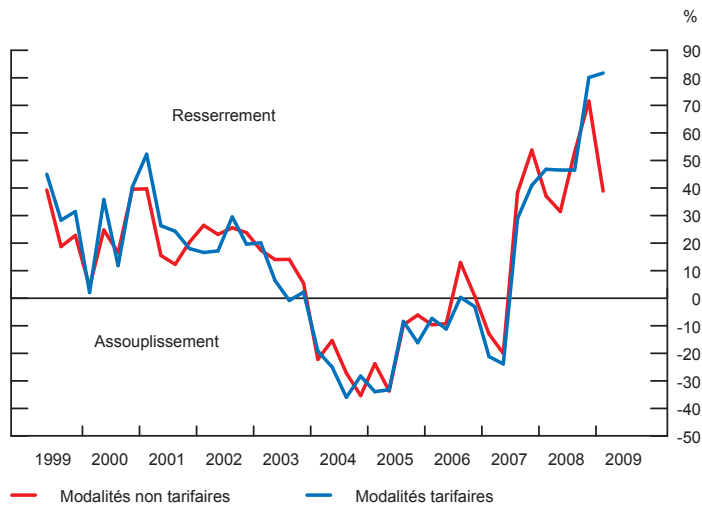
Source : Banque du Canada

Le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises se sont encore détériorés au cours des trois derniers mois.

Les entreprises canadiennes doivent faire face à des conditions de financement plus difficiles. Comme la Banque l'indique dans sa plus récente livraison des bulletins *Enquête auprès des responsables du crédit* et *Enquête sur les perspectives des entreprises*, le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises se sont encore détériorés au cours des trois derniers mois (*Graphique 13*). Les écarts de crédit tant pour les sociétés financières que pour les sociétés non financières restent près de leurs maximums

Graphique 13 : Les coûts d'emprunt restent élevés pour les entreprises

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



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

* 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.

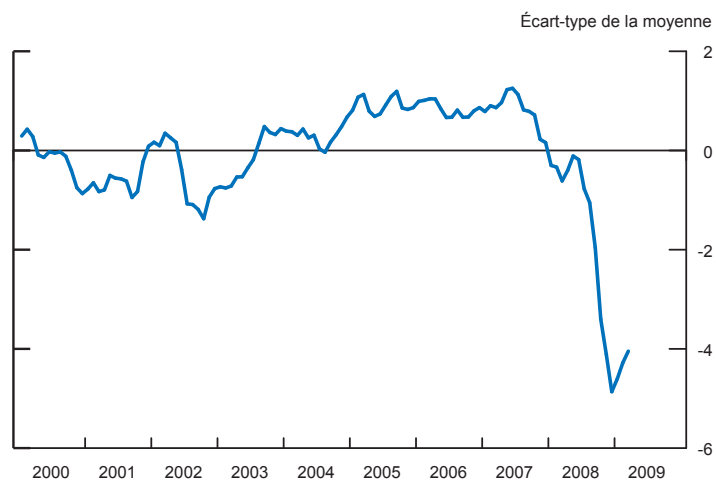
Source : Banque du Canada

historiques mais ont commencé à se rétrécir récemment. Le recul du rendement des obligations d'État se poursuivant, le niveau des taux d'emprunt est demeuré relativement stable. Le niveau d'émission de titres par les sociétés non financières est plus haut qu'à la même période l'an dernier, les investisseurs ayant été attirés par les écarts élevés offerts sur les obligations de sociétés émises par des emprunteurs bien notés, tandis que les sociétés ont profité de l'accès amélioré aux marchés de capitaux pour s'assurer d'un financement à long terme.

L'action combinée des divers facteurs financiers qui exercent une influence sur l'activité économique réelle se trouve cristallisée dans l'indice des conditions financières, qui regroupe un ensemble de variables financières pondérées selon leur incidence sur le PIB réel. Un tel indice doit être interprété avec prudence vu les difficultés inhérentes à la quantification des effets des changements de ces variables sur l'économie réelle et la brièveté de la période couverte par certaines données. C'est pourquoi les variations de l'indice devraient être plus informatives que son niveau. D'après l'indice, les conditions financières du Canada se sont fortement détériorées au dernier trimestre de 2008 et ont affiché un degré de resserrement sans précédent en dix ans (*Graphique 14*), les taux des obligations de sociétés ayant augmenté et les écarts de rendement sur ces titres s'étant creusés par suite de la réduction de la propension des investisseurs à acheter des actifs risqués. Depuis janvier, les conditions financières se sont améliorées quelque peu, les plus-values boursières et la baisse du taux du financement à un jour ayant partiellement compensé l'augmentation continue du rendement des obligations de sociétés. Les conditions financières demeurent néanmoins difficiles. On trouvera de plus amples renseignements sur la gamme d'indicateurs dont se sert la Banque pour suivre les conditions du crédit à la nouvelle page Web créée à cette fin, à l'adresse : <http://credit.banqueducanada.ca>.

Graphique 14 : Les conditions financières sont difficiles mais ont cessé de se détériorer

Indice des conditions financières, données mensuelles*



* L'indice des conditions financières se compose des variables suivantes : les conditions du crédit (selon le solde des opinions concernant les conditions générales du crédit aux entreprises publié dans l'*Enquête auprès des responsables du crédit*); l'écart de rendement sur obligations de sociétés (l'écart entre le rendement pondéré des obligations de sociétés et celui des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans ou plus); le taux d'intérêt à court terme (le taux du financement à un jour); le taux d'intérêt à long terme (le rendement des obligations du gouvernement du Canada à dix ans ou plus); le taux de change réel; les cours boursiers (le ratio de l'indice TSX au PIB); et l'indice des prix des logements neufs divisé par l'IPC. Pour de plus amples renseignements sur la construction et l'interprétation de l'indice, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca>.

Source : Calculs de la Banque du Canada

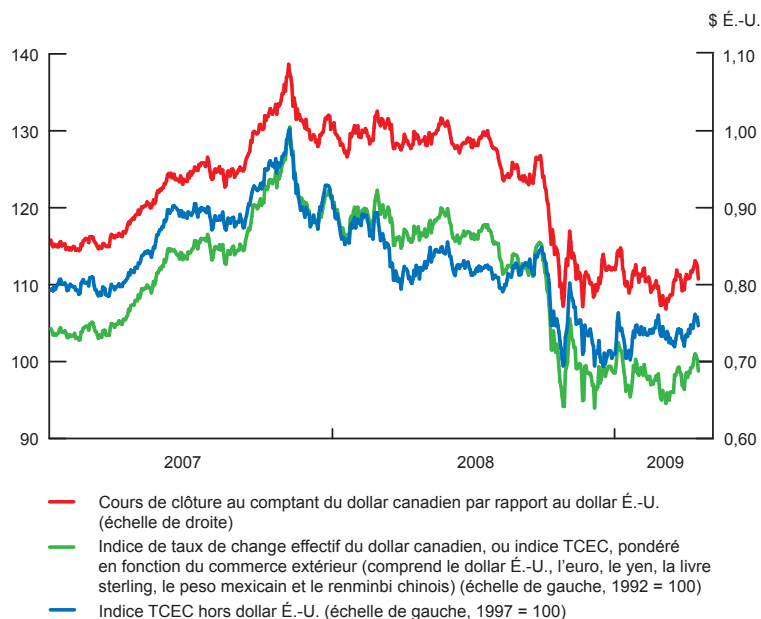
Les agrégats monétaires ont poursuivi leur forte expansion, malgré le resserrement des conditions financières et le fléchissement de la croissance du PIB nominal. Cette situation s'explique par la hausse de la demande de monnaie associée aux bas taux d'intérêt et à la part accrue des actifs liquides dans la composition des portefeuilles. Dans la période de trois mois s'étant terminée en février, l'agrégat au sens étroit M1+ a augmenté à un taux annualisé de 14,2 %, et l'agrégat M2++, à un taux de 9,9 %. Il est toutefois difficile de tirer les conséquences de cette expansion monétaire pour l'activité économique, notamment parce que la demande de monnaie est susceptible de varier encore plus que de coutume en contexte de bas taux d'intérêt.

Le taux de change

Depuis que la *Mise à jour* de janvier a été publiée, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette allant de 77 à 83 cents É.-U. et s'est établi en moyenne à environ 80 cents É.-U. (*Graphique 15*). Le soutien apporté récemment par le raffermissement des prix du pétrole a été largement annulé par le ralentissement économique, de sorte que la valeur de la monnaie canadienne est restée essentiellement la même depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier.

Graphique 15 : La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne autour de 80 cents É.-U. depuis la *Mise à jour* de janvier

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière budgétaire et monétaire ont été considérablement assouplies face à la détérioration de la situation macroéconomique, et ce, dans le cadre d'une intervention coordonnée à l'échelle internationale. Depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, d'importantes mesures ont été adoptées en vue d'accroître le degré de détente monétaire et de donner une impulsion additionnelle sur le plan budgétaire.

Le budget fédéral déposé le 27 janvier prévoit un important programme de relance au cours de la période 2009-2010, et les budgets provinciaux comportent d'autres mesures expansionnistes. Les effets commenceront à se faire sentir au second semestre de 2009 et se renforceront tout au long de l'année prochaine.

La politique monétaire a également été assouplie considérablement depuis janvier, portant la détente cumulative à 425 points de base depuis décembre 2007. La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 3 mars et à nouveau de 25 points de base le 21 avril. La Banque estime que le niveau actuel du taux directeur, soit 25 points de base, correspond à la valeur plancher de ce taux. Sous réserve des perspectives de l'inflation, la Banque s'est engagée à maintenir le taux cible du financement à un jour à ce niveau jusqu'au deuxième trimestre de 2010. La Banque est d'avis que cette détente, combinée à son engagement conditionnel, représente l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible de 2 % soit réalisée.

Les politiques canadiennes en matière budgétaire et monétaire ont été considérablement assouplies face à la détérioration de la situation macroéconomique, et ce, dans le cadre d'une intervention coordonnée à l'échelle internationale.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 80 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; une appréciation progressive des produits de base non énergétiques liée à la reprise de l'économie mondiale; la persistance de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'au milieu de 2010, puis leur relâchement graduel.

L'offre et la demande globales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit à présent que le fléchissement de l'économie canadienne durera jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2009 (soit un trimestre de plus qu'elle ne l'entrevoit dans la *Mise à jour* de janvier), le PIB réel devant chuter cette année de 3,0 % en moyenne annuelle (*Tableau 3*). Deux grands facteurs sont à l'origine de cet assombrissement marqué des perspectives depuis janvier : premièrement, une faiblesse plus prononcée qu'escompté à l'étranger qui s'est propagée par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance et, deuxièmement, des retards (notamment aux États-Unis) dans la mise en œuvre des politiques visant à stabiliser et à recapitaliser le système financier mondial, retards qui ont pesé à la fois sur les conditions financières et la confiance.

En 2009, le PIB réel du Canada devrait reculer de 3,0 %.

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

En points de pourcentage^a

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

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. Ceux qui se rapportent à la production potentielle proviennent de la Note technique 1 de la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le volume des exportations devrait reculer de façon marquée au premier semestre de 2009, compte tenu de la faiblesse persistante de la demande étrangère pour les véhicules automobiles, biens industriels et produits de base canadiens.

La demande intérieure finale devrait se contracter jusqu'au troisième trimestre de 2009 en raison de l'atonie persistante de la demande intérieure privée. Le tassement de la dépense des ménages tient en grande partie à un repli anticipé des revenus réels, suscité par une détérioration des conditions du marché du travail, une dégradation des termes de l'échange et un ralentissement de la croissance de la production potentielle. Par ailleurs, les ménages ont vu leur patrimoine s'éroder en raison du fléchissement des prix des actions et des maisons. Ces facteurs, conjugués à une incertitude accrue quant à l'évolution des revenus et des prix des actifs, ont amené les consommateurs à revoir à la hausse leur niveau d'épargne souhaitée. En conséquence, l'activité sur le marché de la revente des maisons a sensiblement ralenti. On s'attend à ce que les investissements dans le secteur résidentiel enregistrent un net recul jusque vers la fin de 2009.

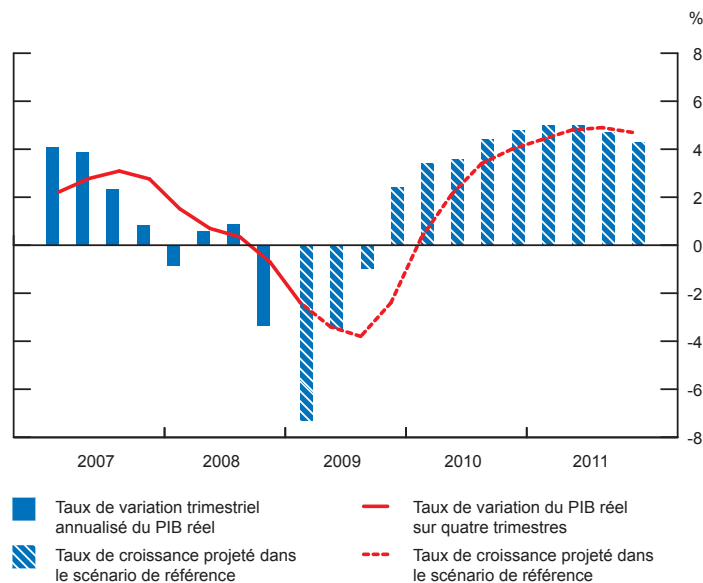
Les investissements fixes des entreprises devraient fléchir considérablement en 2009, sous l'effet d'une baisse des profits des sociétés, du resserrement des conditions du crédit, de la faiblesse des prix des produits de base et de l'incertitude entourant les perspectives économiques. Cette contraction projetée des dépenses d'investissement est conforme aux résultats les plus récents de l'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises et de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public. Les entreprises ont aussi besoin de réduire leurs stocks, étant donné que ceux-ci ont grimpé en flèche ces derniers mois. La diminution des stocks devrait freiner sensiblement la croissance du PIB au cours des trois premiers trimestres de l'année.

L'atonie de la demande intérieure devrait se traduire par une forte baisse du volume des importations en 2009, laquelle devrait plus que contrebalancer le recul des ventes à l'étranger.

Comme en janvier, on prévoit que le PIB réel rebondira pour atteindre des taux de croissance supérieurs à celui de la production potentielle au dernier trimestre de l'année (*Graphique 16*). L'économie devrait progresser, en

Le PIB réel du Canada devrait progresser de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011.

Graphique 16 : La croissance du produit intérieur brut réel devrait rebondir en 2010



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

moyenne annuelle, de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011. Comparativement aux projections de la *Mise à jour* de janvier, la révision à la baisse du taux de croissance pour 2010 est surtout attribuable à une diminution du taux d'expansion envisagé de la production potentielle.

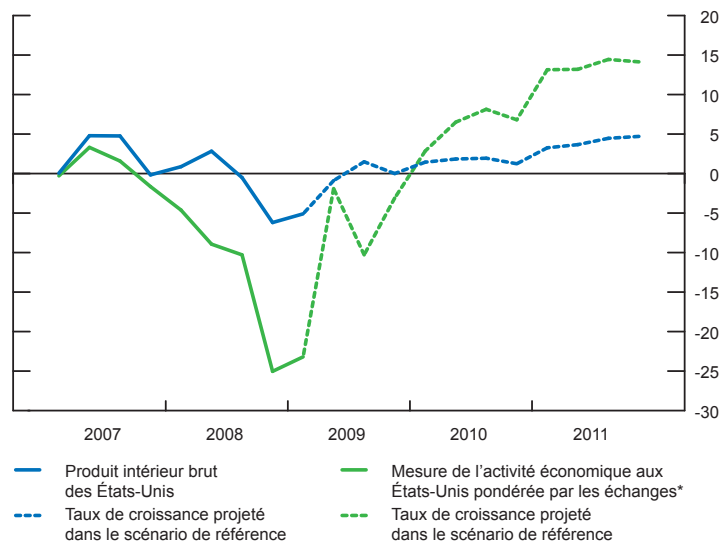
Combinée aux mesures de relance monétaire et budgétaire, la normalisation attendue de la situation financière devrait redonner confiance aux consommateurs et aux entreprises et dynamiser les dépenses en 2010. De même, les mises en chantier devraient reprendre progressivement de la vigueur, soutenues par des taux hypothécaires historiquement bas et des besoins démographiques qui se chiffrent à quelque 175 000 logements par an. Compte tenu de l'amélioration graduelle de la demande extérieure et de la dépréciation passée du dollar canadien, on table sur un redressement des exportations.

En 2010 et 2011, le rythme d'expansion de l'activité devrait être plus rapide au Canada qu'aux États-Unis, et ce, pour un certain nombre de raisons. Tout d'abord, les ménages canadiens n'ont pas autant besoin que leurs homologues américains d'assainir leurs bilans, car leurs pertes ont été moins importantes (*Graphique 7a*). Ensuite, la correction du marché du logement devrait être bien moins sévère que chez nos voisins du sud. Par ailleurs, les exportateurs canadiens bénéficieront de manière disproportionnée de la reprise des secteurs du logement et de l'automobile au sud de la frontière, ce qui devrait amener le rythme de croissance de la demande de biens canadiens aux États-Unis à dépasser le taux d'augmentation projeté du PIB réel américain (*Graphique 17*).

Puisque la croissance de la demande globale promet d'être anémique à court terme, l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne devrait continuer de s'accroître, pour s'établir au second semestre de 2009 aux alentours de 4,5 %, soit environ 0,75 point de pourcentage de plus que prévu en janvier. À mesure que l'économie reprendra de la vigueur, au quatrième trimestre, et

Graphique 17 : La composition de la demande américaine devrait favoriser les exportations canadiennes

Taux de croissance trimestriel annualisé



* Mesure de la croissance dans les secteurs de l'économie américaine qui ont une importance cruciale pour les exportateurs canadiens, notamment les ventes de véhicules automobiles et la construction résidentielle

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

que la croissance s'accéléra, en 2010-2011, l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement, et l'économie canadienne devrait tourner aux limites de sa capacité de production au troisième trimestre de 2011.

La projection en matière d'inflation

L'accroissement sensible de l'offre excédentaire, conjugué à la décélération notable des prix des aliments et au recul modeste des prix des maisons, devrait entraîner tout au long de 2009 une réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence, laquelle descendrait jusqu'à 0,9 % au quatrième trimestre (Tableau 4). Ce taux est légèrement inférieur à celui sur lequel on tablait en janvier, du fait d'un élargissement de l'écart de production. Étant donné que l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global devraient retourner à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

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

	2008	2009				2010		2011	
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)^b	-3,4 (-2,3)	-7,3 (-4,8)	-3,5 (-1,0)	-1,0 (2,0)	2,4 (3,5)	3,5 (4,7)	4,6 (4,9)	5,0	4,5
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-0,7 (-0,3)	-2,4 (-1,3)	-3,4 (-1,7)	-3,8 (-1,6)	-2,4 (-0,1)	1,2 (3,0)	3,7 (4,6)	4,6	4,8
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	1,9 (2,1)	1,6 (1,5)	1,3 (1,2)	0,9 (1,1)	1,1 (1,3)	1,4 (1,8)	1,8	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	-0,1 (-0,6)	-0,8 (-1,0)	1,0 (1,1)	1,6 (1,6)	1,7 (1,8)	1,9	2,0
WTI^c (niveau)	58 (58)	43 (43)	51 (52)	57 (56)	60 (58)	63 (62)	67 (64)	69	71

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

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

c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 avril 2009.

De même qu'elle l'indiquait en janvier, la Banque prévoit, compte tenu des baisses en glissement annuel des prix de l'énergie, que l'inflation mesurée par l'IPC global diminuera bien plus rapidement, et sera même négative aux deuxième et troisième trimestres de 2009. En dépit du profil d'évolution moins élevé de l'inflation fondamentale, le creux que toucherait le taux d'augmentation de l'IPC global ne serait pas aussi bas qu'annoncé en janvier, l'institution formulant l'hypothèse que les marges dégagées récemment entre les cours du pétrole brut et les prix de l'essence seront maintenues au cours de la période de projection. La Banque s'attend aussi à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global retourne à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

Les risques entourant les perspectives

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, la confiance pourrait être restaurée plus rapidement qu'on ne l'entrevoit si une action convaincante était menée plus vite que prévu pour remédier aux faiblesses du système financier dans les grandes économies. Avec l'appui des mesures de politique macroéconomique énergiques et coordonnées déjà engagées, on pourrait ainsi assister à une reprise à l'échelle du globe plus forte qu'escompté. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée qu'on ne le suppose si la résolution des problèmes touchant le système financier était encore retardée. Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les évolutions cycliques semblent certes contribuer à réduire les importants déséquilibres des balances courantes, mais pour que se produise une correction durable et ordonnée, il faudra des politiques favorisant un rééquilibrage de la demande intérieure parmi les grandes zones économiques. Outre ces risques internationaux, les rajustements difficiles auxquels procèdent certains secteurs de l'économie canadienne, notamment ceux de l'énergie et de l'automobile, sont empreints d'incertitudes considérables.

L'incertitude entourant les effets des instruments de politique monétaire non traditionnels, qui seraient employés dans l'éventualité où la récession se prolongerait davantage que prévu, et la nécessité d'user de ces instruments avec prudence font en sorte que les risques à la baisse associés à la projection de la Banque en matière d'inflation sont légèrement prépondérants.

La Banque s'est efforcée de quantifier, à l'aide de graphiques en éventail, les incertitudes pesant sur sa projection relative à l'inflation. Les Graphiques A et B de la Note technique 2 illustrent ces incertitudes en ce qui a trait à l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

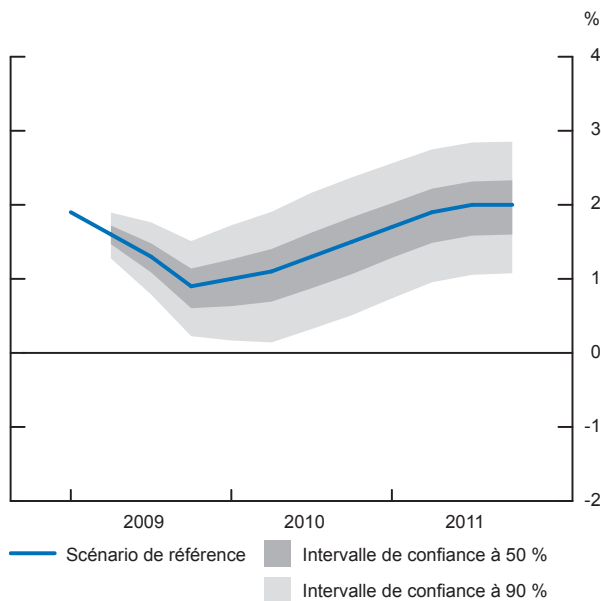
Graphiques en éventail de l'inflation

Les projections économiques sont entachées d'une incertitude considérable, qui peut avoir différentes sources : l'état de l'économie, la nature des relations économiques et l'ampleur et la persistance des chocs en cours (Jenkins et Longworth, 2002).

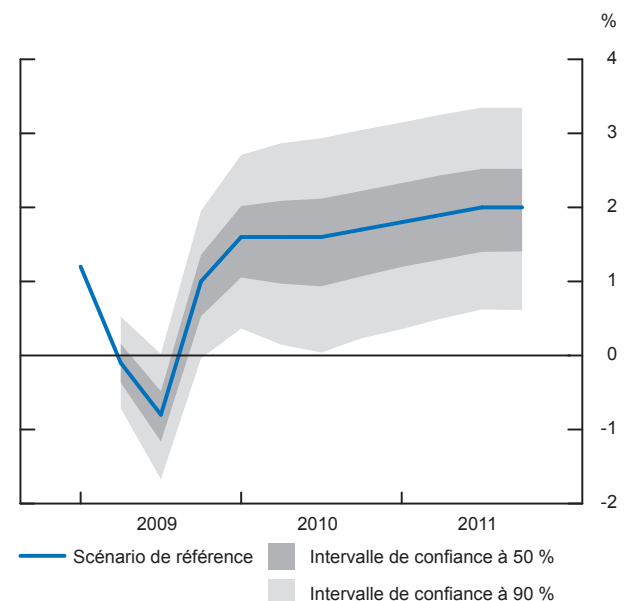
L'incertitude dont sont empreintes les projections à divers horizons temporels peut être illustrée intuitivement au moyen de « graphiques en éventail » du genre reproduit ci-dessous. Les graphiques A et B présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011. La largeur des intervalles de confiance reflète la meilleure estimation faite par la Banque de l'incertitude liée à l'état de l'économie ainsi qu'à l'ampleur et à la persistance des chocs en cours¹.

L'aire de couleur foncée du Graphique A correspond à l'intervalle de confiance à 50 %; la limite inférieure de cet intervalle pour l'inflation mesurée par l'indice de référence est de 0,6 % à la fin de 2009, et sa limite supérieure, de 1,1 %. Cela signifie que la Banque évalue à 50 % la probabilité que le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence se situe entre 0,6 % et 1,1 %. En outre, il y a 25 chances sur 100 que le taux d'inflation soit supérieur à 1,1 % et 25 chances sur 100 qu'il soit inférieur à 0,6 %. Le même principe s'applique à l'aire de couleur claire du Graphique, à la différence que, l'intervalle s'élargissant, le niveau de confiance s'élève et passe à 90 %. Dans ce cas, la Banque estime à 90 % la probabilité que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'inscrive entre 0,2 % et 1,5 % à la fin de 2009. On peut ajouter qu'elle est sûre à 95 % que cette mesure dépassera 0,1 % au second trimestre de 2010². Par conséquent, la Banque est d'avis qu'une période de déflation soutenue reste une éventualité lointaine au Canada.

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



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



On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

- 1 Pour les deux premiers trimestres de la projection, la largeur des intervalles de confiance se fonde sur les erreurs constatées dans les projections de la Banque pour la période comprise entre le premier trimestre de 1995 et le troisième trimestre de 2008. Au-delà, leur largeur est basée sur les erreurs de prévision de TOTEM, le modèle de projection utilisé à la Banque (Murchison et Rennison, 2006). L'incertitude entourant les perspectives économiques des principaux partenaires commerciaux du Canada, qui influence aussi la largeur des intervalles de confiance, est estimée à l'aide des erreurs de prévision d'un petit modèle inspiré de MUSE, le modèle de l'économie américaine dont se sert la Banque (Gosselin et Lalonde, 2005).
- 2 Le second trimestre de 2010 correspond au creux de l'intervalle de confiance à 90 % pour l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Annexe

Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt

L'objectif de la politique monétaire

C'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible que la politique monétaire peut le mieux contribuer à la prospérité économique et financière des Canadiens.

Selon les termes d'une entente conclue entre la Banque du Canada et le gouvernement canadien¹, l'objectif de la politique monétaire est de maintenir l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global à 2 %, le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %.

Le mécanisme de transmission

En temps normal, la Banque mène sa politique monétaire en fixant une cible pour le taux du financement à un jour. Les variations de ce taux influent sur les taux du marché à plus long terme, ainsi que sur les taux d'intérêt établis par les institutions financières, lesquels se répercutent à leur tour sur la demande globale et l'inflation². Les attentes d'inflation étant fermement arrimées à la cible de 2 %, la tâche consiste à préserver en gros l'équilibre entre le niveau de la demande globale et celui de la production potentielle.

Les taux d'intérêt nominaux ne peuvent descendre sous zéro. Par conséquent, lorsque le taux du financement à un jour se rapproche de zéro, la banque centrale doit envisager d'autres mesures propres à stimuler, au besoin, l'économie, en vue de respecter son objectif en matière d'inflation. Même lorsque le taux à un jour est proche de zéro, les taux du marché à plus long terme et les taux de prêt pratiqués par les institutions financières ont de bonnes chances d'être encore bien supérieurs à zéro. Ces taux d'intérêt influencent directement les décisions de dépense des ménages et des entreprises. Dans ces conditions, la tâche de la politique monétaire serait de continuer à faire pression à la baisse sur ces taux et de chercher à améliorer la disponibilité du crédit de façon générale.

En principe, la Banque pourrait abaisser le taux directeur jusqu'à zéro. Cependant, elle supprimerait par le fait même l'incitation des prêteurs et des emprunteurs à

conclure des opérations sur les marchés, en particulier celui des pensions. Afin de préserver le bon fonctionnement des marchés dans un contexte de bas taux d'intérêt, la Banque a donc décidé d'établir une valeur minimale de 25 points de base pour le taux du financement à un jour et de fixer le taux de rémunération des dépôts au taux cible du financement à un jour³. Cette valeur minimale est désignée sous le nom de « valeur plancher » dans la suite du texte.

Autres instruments dont la Banque dispose une fois le taux directeur fixé à sa valeur plancher

La Banque a défini trois grands instruments dont elle pourrait envisager de se servir pour atteindre son objectif d'inflation une fois le taux directeur établi à sa valeur plancher.

1. Déclarations conditionnelles au sujet de la trajectoire future des taux directeurs. La clarté des communications constitue un fondement essentiel du régime de cibles d'inflation de la Banque et est au cœur de sa réussite. Une fois le taux directeur fixé à sa valeur plancher, l'accroissement de la transparence par la formulation de déclarations conditionnelles explicites subordonnées aux perspectives en matière d'inflation présente plusieurs avantages.

Comme les taux d'intérêt à long terme sur les titres d'État représentent des moyennes des taux à court terme actuels et attendus (augmentés de primes de terme), un engagement conditionnel crédible de la banque centrale à maintenir les taux à court terme à la valeur plancher pour une période plus longue que ce que les marchés avaient prévu jusque-là devrait faire diminuer les rendements obligataires sur l'ensemble des échéances de la courbe des taux et soutenir, par

¹ On trouvera le texte de leur déclaration commune à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/presse/2006/pr06-18f.html>.

² Le mécanisme de transmission est décrit à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/monetaire_mod/index.html.

³ Le taux de rémunération des dépôts – soit l'intérêt servi sur les soldes de règlement que les participants directs au Système de transfert de paiements de grande valeur détiennent à la Banque – est la limite inférieure de la fourchette opérationnelle établie pour le taux du financement à un jour. Il constitue un véritable plancher pour le taux à un jour puisque les institutions peuvent toujours placer leurs liquidités excédentaires à la banque centrale à ce taux au lieu de les prêter à un taux du marché qui lui serait inférieur. Engert, Gravelle et Howard (2008) décrivent le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. Certains changements ont été apportés au cadre d'application de la fourchette opérationnelle en raison de la fixation du taux directeur à sa valeur plancher. Ils sont décrits dans le communiqué du 21 avril 2009, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/dates-fixes/2009/rate_210409f.html.

le fait même, les prix des autres actifs financiers ainsi que la demande globale. Si les attentes des marchés et de la banque centrale devaient déjà concorder, ces déclarations aideraient à conserver les rendements obligataires à de bas niveaux. La Banque pourrait aussi étayer de telles déclarations par l'offre de prises en pension à plus long terme à des taux compatibles avec son engagement conditionnel à l'égard de la fourchette opérationnelle. Afin que les acteurs des marchés comprennent bien que les déclarations de la Banque sont subordonnées à sa projection en matière d'inflation et qu'ils puissent évaluer les risques entourant cette dernière, ce type de déclarations s'accompagnerait de la publication d'intervalles de confiance autour de la projection. L'information ainsi fournie concourrait à façonner les attentes des marchés concernant l'évolution future des taux d'intérêt à court terme.

Les autres instruments que la Banque pourrait employer sont moins traditionnels en ce sens qu'ils consistent en des achats fermes d'actifs. Ces achats feraient sentir leur effet par le jeu de modifications de la composition et de la taille du bilan de la banque centrale.

2. Assouplissement quantitatif. Il s'agit d'achats fermes d'actifs financiers financés par la création de soldes de règlement excédentaires (c'est-à-dire les réserves que détiennent les institutions financières à la banque centrale). Ces achats feraient augmenter le prix des actifs acquis (qui pourraient être aussi bien des titres d'État que des actifs du secteur privé) et diminuer leur rendement⁴. La hausse des soldes de règlement mis à la disposition des participants directs au Système de transfert de paiements de grande valeur encouragerait ceux-ci à acheter des actifs ou à accroître l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises. Il en résulterait un accroissement de l'offre de dépôts (ou des agrégats monétaires) et une hausse additionnelle de la demande d'autres actifs financiers, ce qui tirerait leurs prix vers le haut et leurs rendements vers le bas. L'achat par la banque centrale de bons du Trésor et d'obligations d'État assorties d'une échéance rapprochée contribuerait aussi à renforcer l'incidence des déclarations conditionnelles au sujet de la trajectoire future des taux d'intérêt.

3. Assouplissement direct du crédit. Il s'agit de l'achat d'actifs privés effectué directement sur certains marchés de crédit qui sont essentiels au bon fonctionnement du système financier et qui sont temporairement

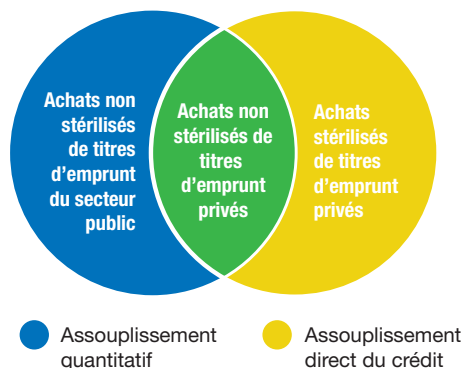
⁴ Si l'on range aujourd'hui l'assouplissement quantitatif parmi les outils non traditionnels de la politique monétaire, l'achat de titres d'État constitue en fait le mode d'intervention classique des autorités monétaires selon les manuels d'économie. La banque centrale peut modifier l'orientation de sa politique en agissant sur le volume ou le prix des liquidités injectées dans le système financier. Dans la pratique, la plupart des banques centrales ont choisi de mettre en œuvre leur politique monétaire en prenant pour cible le prix des liquidités, car la relation entre le volume des liquidités fournies par la banque centrale et les agrégats monétaires et celle entre la demande globale et l'inflation ne sont pas très stables.

mis à mal. Cette mesure vise à réduire les primes de risque, à améliorer la liquidité et à stimuler l'activité sur ces marchés, dans le dessein de relancer les flux de crédit et la demande globale. Il n'est pas nécessaire que ces achats d'actifs soient financés par une expansion des soldes de règlement; ils pourraient l'être par la vente d'autres actifs du portefeuille ou par une hausse des dépôts du gouvernement à la banque centrale, de telle sorte que la base monétaire ne soit pas modifiée. En d'autres termes, l'effet de l'assouplissement direct du crédit sur le niveau des soldes de règlement pourrait être « stérilisé » (Figure 1).

Un certain nombre de facteurs influenceront l'efficacité relative de ces instruments. L'incidence directe d'un achat sur le rendement de l'actif acquis dépendra pour une large part du degré de substituabilité entre les catégories d'actifs (lequel peut varier dans le temps). Elle sera plus importante si les actifs sont peu substituables entre eux. Dans ce cas, toutefois, la mesure dans laquelle les variations du rendement des actifs achetés se répercuteront sur celui des autres catégories d'actifs risque aussi d'être limitée. Si le degré de substituabilité est élevé, il sera plus difficile de faire varier le rendement des actifs visés de façon marquée, mais l'effet exercé sera plus largement diffusé entre les catégories d'actifs.

L'incidence macroéconomique des interventions entreprises sera fortement tributaire de l'effet qu'elles auront sur les taux d'intérêt relatifs aux prêts des ménages (puisque les dépenses de ces derniers représentent une part importante de l'économie), de la mesure dans laquelle ces interventions contribueront à lever les contraintes sur les marchés du crédit et de la réaction du taux de change au recul du rendement des titres libellés dans la monnaie nationale. Leur incidence macroéconomique sera également fonction de la mesure dans laquelle les institutions financières font usage de leurs soldes de règlement additionnels pour augmenter leur offre de crédit.

Figure 1 : Financement et type d'acquisition d'actifs



Bien que la banque centrale dispose d'un certain nombre d'instruments pour stimuler la demande globale lorsque le taux directeur se situe à sa valeur plancher, l'intensité et la rapidité avec laquelle l'économie réagirait aux mesures adoptées sont très incertaines.

Principes guidant les interventions potentielles de la Banque du Canada

La réflexion de la Banque au sujet des actions à entreprendre se fondera sur les principes suivants :

- **Accent mis sur la cible d'inflation.** La Banque conclurait des transactions du montant et du type requis pour apporter le soutien souhaité à la demande globale et atteindre la cible d'inflation.
- **Incidence.** Les acquisitions d'actifs seraient concentrées dans l'intervalle des échéances jugées les plus susceptibles de maximiser leur incidence sur l'économie. Lorsque des transactions sur les marchés du crédit privé seraient envisagées, les marchés visés seraient ceux dont la « défaillance » manifeste (attestée, par exemple, par la persistance de primes de liquidité excessives) a des effets macroéconomiques importants du fait de ses répercussions sur les conditions du crédit et les flux de crédit et peut être palliée en partie grâce aux mécanismes d'octroi de liquidités ou aux programmes d'achat de la banque centrale.
- **Neutralité à l'égard des secteurs et des actifs de nature similaire.** Pour limiter le risque de distorsions, les mesures seraient mises en œuvre de la façon la plus globale et la plus neutre possible. Les marchés sur lesquels s'effectueraient les achats seraient définis le plus largement possible. Les opérations seraient conduites de manière neutre (au moyen d'adjudications par exemple).
- **Prudence.** La Banque prendrait en compte la qualité des placements et veillerait à réduire au maximum les risques opérationnels. Elle s'attacherait également à limiter les risques financiers pour son bilan, c'est-à-dire les pertes qu'occasionneraient des variations des rendements ou une détérioration de la qualité des titres privés eux-mêmes (pertes de réévaluation ou pertes sur créances).

La Banque coordonnerait son action avec le gouvernement fédéral afin d'optimiser l'effet des mesures prises de part et d'autre pour assouplir les conditions du crédit et stimuler l'économie.

Indicateurs clés

La Banque suivrait de près un certain nombre d'indicateurs en vue d'évaluer l'efficacité de ses interventions. Le facteur prépondérant serait l'effet total de l'intervention sur les conditions de financement auxquelles sont

confrontés les ménages et les entreprises et, donc, sur la demande globale et l'inflation.

Différents indicateurs serviraient à jauger les retombées directes du recours à un instrument donné. Par exemple, on jugerait de l'efficacité des déclarations conditionnelles concernant l'évolution future du taux directeur par leur effet sur les taux d'intérêt à plus long terme. L'efficacité des mesures d'assouplissement quantitatif (ou, à l'inverse, le degré d'assouplissement nécessaire) se mesurerait dans un premier temps à l'aune de la modification éventuelle de la courbe des taux et, de manière plus générale, de l'évolution des conditions globales de financement. Pour sa part, l'efficacité des mesures d'assouplissement du crédit serait évaluée à la lumière du recul des primes de risque et de la hausse des activités d'émission. Pour être en mesure de bien juger de l'incidence de son action, la Banque devrait tenir compte de l'effet de tout autre facteur ayant pu jouer sur les marchés concernés.

Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises et de son enquête auprès des responsables du crédit seraient fort utiles pour évaluer l'évolution des modalités du crédit aux entreprises. La Banque a mis au point des indicateurs sommaires des conditions financières, dont des mesures globales du coût des emprunts et un indice des conditions financières à l'échelle de l'économie⁵.

La Banque surveillerait aussi l'évolution des agrégats de la monnaie et du crédit. Toutefois, l'incidence des variations des agrégats monétaires sur la dépense globale est difficile à jauger, puisque, dans un contexte de très bas taux d'intérêt, la demande de monnaie et, partant, sa vitesse de circulation risquent de varier encore plus qu'à l'accoutumée.

L'ampleur des interventions de la Banque serait guidée par une appréciation prudente des mesures nécessaires pour produire l'amélioration souhaitée des conditions financières.

Stratégie de désengagement

La stratégie de désengagement, c'est-à-dire le dénouement des positions prises par la Banque dans le cadre des facilités de crédit et programmes d'achat d'actifs mis en place, serait guidée par son évaluation des conditions régnant sur les marchés du crédit et des perspectives en matière d'inflation.

Plusieurs possibilités s'offriraient à la Banque : elle pourrait laisser les actifs acquis arriver naturellement à échéance, les « refinancer » (en les mettant en pension, par exemple, ou en laissant échoir d'autres actifs figurant à son bilan) ou les vendre. Si la Banque devait vendre des

⁵ Ces mesures sont publiées dans le site Web de la Banque, à la page consacrée aux conditions du crédit (<http://credit.banqueducanada.ca>).

actifs, elle modulerait avec soin le rythme auquel elle s'en départirait.

Communications

Les communiqués d'annonce du taux directeur demeureraient axés sur le taux cible du financement à un jour et continueraient de comporter une déclaration conditionnelle au sujet de l'orientation future du taux directeur.

La Banque préciserait également dans chaque communiqué si elle a l'intention de mettre en œuvre un programme d'achat d'actifs d'ici la prochaine date d'annonce ou la suivante, et elle indiquerait l'ampleur approximative du programme en question (dans la mesure où la conception de celui-ci le justifierait). L'institution expliquerait les grands objectifs de ses acquisitions d'actifs et la manière dont elles seraient financées. Les modalités détaillées (prix, moment de l'opération, titres admissibles, etc.) seraient dévoilées à part.

Dans les communiqués qu'elle publie les jours d'annonce du taux directeur et dans ses rapports sur la politique monétaire, la Banque continuerait de présenter son évaluation de la situation économique et des perspectives en matière d'inflation, en se fondant sur son appréciation de l'efficacité des diverses mesures de politique monétaire adoptées. Les discours que prononcent ses dirigeants et leurs témoignages devant les comités parlementaires seraient autant d'occasions supplémentaires où la Banque pourrait rendre compte en détail de la façon dont elle conduit la politique monétaire.

La Banque se réserve le droit, dans des circonstances exceptionnelles, d'annoncer de nouvelles mesures en dehors du calendrier préétabli.

Bibliographie

Engert, W., T. Gravelle et D. Howard (2008). *The Implementation of Monetary Policy in Canada*, document d'analyse n° 2008-9, Banque du Canada.

Gosselin, M.-A., et R. Lalonde (2005). *MUSE: The Bank of Canada's New Projection Model of the U.S. Economy*, rapport technique n° 96, Banque du Canada.

Jenkins, P., et D. Longworth (2002). « Politique monétaire et incertitude », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 3-10.

Murchison, S., et A. Rennison (2006). *ToTEM: The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model*, rapport technique n° 97, Banque du Canada.

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