



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Avril 2008

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 22 avril 2008.

Vue d'ensemble

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

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

La Banque prévoit un ralentissement économique plus marqué et plus prolongé aux États-Unis que ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. Cette projection tient compte de l'incidence accrue, sur les dépenses de consommation, de la contraction de l'activité sur le marché du logement et du durcissement beaucoup plus prononcé des conditions du crédit dans ce pays. Une correction du marché du logement de l'ampleur de celle qui est observée actuellement aux États-Unis donnerait normalement un sérieux coup de frein à la

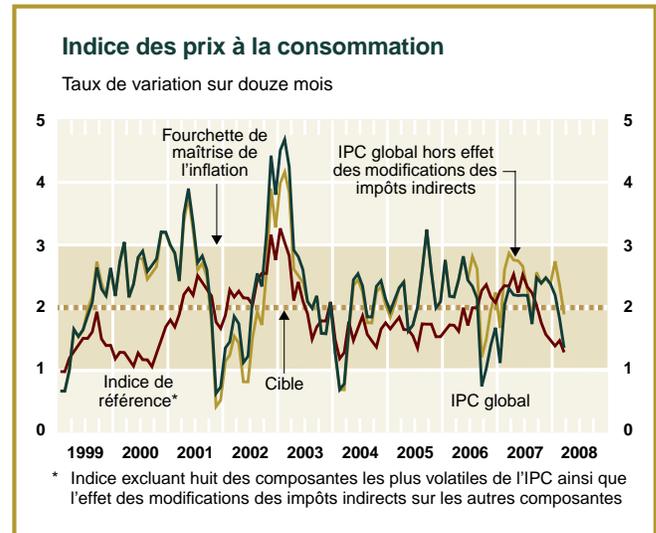
Faits saillants

- La baisse de régime de l'économie américaine est plus marquée et plus prolongée qu'escompté.
- Le ralentissement du rythme d'expansion de l'économie mondiale et les turbulences persistantes sur les marchés financiers auront des conséquences directes sur l'économie canadienne.
- Le PIB canadien devrait progresser de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.
- L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait s'établir légèrement en dessous de 2 % en 2009 et revenir à ce niveau en 2010.
- Selon le scénario de référence de la Banque, les risques entourant la projection en matière d'inflation semblent équilibrés.
- Il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation.

croissance du PIB, mais plusieurs facteurs apportent ici un certain contreponds. Premièrement, le programme de relance budgétaire voté récemment stimulera l'économie américaine aux troisième et quatrième trimestres. Deuxièmement, la dépréciation du billet vert contribuera à aiguillonner les exportations. Troisièmement, l'assouplissement appréciable de la politique monétaire dans ce pays devrait continuer à dynamiser la croissance du PIB en 2009 et au-delà, surtout à mesure que les turbulences se résorberont sur les marchés financiers.

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

Cette évolution de l'économie mondiale aura des conséquences sur l'économie canadienne. Premièrement, les exportations devraient se replier cette année et brider considérablement l'expansion du PIB tout au long du premier semestre de 2008, avant de se redresser graduellement au second semestre et en 2009. Deuxièmement, les turbulences sur les marchés financiers mondiaux continueront de rendre l'accès au financement sur les marchés de capitaux plus difficile et plus coûteux pour les entreprises et les banques canadiennes. On prévoit que la hausse des écarts de taux relatifs au financement des banques continuera d'être répercutée sur les entreprises et les ménages, entraînant ainsi, jusqu'à la fin de 2008, un resserrement des conditions du crédit, qui commencera à se dissiper en 2009. Ces conditions devraient revenir à des niveaux plus normaux en 2010. Grâce à la capitalisation relativement forte des institutions financières canadiennes, l'offre de crédit devrait demeurer plus robuste au Canada que sur les autres principaux marchés. Troisièmement, la confiance des entreprises et des consommateurs au pays devrait reculer quelque peu.



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

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

D'une manière générale, on s'attend à ce que l'économie canadienne affiche une offre excédentaire au deuxième trimestre de cette année et que les capacités inutilisées continuent d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Un retour à des taux

de croissance supérieurs à celui de la production potentielle — favorisé par le raffermissement graduel de l'économie américaine —, l'assouplissement de la politique monétaire et le rétablissement de conditions du crédit plus normales permettront de restaurer l'équilibre au sein de l'économie vers le milieu de 2010. Selon le scénario de référence de la Banque, le taux de croissance annualisé du PIB réel atteindra en moyenne 1,4 % en 2008, 2,4 % en 2009 et 3,3 % en 2010.

Les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'effet des modifications passées des impôts indirects contribueront à maintenir l'inflation mesurée en dessous de la cible tout au long de 2008. L'apparition d'une offre excédentaire devrait maintenir une pression à la baisse sur l'inflation jusqu'à la fin de 2009. On s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global comme celui de l'indice de référence montent à 2 % en 2010, par suite du rétablissement de l'équilibre dans l'économie.

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

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

Pour ce qui est des risques à la baisse, la croissance anémique prévue aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base. Il existe des risques découlant de la manière dont se dénoueront les difficultés éprouvées par les marchés financiers ainsi que des consé-

quences de ces dernières sur le coût et la disponibilité du crédit. Il se peut aussi que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte qu'escompté sur le prix des biens compris dans l'indice de référence.

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

L'évolution récente

La croissance de l'économie canadienne a ralenti au quatrième trimestre de 2007, l'effet modérateur exercé par les exportations nettes s'étant intensifié. Au cours de cette période, le PIB réel a progressé à un taux annualisé de 0,8 %, soit un rythme inférieur au niveau de 1,5 % projeté dans la *Mise à jour* de janvier. Tant la baisse de régime de l'économie américaine que l'appréciation passée du dollar canadien ont entraîné une diminution du volume des exportations. Parallèlement, les importations se sont considérablement accrues, à la faveur de la robuste expansion de la demande intérieure et de la hausse antérieure du dollar. Les données disponibles portent à croire que le taux d'augmentation du PIB avoisinera 1 % au premier trimestre de 2008, les réductions des investissements en stocks et des exportations nettes compensant la majeure partie de l'accroissement de la demande intérieure.

Bien que certains indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires témoignent de la présence de pressions sur

la capacité de production, d'autres indicateurs — dont l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque et les résultats de l'enquête de cette dernière sur les perspectives des entreprises parus ce printemps — permettent de croire que ces pressions se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007. Dans l'ensemble, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait tout juste au-dessus de son plein potentiel au premier trimestre de 2008 et qu'elle affichera une offre excédentaire au deuxième trimestre.

Les tensions inflationnistes observées ailleurs dans le monde ont été moins manifestes au Canada. L'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée en moyenne à 1,8 %, en glissement annuel, au premier trimestre de 2008, contre 2,4 % au quatrième trimestre de 2007. Toutefois, ce fléchissement s'expliquait surtout par la diminution de la taxe sur les produits et services, entrée en vigueur en janvier. Sous l'effet des pressions concurrentielles exercées sur les prix des véhicules automobiles découlant de la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, l'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé pour s'établir à 1,4 % en moyenne au premier trimestre. Par contre, le rythme de progression des prix de certains services inclus dans l'indice de référence est demeuré élevé, grâce à la vigueur soutenue de la demande intérieure. La Banque estime que l'inflation tendancielle se situe aux alentours de 2 %.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer considérablement pour se chiffrer à 3,7 % en 2008 et à 3,5 % en 2009, avant de revenir près de celui de la production potentielle en 2010. Cette évolution tient surtout à l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie américaine, attribuable à l'incidence du ralentissement prononcé du secteur du logement ainsi qu'à l'augmentation des écarts de taux et au resserrement de l'offre de crédit. Plusieurs facteurs

devraient toutefois contribuer à dynamiser la demande aux États-Unis, dont l'assouplissement appréciable de la politique monétaire et l'effet cumulatif de la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar É.-U. On prévoit que le taux d'accroissement du PIB réel aux États-Unis sera de 1,0 % en 2008, qu'il montera progressivement à 1,7 % en 2009 puis à 3,4 % en 2010.

L'expansion devrait demeurer forte en Chine et dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie, mais elle ralentira sans doute à l'horizon projeté.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient diminuer de quelque 15 % d'ici la fin de 2010, sous l'effet conjugué de l'apparition de nouvelles sources d'approvisionnement et d'un essoufflement de la demande mondiale. On fait l'hypothèse que les cours des produits de base énergétiques reculeront d'environ 10 % pendant la période de projection, ce qui cadre avec les cours actuels des contrats à terme.

La détérioration des perspectives de l'économie américaine et la poursuite du durcissement des conditions du crédit à l'échelle mondiale qui ont été observées depuis la publication de la *Mise à jour* se répercutent directement sur l'économie canadienne. Les perspectives quant aux exportations canadiennes ont été révisées à la baisse, en particulier pour 2008, et le resserrement des conditions du crédit au pays devrait modérer le dynamisme de la demande intérieure jusqu'à la fin de l'an prochain. Néanmoins, on prévoit toujours que la demande intérieure sera le principal moteur de l'expansion économique. On s'attend notamment à ce que les dépenses de consommation demeurent vigoureuses, à la faveur de l'augmentation continue des revenus et de l'avoir net des ménages, conjuguée à la réduction des taux directeurs. La progression des investissements des entreprises devrait fléchir quelque peu durant la période de projection, à cause de l'assombrissement des perspectives des économies américaine et mondiale.

Le taux d'accroissement trimestriel du PIB réel s'établit en moyenne à environ

0,5 %, en taux annualisés, au premier semestre de l'année, grimpe à 1,8 % au second semestre, à 3 % en 2009, puis à 3,4 % en 2010. L'économie affiche une offre excédentaire au deuxième trimestre de 2008, et les capacités inutilisées continuent d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. L'équilibre se rétablit au sein de l'économie vers le milieu de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra aux alentours de 1,3 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008, les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'apparition d'une offre excédentaire dans l'économie exerçant une pression à la baisse sur l'inflation. Avec le retour de l'économie à son plein potentiel, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % en 2010.

L'inflation mesurée par l'IPC global continuera d'être influencée par l'évolution des prix de l'énergie, qui ont fortement grimpé depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, et par l'effet ponctuel de la dernière réduction de la TPS. Selon les prévisions, le taux d'accroissement de l'IPC global se maintiendra tout juste sous la cible de 2 % durant la majeure partie de la période de projection et remontera à ce niveau en 2010.

Résumé des projections selon le scénario de référence*

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

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

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

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

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié 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