



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Octobre 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 21 octobre 2008.

Vue d'ensemble

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

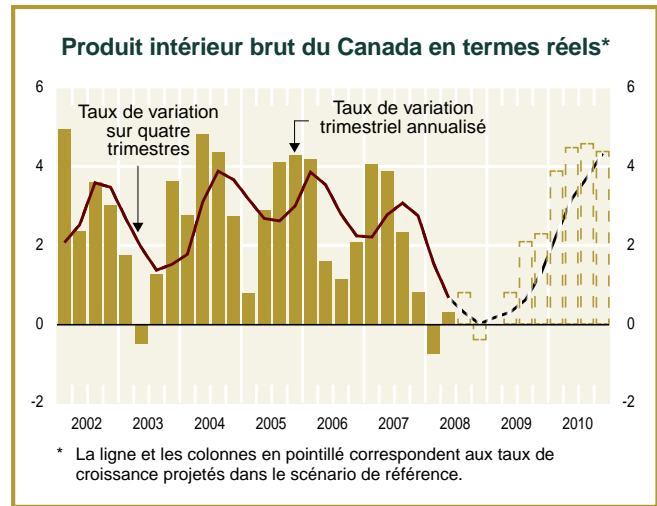
Face à la crise financière internationale, les décideurs publics de grandes économies ont pris plusieurs mesures extraordinaires afin d'assurer un apport en liquidités aux marchés, de reconstituer le capital de leur secteur bancaire et de rétablir les flux de

Faits saillants

- Le resserrement des conditions du crédit, l'affaiblissement de la demande extérieure et le recul prononcé des prix des produits de base ont assombri les perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation au Canada.
- La croissance de l'économie canadienne sera anémique jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009, puis s'accélérera durant le reste de l'année et dépassera celle du potentiel en 2010.
- Le taux d'augmentation de l'IPC global devrait glisser sous 1 % au milieu de 2009 avant de remonter à 2 % d'ici la fin de 2010. Le taux d'accroissement de l'indice de référence se maintiendra sous les 2 % jusqu'à la fin de 2010.
- Les décideurs publics de grands pays ont pris des mesures audacieuses pour apaiser la crise financière et atténuer ses effets sur l'économie. L'économie du Canada et son système financier robuste profiteront directement de ces actions.
- Le taux directeur a été abaissé au total de 75 points de base ce mois-ci et de 225 points de base depuis le début de décembre 2007. Il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.
- Les risques entourant le scénario de référence révisé au sujet de l'inflation sont jugés relativement équilibrés, mais les perspectives sont entachées d'une incertitude plus grande qu'à l'accoutumée.

crédit. Conformément au plan d'action des pays membres du G7, ces initiatives ont diminué le risque d'une nette aggravation de la situation au sein du système financier mondial, et l'économie du Canada et son système financier robuste en profiteront directement. Quoi qu'il en soit, la réduction du ratio de levier financier du système financier mondial ne se fera pas du jour au lendemain et se traduira par un resserrement des conditions du crédit plus important et persistant que ce à quoi on s'attendait en juillet.

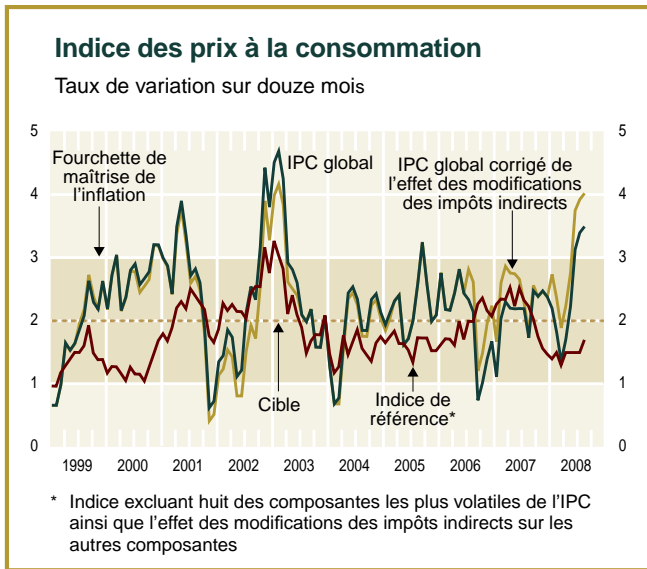
Compte tenu de cette évolution, la projection concernant l'économie canadienne pour 2008 et 2009 a été fortement révisée à la baisse. Toutefois, l'incertitude entourant le scénario de référence de la Banque en ce qui a trait à la croissance et à l'inflation au Canada est beaucoup plus grande qu'à la normale étant donné l'agitation qui règne sur les marchés financiers internationaux et la décélération rapide de la croissance mondiale. L'assombrissement des perspectives d'évolution de la demande à l'échelle du globe accentuera l'effet modérateur qu'exercent actuellement les exportations sur l'économie canadienne. La baisse des prix des produits de base, qui donnera lieu à une détérioration des termes de l'échange du pays et ralentira la progression de la demande intérieure, entraînera aussi une dégradation des perspectives. Le resserrement considérable des conditions du crédit au Canada ces dernières semaines freinera les investissements des entreprises et les investissements dans le secteur du logement. En conséquence, l'activité économique au Canada devrait rester anémique jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009, puis s'accélérer durant le reste de l'année et dépasser la croissance du potentiel en 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions du crédit, des effets retardés des mesures de politique monétaire et du raffermissement de l'expansion à l'échelle du globe. La dépréciation importante du dollar canadien survenue récemment contribuera également à compenser de façon notable les effets de l'affaiblissement de la demande mondiale et du recul des cours des produits de base. Dans l'ensemble, la Banque pro-



jettera une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

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

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



de 2008 et glisser sous 1 % au milieu de 2009, avant de retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

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

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient maintenant compte de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise.

L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection liée à l'inflation.

L'évolution récente

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession, ce qui est attribuable en bonne partie au durcissement des conditions du crédit découlant des bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux ainsi qu'à l'effet retardé des hausses antérieures des cours des produits de base. Le ralentissement, qui a débuté aux États-Unis, se fait maintenant sentir dans les pays industriels et, dans une moindre mesure, dans les pays émergents. Bien que l'économie américaine ait connu une croissance supérieure aux prévisions au premier semestre de l'année, plus récemment, son rythme s'est modéré beaucoup plus rapidement qu'escompté, et on considère maintenant qu'elle est en récession. Le ralentissement de l'économie mondiale s'est traduit par un fléchissement considérable des cours d'un grand nombre de matières premières, en particulier ceux de l'énergie, et ces cours demeurent volatils.

La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année, sous l'effet de la chute du volume des exportations et de la nette décélération de la demande intérieure finale. Les dépenses liées à la demande refoulée de logements et de certains biens durables semblent s'être achevées en grande partie. Le niveau du PIB réel a reculé au cours du premier semestre de 2008 et, selon les données disponibles, la hausse du PIB réel, en rythme annuel, se serait établie à 0,8 % au troisième trimestre.

Les indicateurs des pressions sur la capacité de l'économie sont variables. Le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, une légère offre excédentaire est apparue au sein de l'économie au troisième trimestre de 2008.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 % en août, en raison principalement de l'effet du renchérissement des aliments. L'inflation mesurée par l'IPC global est montée à 3,5 % en août, ce qui reflète l'influence additionnelle de la hausse des cours du pétrole brut. La Banque estime que les attentes d'inflation à l'horizon visé sont bien arrimées à la cible de 2 %.

L'évolution financière

La tourmente financière internationale qui a débuté à l'été 2007 s'est transformée en une crise financière d'une gravité, d'une ampleur et d'une persistance inégalées depuis des décennies. La liquidité s'est fortement érodée, le degré d'aversion pour le risque ayant augmenté de façon abrupte et les écarts de crédit ayant atteint des niveaux records. Les problèmes croissants de mobilisation de capitaux et de crédit, la hausse du coût des emprunts et leurs effets sur la confiance contribuent tous au ralentissement de l'économie mondiale. Les gouvernements et les banques centrales de grands pays ont réagi en prenant des mesures extraordinaires afin de stabiliser le système financier et de limiter les répercussions négatives sur l'économie réelle. Le plan d'action des pays du G7, annoncé le 10 octobre, fournit une assise importante permettant de stabiliser les marchés et de rétablir les flux de crédit.

En dépit de la bonne santé des institutions financières canadiennes, la crise financière mondiale a donné lieu à un net resserrement des conditions du crédit au pays. Les écarts de taux d'emprunt auxquels sont confrontées les entreprises financières et non financières ont bondi depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet, et l'accès au crédit est maintenant grandement limité. Les écarts de taux relatifs aux emprunts des ménages ont aussi monté mais, jusqu'ici, il ne semble guère que les autres conditions de prêt se durcissent. L'expansion du crédit aux ménages devrait décélérer, compte tenu d'un repli modeste des prix des maisons et d'un affaiblissement de la progression des revenus réels.

Le dollar canadien s'est fortement déprécié ces dernières semaines, sous l'effet de la baisse substantielle des cours des produits de base, de l'assombrissement des perspectives de l'économie canadienne et des réaménagements de portefeuilles découlant des perturbations financières.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le scénario de référence de la Banque concernant la croissance et l'inflation au Canada prend pour hypothèses que le taux de change du dollar canadien s'établira, en moyenne, à 85 cents É.-U., c'est-à-dire près de son niveau actuel, que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours récents des contrats à terme, que le plan d'action des pays du G7 stabilisera les marchés financiers mondiaux et que les conditions du crédit au Canada se redresseront progressivement avec le temps. On prévoit que le rythme d'expansion de l'économie mondiale sera inférieur à 3 % en 2009 — un niveau que la plupart des économistes considèrent comme étant caractéristique d'une récession —, ce qui est principalement imputable au fait que les conditions tendues du crédit sont plus persistantes et se propagent davantage à l'échelle internationale qu'on ne l'envisageait au début de l'année. La détérioration des perspectives concernant la croissance à l'échelle du globe implique que les prix des produits de base évolueront également en deçà des prévisions antérieures.

Ces évolutions à l'échelle mondiale ont obscurci les perspectives à court terme de l'économie canadienne. Par conséquent, les prévisions de la Banque au sujet de l'économie du pays au deuxième semestre de 2008 et en 2009 ont été fortement revues à la baisse par rapport à la *Mise à jour* de juillet. On s'attend à ce que, en moyenne annuelle, l'économie enregistre une croissance de 0,6 % en 2008 et en 2009 et de 3,4 % en 2010. Le volume des exportations devrait poursuivre sa baisse, mais comme la progression des importations est appelée à diminuer, l'effet modérateur exercé par les exportations nettes sera plus faible que ce que l'on

anticipait en juillet. L'expansion de la demande intérieure finale devrait être atone jusqu'à la fin de 2009, ce qui reflète un fléchissement de la progression des revenus réels anticipés lié au retournement récent des cours des produits de base et une réduction des investissements dans le logement. On prévoit aussi une diminution des investissements des entreprises, en raison du ralentissement de la croissance à l'échelle mondiale, du durcissement des conditions du crédit et du degré élevé d'incertitude.

La croissance de l'économie devant demeurer inférieure à celle de la production potentielle, l'offre excédentaire augmentera au sein de l'économie tout au long de 2009. Toutefois, en 2010, le rétablissement de conditions financières plus normales et l'effet stimulant de la forte détente monétaire devraient raffermir davantage les dépenses des entreprises et des ménages. On s'attend aussi à une augmentation des exportations en 2010, à la faveur de la reprise économique aux États-Unis. Les capacités inutilisées devraient commencer alors à se résorber, de sorte que l'économie devrait se remettre à tourner à pleine capacité au début de 2011.

Même si l'incidence des réductions antérieures des prix des automobiles ne se fera plus sentir sur le calcul du taux en glissement annuel, des pressions à la baisse engendrées par la présence d'une offre excédentaire et par un recul modeste des prix des logements s'exerceront sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Par conséquent, le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait passer de 1,8 % au quatrième trimestre de cette année à 1,5 % au milieu de 2009. Dans la foulée de la diminution de l'offre excédentaire au sein de l'économie et sous la poussée d'un certain renchérissement des importations,

Résumé des projections selon le scénario de référence^a

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

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

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

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

le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % d'ici la fin de 2010.

Les perspectives d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global ont été révisées à la baisse, en raison surtout du repli des cours de l'énergie. Les prix du pétrole brut devant suivre la trajectoire indiquée par les cours récents des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous 1 % au milieu de 2009. Comme les attentes d'inflation sont bien arrimées et que l'équilibre entre l'offre et la demande globales se rétablit, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global retournera au taux cible de 2 % vers la fin de 2010.

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

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique

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

Ontario

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

Colombie-Britannique et Yukon

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

Québec

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

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest

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

Bureau de New York

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

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour

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

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

Publications trimestrielles gratuites

Revue du système financier

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

Revue de la Banque du Canada

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

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

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

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

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

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

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

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

Internet

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

Information publique

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

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

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

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