



BANQUE DU CANADA | CÉLÉBRONS 75 ANS
BANK OF CANADA | CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2010



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

! CÉLÉBRONS 75 ANS
i CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2010

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.

Aujourd'hui, les perspectives sont plus favorables [...] S'il est probable que l'économie canadienne croîtra plus rapidement que celle des autres pays du G7 [en 2010], la Banque pense néanmoins que la reprise chez nous sera plus lente et dépendra davantage de la demande intérieure que de coutume.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
16 décembre 2009
Toronto (Ontario)*

Table des matières

1 Vue d'ensemble

3 L'économie mondiale

3 L'évolution récente

5 L'évolution des marchés financiers mondiaux

6 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

15 L'inflation et la cible de 2 %

16 Les conditions financières au Canada

20 Le taux de change

20 Les mesures d'intervention

21 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

21 L'offre et la demande globales

23 La projection en matière d'inflation

25 Les risques entourant les perspectives

Notes techniques

10 La réduction des déséquilibres mondiaux

12 Quelle a été la gravité du ralentissement au Canada par rapport à ce qui a été observé ailleurs?

Vue d'ensemble

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et la croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. Même si les perspectives de croissance économique dans le monde pour 2010 et 2011 sont un peu plus fortes que la Banque ne l'entrevoyait dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la reprise continue de reposer sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire de même que sur les actions extraordinaires entreprises à l'appui des systèmes financiers.

Le Canada a renoué avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, et celle-ci devrait avoir poursuivi son accélération au quatrième. L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au quatrième trimestre et l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux pronostics au cours des derniers mois. Néanmoins, une offre excédentaire substantielle persiste, et la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

On s'attend à ce que la relance de l'économie canadienne se déroule essentiellement selon le scénario exposé dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel et l'inflation revenir à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011. La Banque estime que l'économie progressera de 2,9 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée de 2,5 % en 2009.

Les facteurs qui façonnent la reprise demeurent largement inchangés. Il s'agit du soutien des mesures de politique, de la hausse des niveaux de confiance, de l'amélioration des conditions financières, du raffermissement de l'économie mondiale et du renforcement des termes de l'échange. Parallèlement, la vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continuent de freiner considérablement l'activité économique au Canada. En définitive, ces facteurs ont modifié la composition de la demande globale, la demande intérieure gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Le secteur privé devrait devenir l'unique moteur de la progression de la demande intérieure en 2011.

Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. Il se

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 19 janvier 2010.

peut que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens. Il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2009.

L'économie mondiale

L'évolution récente

La reprise économique est amorcée à l'échelle du globe. Elle est alimentée par l'amélioration soutenue des conditions financières et une croissance plus vigoureuse de la demande intérieure dans de nombreux pays émergents. L'évolution économique et financière mondiale a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoit dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, et les perspectives de croissance économique dans le monde pour 2010 et 2011 sont un peu plus fortes. Néanmoins, on s'attend toujours à ce que la reprise soit plus modeste que de coutume. L'expansion repose largement sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire mises en œuvre sur l'ensemble de la planète ainsi que sur les actions extraordinaires entreprises à l'appui des systèmes financiers au sein de nombreux pays avancés.

Le redressement de l'activité économique internationale, qui a débuté au deuxième trimestre de 2009, se poursuit, conformément à la projection relative à la croissance présentée dans le *Rapport* d'octobre. L'activité progresse à un rythme rapide dans les pays émergents, en particulier en Chine, et la reprise a maintenant gagné la plupart des économies avancées, les pays nord-américains et ceux de la zone euro ayant enregistré une croissance positive de leur production au troisième trimestre (**Graphique 1**). Bien que les taux de chômage demeurent élevés dans la plupart des grandes économies avancées, des signes indiquent que le rythme de la détérioration des conditions sur les marchés du travail a commencé à ralentir. Les indices des directeurs des achats ont affiché une hausse dans toutes les grandes régions et se situent maintenant à des niveaux compatibles avec l'expansion économique. Compte tenu des importants écarts de production et de l'absence de tensions salariales, l'inflation tendancielle est demeurée limitée dans les grandes économies. Les taux d'inflation cités dans les manchettes ont toutefois remonté, la dégringolade des cours de l'énergie par rapport à 2008 n'exerçant plus de pression à la baisse sur l'inflation mesurée (**Graphique 2**).

Les autorités monétaires des pays avancés continuent à soutenir fortement la reprise et, ainsi, à favoriser l'amélioration graduelle des conditions financières. En outre, les programmes gouvernementaux visant à stopper le recul de l'activité économique et à stimuler la relance semblent avoir été mieux ciblés et plus efficaces que prévu. Un certain nombre de secteurs, surtout ceux de l'automobile et du logement, ont bénéficié de ces programmes.

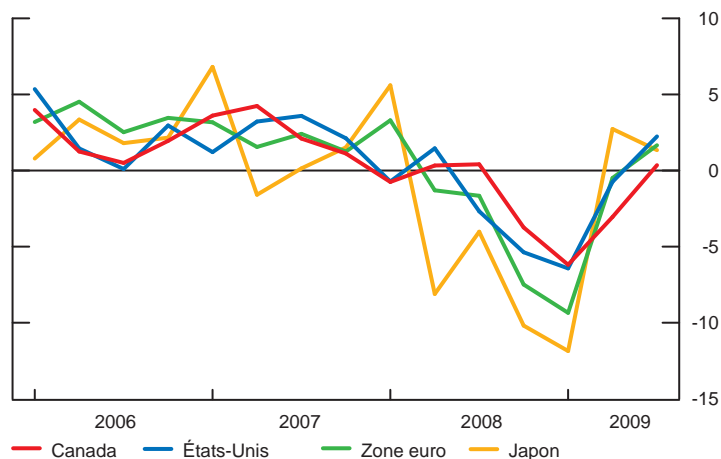
L'économie américaine a commencé à se redresser au troisième trimestre de 2009 et a affiché une expansion de 2,2 %. La consommation a été soutenue

L'évolution économique et financière mondiale a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoit en octobre.

La reprise a maintenant gagné la plupart des économies avancées.

Graphique 1 : Les grandes économies avancées ont renoué avec la croissance

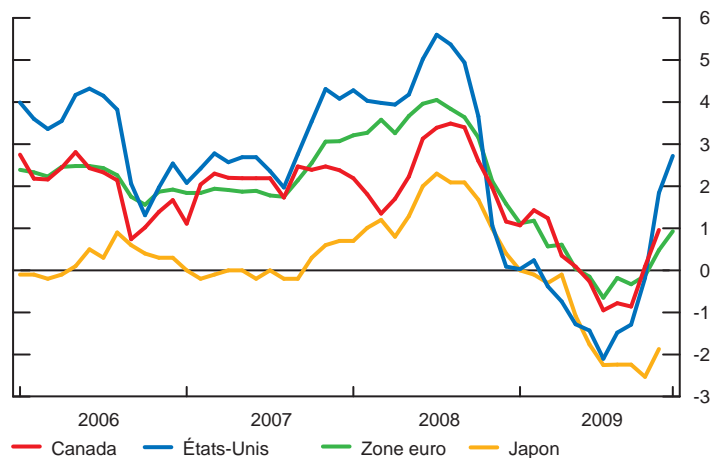
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

Graphique 2 : L'inflation globale est en hausse dans la plupart des économies avancées

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

par un accroissement plus marqué qu'anticipé du patrimoine financier, et le raffermissement de la croissance dans le reste du monde, en particulier dans les pays émergents d'Asie, a contribué à dynamiser les exportations. La Banque juge que le taux de croissance aux États-Unis au quatrième trimestre s'est hissé à 4,6 %, grâce principalement à un important apport des stocks, à la poursuite de la progression vigoureuse des exportations et à une amélioration constante au chapitre de la construction résidentielle. On estime aussi que la production de véhicules automobiles a augmenté plus rapidement que prévu précédemment.

Même si, à 1,7 %, la croissance du PIB dans la zone euro a été un peu plus faible que ce à quoi on s'attendait au troisième trimestre, des indicateurs donnent à penser que la reprise s'enracine plus solidement. Les trois plus grosses économies, à savoir l'Allemagne, la France et l'Italie, ont toutes vu

leur production industrielle s'accroître pour la première fois depuis le premier trimestre de 2008. Bien que la reprise soit toujours timide au Japon, la confiance des entreprises et les profits des sociétés ont crû récemment, à la faveur de la vigueur de la demande d'exportations.

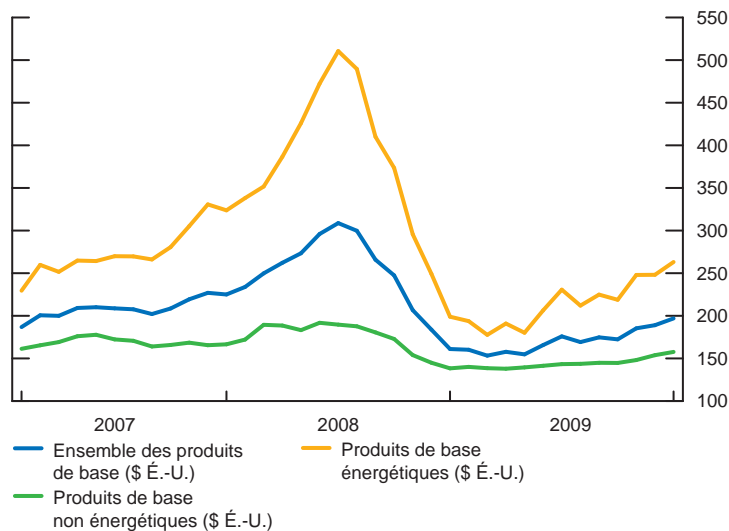
Les données du troisième trimestre sur le PIB en Chine font état d'une progression de 8,9 % en glissement annuel, favorisée par la robustesse des ventes de biens durables, la croissance des investissements dans le logement et la hausse des exportations, les importantes mesures de relance budgétaire et les politiques monétaire et de crédit expansionnistes faisant encore sentir leurs effets. De nouvelles préoccupations au sujet de la possibilité d'une surchauffe en Chine ont incité les autorités à resserrer quelque peu les conditions du crédit afin d'atténuer les pressions inflationnistes.

L'indice des produits de base de la Banque a connu une légère hausse par rapport au niveau observé au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, du fait de la montée des cours du gaz naturel ainsi que du renchérissement des produits non énergétiques provoqué par la demande plus forte que prévu des pays émergents d'Asie (**Graphique 3**).

L'activité progresse à un rythme rapide dans les pays émergents, en particulier en Chine.

Graphique 3 : Les prix des produits de base ont augmenté depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre

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



Source : Banque du Canada

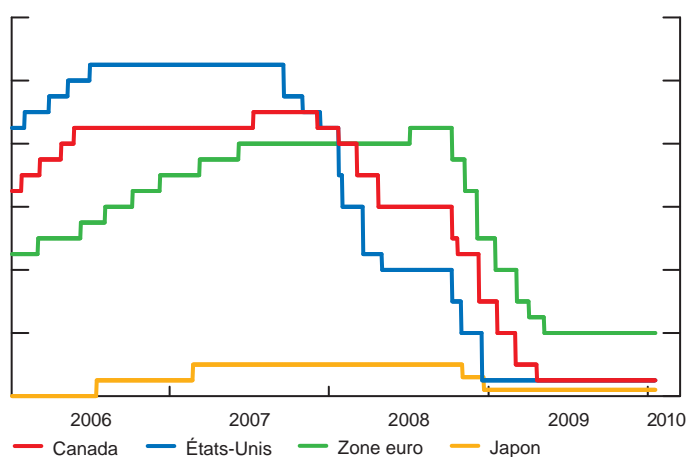
L'évolution des marchés financiers mondiaux

L'amélioration des conditions financières au sein des économies avancées a contribué à la reprise naissante à l'échelle internationale. Les marchés boursiers ont nettement remonté la pente au cours des trois derniers trimestres, et les entreprises ont bénéficié d'un meilleur accès aux marchés de capitaux, l'émission d'obligations de sociétés dans le monde ayant atteint des niveaux records. Les coûts d'emprunt demeurent également bas à la faveur du rétrécissement continu des écarts de crédit. Les profits et les capitaux propres des banques se sont généralement accrus à l'échelle du globe. Parmi les facteurs qui sous-tendent ces améliorations, notons les taux d'intérêt officiels historiquement bas maintenus par tous les grands pays (**Graphique 4**).

L'amélioration des conditions financières au sein des économies avancées a contribué à la reprise naissante à l'échelle internationale.

Graphique 4 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

Données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Aux États-Unis, les taux hypothécaires restent près de leurs creux historiques grâce aux achats ciblés effectués par les banques centrales. Les améliorations sur le marché des prêts hypothécaires non conformes aux normes habituelles ont été plus modestes cependant, et le fonctionnement des marchés des instruments titrisés est toujours entravé, les mesures prises par les pouvoirs publics continuant de procurer un soutien important. Malgré l'amenuisement des écarts et les taux d'intérêt généralement bas observés dans de nombreux pays, le crédit aux ménages et aux entreprises, particulièrement les PME, demeure limité, ce qui reflète l'effet sur les fonds propres des banques des pertes sur prêts passées et anticipées de même que l'incertitude quant aux répercussions des réformes réglementaires sur les exigences de fonds propres et de liquidité auxquelles les banques seront soumises.

Les rendements des obligations d'État à long terme se sont élevés depuis la parution du dernier *Rapport*, à la faveur des perspectives économiques plus positives. De fait, certains pays ont commencé à relever les taux d'intérêt et à mettre fin aux mesures non traditionnelles en prévision d'un renforcement de la croissance et de l'apparition de pressions sur les prix. Des événements récents ont aussi attiré l'attention des marchés sur le risque potentiel associé au crédit souverain lié à la hausse des niveaux d'endettement dans un certain nombre de pays.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les indicateurs récents montrent que les perspectives de croissance économique à l'échelle du globe en 2010 sont plus favorables qu'on ne le prévoyait antérieurement.

Les indicateurs récents montrent que les perspectives de croissance économique à l'échelle du globe en 2010 sont plus favorables qu'on ne le prévoyait antérieurement (**Tableau 1**). La Banque s'attend maintenant à ce que l'économie mondiale progresse de 3,7 % en 2010 et de 4,1 % en 2011. Bien qu'elle soit soutenue, la reprise projetée est relativement graduelle, compte tenu de l'ampleur de la récession. La révision des perspectives pour 2010 reflète la poursuite de l'amélioration des conditions financières internationales, la hausse de la croissance dans les pays émergents d'Asie et l'adoption de nouveaux programmes budgétaires visant à stimuler la demande intérieure au sein des économies avancées. Le raffermissement de la demande du

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	21	0,4 (0,4)	-2,5 (-2,5)	2,5 (1,8)	3,9 (3,8)
Zone euro	16	0,5 (0,5)	-3,9 (-3,9)	1,2 (0,9)	2,1 (2,4)
Japon	7	-1,2 (-0,7)	-5,3 (-5,7)	1,9 (1,7)	2,0 (2,5)
Chine	11	9,1 (9,1)	8,3 (8,1)	9,3 (8,9)	9,2 (8,9)
Autres pays	45	4,0 (3,9)	-2,0 (-2,1)	4,0 (3,3)	4,0 (3,7)
Ensemble du monde	100	2,9 (2,9)	-1,5 (-1,6)	3,7 (3,1)	4,1 (4,0)

- 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 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009
- b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

secteur privé dans les pays avancés devrait néanmoins rester relativement faible, en raison de l'assainissement des bilans des ménages et de la restructuration des entreprises qui s'imposent, ainsi que de l'arrivée à terme des mesures provisoires de relance budgétaire et de la poursuite par les intermédiaires financiers de stratégies de prêt prudentes afin de reconstituer leurs capitaux.

Aux États-Unis, la croissance en 2010 et 2011 devrait être légèrement plus forte qu'escompté précédemment, en raison d'une progression de la consommation et des exportations plus vigoureuse que prévu et de l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaire. Cependant, on s'attend encore à ce que le redressement de la demande intérieure en 2010 soit relativement faible, la croissance escomptée étant en grande partie attribuable aux mesures de relance budgétaire et monétaire qui ont été prises dans le passé et à celles qui sont en cours. Les dépenses de consommation ne progresseront pas autant que lors des reprises précédentes, puisque les ménages doivent encore reconstituer leur richesse et qu'ils pourraient être confrontés à un accès limité au crédit. Le taux d'épargne des ménages devrait passer à plus de 6 % au cours des deux prochaines années (à partir d'un creux de 1,2 % au premier trimestre de 2008). La progression des investissements des entreprises dans l'immobilier commercial va probablement rester faible compte tenu de la hausse des taux d'inoccupation et de la chute des prix des propriétés. On prévoit que les exportations augmenteront sensiblement, à la faveur d'un repli de la devise américaine et d'une reprise plus rapide que prévu dans les économies d'outre-mer. La croissance plus forte de la productivité et les coûts unitaires de main-d'œuvre plus bas ont également rendu les biens américains davantage concurrentiels. Toutefois, les exportations nettes ne devraient contribuer positivement à l'expansion du PIB qu'au second semestre de 2010, car les importations redémarreront aussi avec force par suite du redressement de la demande intérieure.

En 2010, l'expansion économique dans la zone euro devrait s'avérer un peu plus solide qu'escompté précédemment, grâce à la croissance plus élevée des exportations et à une légère amélioration des perspectives concernant les marchés du travail. La confiance des consommateurs s'est également renforcée, et les réductions d'impôt proposées en Allemagne pourraient apporter un soutien additionnel à court terme. Cependant, les craintes d'un futur resserrement budgétaire et d'une limitation possible de l'offre de crédit bancaire dans la zone euro pourraient freiner l'expansion au cours des périodes à venir. La croissance au Japon est soutenue par des politiques

La croissance aux États-Unis en 2010 et 2011 devrait être légèrement plus forte qu'escompté en octobre.

monétaire et budgétaire expansionnistes ainsi que par la vigueur de la demande asiatique de produits japonais, mais elle devrait rester modeste en 2010 et 2011, du fait du chômage élevé et de la faible progression des salaires. De plus, le niveau élevé des capacités excédentaires va probablement limiter les investissements des entreprises.

On s'attend à ce que l'économie chinoise s'accroisse de plus de 9 % l'an prochain et l'année suivante.

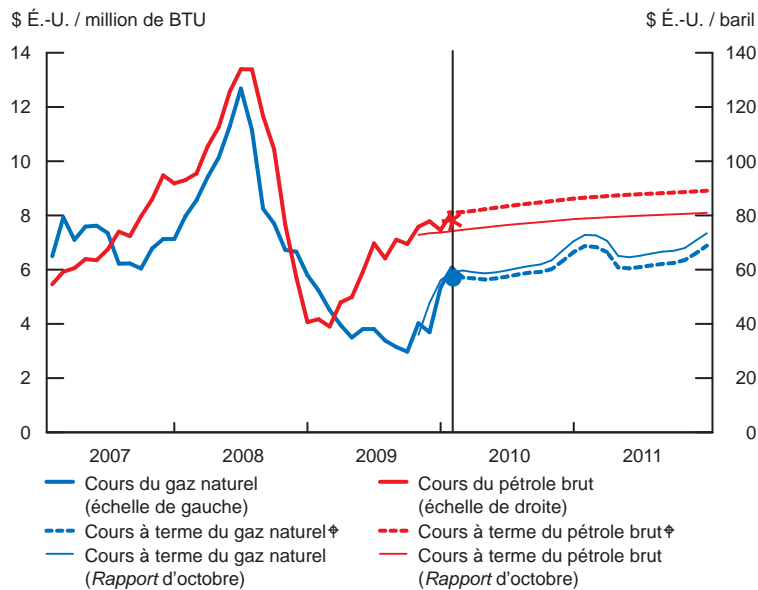
On s'attend à ce que l'économie chinoise s'accroisse de plus de 9 % l'an prochain et l'année suivante, la part des investissements et de la consommation privés gagnant en importance, tandis que les subventions, les investissements publics ainsi que les exportations joueront un moins grand rôle. Par conséquent, la demande intérieure devrait contribuer davantage à la croissance en Chine que dans le passé et aider à atténuer les déséquilibres mondiaux. Bon nombre d'économies émergentes profiteront de l'expansion soutenue et du raffermissement de la demande de matières premières en Chine, ce qui favorisera davantage la reprise mondiale.

Les prix des produits de base devraient augmenter à mesure que la reprise s'enracinera à l'échelle du globe.

Après avoir reculé de plus de 30 % en glissement annuel en 2009, les prix des produits de base devraient augmenter pendant les deux années qui viennent, à mesure que la reprise s'enracinera à l'échelle du globe. À en juger par les marchés des contrats à terme, les cours du pétrole devraient grimper à quelque 88 dollars américains le baril en 2011 (**Graphique 5**). La Banque estime que les prix des produits non énergétiques s'accroîtront d'environ 10 % en 2010 et en 2011.

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

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (15 janvier 2010)

• Cours au comptant du gaz naturel (15 janvier 2010)

♠ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 15 janvier 2010

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour janvier 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 15 janvier 2010.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

La Banque prévoit que l'expansion de l'économie mondiale s'accéléra ces deux prochaines années, mais que le rythme de la reprise dans les pays avancés sera modéré. Il faudra du temps avant que les ménages et les banques n'assainissent leurs bilans et que les conditions financières ne reviennent à la normale. À court terme, la croissance de la production réelle reposera largement sur la détente monétaire et budgétaire passée et actuelle. Même si les déséquilibres des balances courantes à l'échelle internationale se sont atténués au cours de la récession, on peut s'attendre à ce qu'ils s'amplifient quelque peu, à mesure que les économies renouent avec la croissance et que les cours des produits de base se raffermissent. De nouveaux correctifs s'imposeront à moyen terme afin que la croissance mondiale soit vigoureuse, mais aussi durable et équilibrée (**Note technique 1**).

La réduction des déséquilibres mondiaux

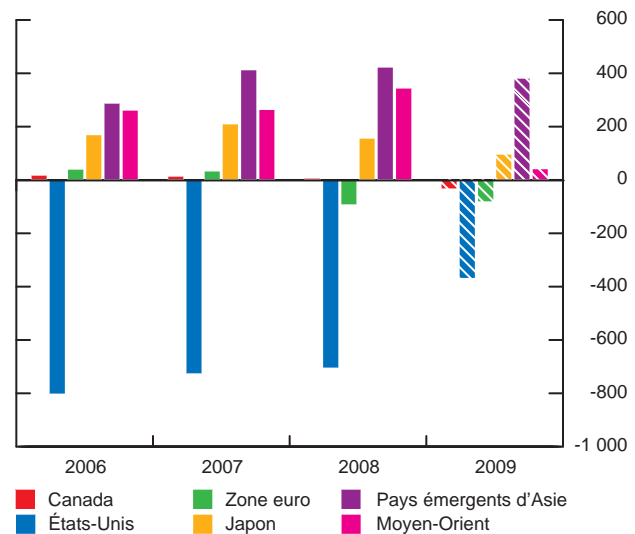
Les déséquilibres des paiements courants des principales régions du monde se sont atténués au cours de la récente récession à la faveur de différents facteurs, les uns temporaires et les autres plus durables (**Graphique 1-A** et **Graphique 1-B**). Les facteurs cycliques englobent notamment une contraction de la demande intérieure plus forte aux États-Unis que chez leurs principaux partenaires commerciaux et le recul prononcé des prix du pétrole. Le déficit de la balance courante américaine devrait se creuser à brève échéance sous l'effet conjugué de la reprise aux États-Unis et du renchérissement de l'énergie. À moyen terme, toutefois, il devrait évoluer graduellement vers un niveau (2,5 % du PIB environ) viable à un horizon plus lointain¹. Cette amélioration aura pour contrepartie une baisse marquée des excédents des pays émergents d'Asie et, dans une moindre mesure, de ceux de l'Europe et du Japon, et elle devrait s'accompagner d'une augmentation des excédents des pays exportateurs de pétrole.

Le redressement de la situation à moyen terme nécessitera des modifications des comportements et des ajustements sur le plan des politiques. Il faudra entre autres que : 1) les finances publiques s'assainissent durablement aux États-Unis et dans plusieurs autres pays avancés; 2) la hausse du taux d'épargne des ménages américains soit conforme à celle intégrée dans le scénario de référence de la Banque; 3) les autorités de la Chine et des autres grandes économies émergentes stimulent davantage leur demande intérieure; 4) les monnaies des pays ayant une balance courante excédentaire s'apprécient en termes réels – sans quoi la possibilité d'un retour aux importants déséquilibres du passé ne peut être écartée.

¹ Ce scénario a été élaboré à partir de BOC-GEM-FIN, l'un des modèles de l'économie mondiale qu'utilise la Banque. On trouvera des précisions à ce sujet dans une étude de Beaton, de Resende, Lalonde et Snudden qui paraîtra dans la collection des documents d'analyse de l'institution.

Graphique 1-A : Solde des balances courantes

Données annuelles, en milliards de dollars É.-U.

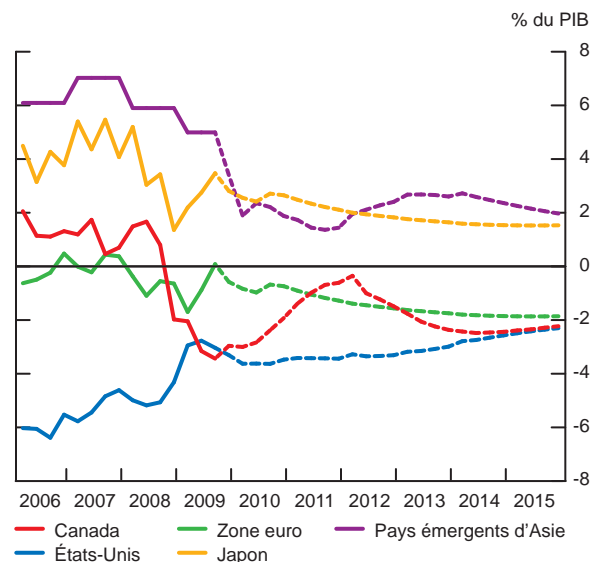


Nota : Les chiffres indiqués pour 2009 sont des estimations.

Source : Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2009

Graphique 1-B : Solde projeté des balances courantes

Données trimestrielles



Nota : Données historiques jusqu'au troisième trimestre de 2009; le trait discontinu indique la valeur projetée du solde, calculée au moyen de BOC-GEM-FIN.

Source : Estimations de la Banque du Canada

L'économie canadienne

On s'attend à ce que la reprise au Canada se déroule essentiellement selon le pronostic exposé dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait retrouver son plein potentiel au troisième trimestre de 2011. Alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée légèrement supérieure aux projections ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global est remontée comme prévu. La rigidité de l'inflation mesurée par l'indice de référence depuis le début de 2009 est vraisemblablement liée à la résilience qu'affiche la croissance des salaires. Puisque cette dernière devrait demeurer aux niveaux plus modérés observés récemment, et que l'offre excédentaire se résorbe graduellement, tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011.

On s'attend à ce que la reprise au Canada se déroule essentiellement selon le pronostic exposé dans le Rapport d'octobre.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

Bien que le PIB réel du Canada se soit contracté pendant trois trimestres consécutifs, le ralentissement a eu moins d'ampleur que dans les autres grandes économies avancées. La demande intérieure, notamment, a beaucoup mieux résisté qu'ailleurs grâce à la solidité du système bancaire canadien, à la santé financière relativement bonne des ménages et des sociétés, de même qu'à la rapidité et à l'envergure des interventions de politique monétaire. Il n'en reste pas moins que le pays a traversé une grave récession, imputable en grande partie au repli accusé par les secteurs de l'économie américaine qui revêtent une importance particulière pour les exportations canadiennes, tels que ceux de l'automobile et du logement **(Note technique 2)**.

Renouant avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, le Canada a vu son PIB réel gagner un maigre 0,4 % (en chiffres annualisés), rythme inférieur à ce qui était avancé dans la projection d'octobre. La vive remontée de la demande intérieure et la relance des exportations ont été neutralisées principalement par une poussée étonnamment forte des importations. Le revenu intérieur brut réel s'est cependant accru sensiblement, sous l'influence de l'amélioration des termes de l'échange du Canada **(Graphique 6)**.

Renouant avec la croissance économique au troisième trimestre de 2009, le Canada a vu son PIB réel gagner un maigre 0,4 %.

Au troisième trimestre, la demande intérieure finale a enregistré une hausse généralisée et supérieure aux prévisions. Les dépenses de l'État ont contribué encore davantage à la croissance, et celles des ménages ont poursuivi leur redressement. Un gonflement inattendu de l'investissement en machines et matériel a également concouru au relèvement de la demande intérieure. Dans l'ensemble, les ventes ont nettement rebondi, et les firmes

Quelle a été la gravité du ralentissement au Canada par rapport à ce qui a été observé ailleurs?

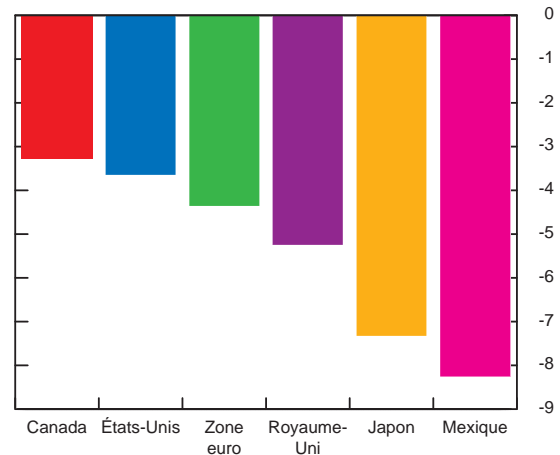
L'économie mondiale se remet du ralentissement le plus prononcé et le plus synchronisé jamais vu depuis les années 1930. Le Canada a moins souffert que quantité d'autres pays, grâce en partie à son système bancaire robuste, aux bilans relativement solides des ménages et des sociétés aussi bien qu'à la rapidité et à l'ampleur de la riposte des autorités monétaires.

La comparaison de l'expérience du Canada à celle d'autres économies importantes révèle que son PIB réel a moins régressé (soit de 3,3 % au total) que celui de la plupart des pays (**Graphique 2-A**).

Cela dit, le recul de la production au Canada n'a été que légèrement inférieur à celui enregistré aux États-Unis, son premier partenaire commercial. L'anémie de l'économie américaine a nuí démesurément aux exportations canadiennes. La mesure de l'activité américaine que calcule la Banque sur la base des échanges a baissé de 22 %, principalement en raison des difficultés des secteurs de l'automobile et du logement, tandis que le PIB américain s'est replié de 3,7 % seulement¹. Les exportations du Canada ont dégringolé de près de 20 %, contre 12 % pour celles des États-Unis (**Graphique 2-B**). La tenue relativement bonne de l'économie canadienne en dépit de ce choc commercial témoigne de la résilience de la demande intérieure des ménages. En effet, la consommation privée a à peine fléchi au Canada, alors qu'elle a baissé de 1,9 %

aux États-Unis (**Graphique 2-C**). De façon comparable, la formation brute de capital fixe (FBCF) a diminué environ deux fois plus dans ce pays qu'au Canada².

Graphique 2-A : Taux de variation du PIB réel entre le 4^e trimestre de 2007 et le creux^a

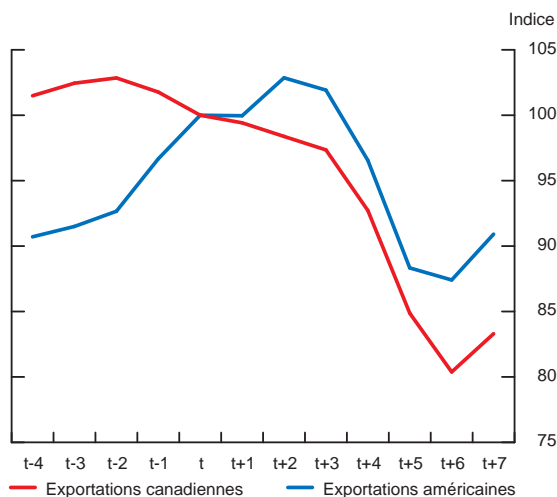


a. Le quatrième trimestre de 2007 marque le début de la récession aux États-Unis, selon le National Bureau of Economic Research (NBER).

Sources : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et calculs de la Banque du Canada

Graphique 2-B : Composantes du PIB réel

Comparaison du Canada et des États-Unis, base 100 = 2007T4

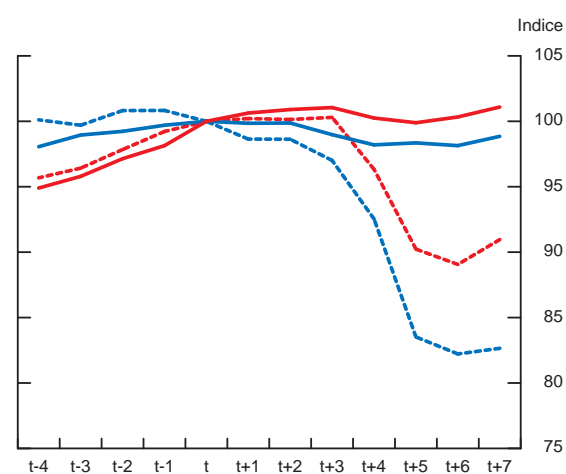


Nota : La lettre « t » désigne le quatrième trimestre de 2007 (début de la récession aux États-Unis selon le NBER).

Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

Graphique 2-C : Composantes du PIB réel

Comparaison du Canada et des États-Unis, base 100 = 2007T4



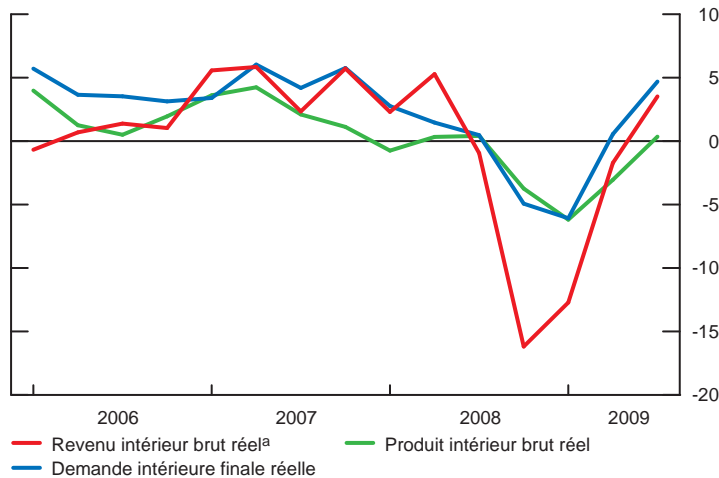
Nota : La lettre « t » désigne le quatrième trimestre de 2007 (début de la récession aux États-Unis selon le NBER).

Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

- 1 La Note technique 2 de la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire* offre des précisions sur l'indice de l'activité américaine utilisé par la Banque.
- 2 La FBCF englobe les investissements dans le secteur résidentiel et les entreprises (machines et matériel, bâtiments et ouvrages de génie) de même que les investissements des administrations publiques.

Graphique 6 : La demande intérieure finale et le revenu intérieur brut réel au Canada ont connu une forte augmentation au troisième trimestre de 2009

Taux de croissance trimestriel annualisé



a. 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 : Statistique Canada

ont de nouveau réduit leurs stocks, ce qui a fait reculer le ratio stocks/ventes. Les exportations nettes ont bridé la croissance de façon prononcée et plus marquée que prévu. À 36 % (en rythme annualisé), la montée des importations a été exceptionnellement élevée, même une fois pris en compte le bond de l'investissement et l'appréciation du dollar canadien.

On s'attend à ce que la cadence de l'expansion économique au Canada se soit accélérée au dernier trimestre de 2009 pour atteindre 3,3 %, en raison de l'augmentation toujours rapide de la demande intérieure finale et des exportations et du ralentissement de celle des importations¹. Les dépenses des ménages et de l'État devraient contribuer à la vigueur soutenue de la demande intérieure finale, alors que l'investissement des entreprises devrait avoir subi une correction temporaire. Les indicateurs récents donnent à penser que les investissements dans le secteur résidentiel ont connu une autre hausse substantielle grâce au dynamisme du marché de la revente (**Graphique 7**). Les prix sur ce marché se sont sensiblement élevés, vu le regain de confiance des consommateurs et l'amélioration de l'accessibilité à la propriété, attribuable à la faiblesse sans précédent des taux hypothécaires. Le nombre de mises en chantier a également remonté et se rapproche ainsi d'un niveau compatible avec les besoins démographiques.

Dans la livraison d'octobre du *Rapport*, la Banque a réexaminé ses hypothèses concernant la productivité tendancielle du travail et la mesure tendancielle du facteur travail et conclu au maintien de la validité du scénario exposé dans le *Rapport* d'avril quant à l'évolution de la production potentielle². La Banque prévoit que le taux d'expansion de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,2 % en 2009, remontera à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

On s'attend à ce que la cadence de l'expansion économique au Canada se soit accélérée au dernier trimestre de 2009 pour atteindre 3,3 %.

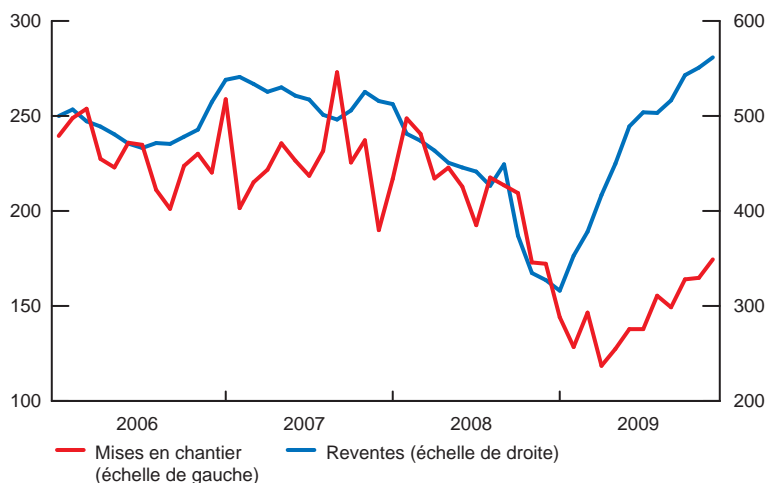
La Banque prévoit que le taux d'expansion de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,2 % en 2009, remontera à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

1 La projection de la Banque pour le quatrième trimestre ne tient pas compte de l'incidence éventuelle de l'absentéisme causé par la grippe H1N1.

2 Pour un complément d'information sur les hypothèses de la Banque touchant la production potentielle, voir la Note technique 3 du *Rapport* d'octobre.

Graphique 7 : Les reventes de maisons ont grimpé en flèche

Milliers d'unités, données mensuelles annualisées



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Service inter-agences

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

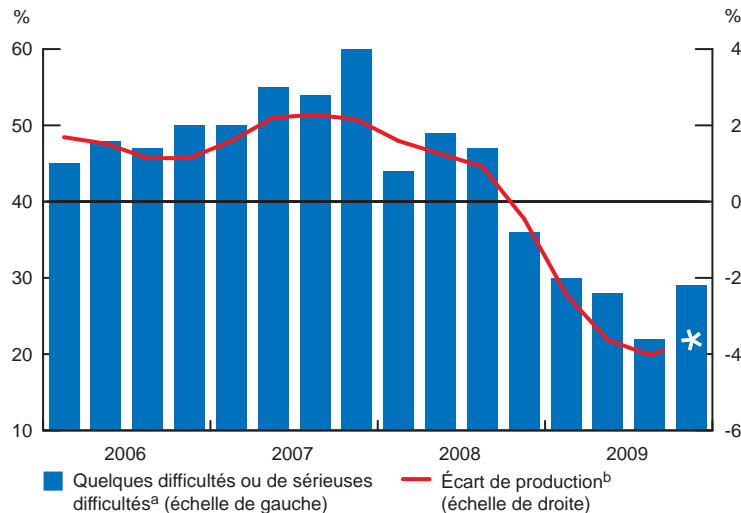
En raison de la croissance plus basse qu'anticipé du PIB, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne au troisième trimestre a dépassé le chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre. On s'attend à ce que l'offre excédentaire ait amorcé une contraction au quatrième trimestre, sous l'effet de la progression de l'activité. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production semble indiquer que l'économie tournait à un niveau inférieur de 3,7 % à son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009 (**Graphique 8**). Lorsqu'elle évalue les capacités inutilisées, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, puisqu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, surtout au sortir d'une récession profonde. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/hiver/bos0110f.pdf>), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a légèrement augmenté, mais il faut rappeler qu'elle était très faible auparavant.

Des indicateurs récents portent à croire que le marché canadien du travail a cessé de se détériorer, en cohérence avec le retour du PIB sur une trajectoire ascendante. Le niveau de l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées semblent tous deux avoir touché un plancher à l'été (**Graphique 9**) et le taux de chômage est demeuré aux alentours de 8,5 %. La fragilité persistante du marché du travail n'en ressort pas moins avec évidence des résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises publiés cet hiver : le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre a accusé un nouveau recul et est tombé à son plus bas depuis les débuts de l'enquête, en 1998.

La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuration actuelle de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2009.

Graphique 8 : L'économie canadienne affiche une offre excédentaire considérable

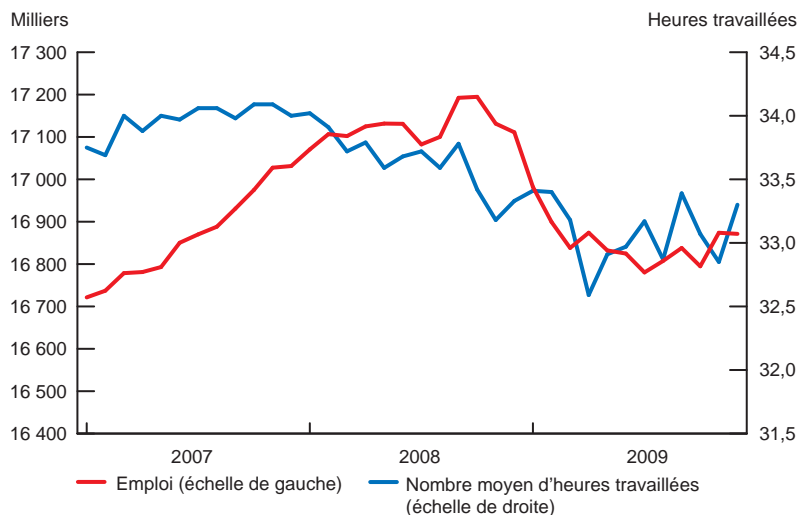


- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2009, indiquée par l'étoile, se fonde sur une augmentation prévue de la production de 3,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Graphique 9 : Le marché du travail semble avoir cessé de se détériorer

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

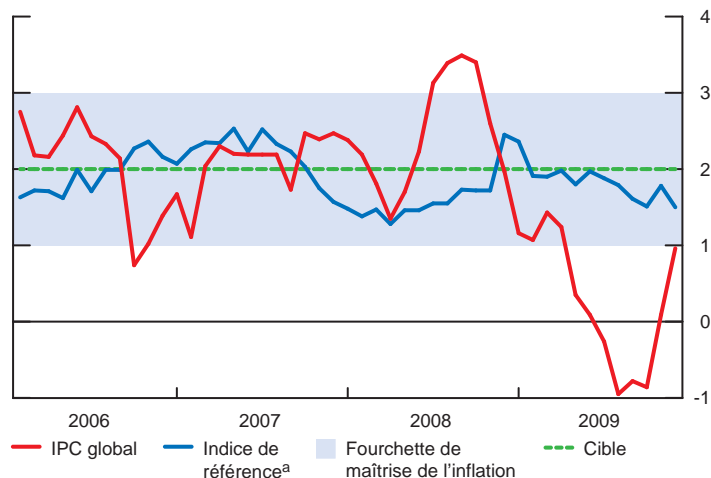
L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au dernier trimestre de 2009, comme la Banque l'entrevoit dans le *Rapport* d'octobre, sous l'influence de la hausse en glissement annuel des cours de l'énergie. Le taux de variation sur douze mois de l'IPC global a rebondi pour s'établir à 1,0 % en novembre (comparativement au creux de -0,9 % qu'il avait touché durant l'été) (**Graphique 10**), et l'on s'attend à ce qu'il se soit de nouveau accru en décembre.

L'inflation mesurée par l'IPC global est devenue positive au dernier trimestre de 2009, comme prévu.

Graphique 10 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence reste inférieure à 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. 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 : Statistique Canada

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement supérieure aux pronostics ces derniers mois.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,5 % en novembre; ce pourcentage légèrement supérieur aux pronostics ces derniers mois s'explique en partie par la montée plus importante qu'anticipé des impôts fonciers et de certains prix réglementés. Malgré l'ampleur de l'offre excédentaire au sein de l'économie, le taux d'augmentation de l'indice de référence s'est maintenu très près de 2 % depuis le début de l'année. Cette rigidité est vraisemblablement liée au fait que la croissance des salaires était demeurée élevée par rapport à la tendance sous-jacente de la productivité. Vu la décélération de la croissance des salaires ces derniers mois, l'écart entre les deux a commencé à se rétrécir.

En raison des effets escomptés de l'accroissement sur douze mois des cours de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'IPC global, les indicateurs des attentes d'inflation à court terme se sont élevés pour se rapprocher de la cible de 2 % dans les derniers mois. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, l'IPC global devrait gagner 1,7 % en 2010. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises continuent de montrer que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation que s'est donnée la Banque. Les mesures des attentes d'inflation qui se fondent sur le marché se situent à l'intérieur de la fourchette observée par le passé, une fois les effets de liquidité pris en considération. Compte tenu, entre autres, de ces éléments d'information, la Banque juge que les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent solidement ancrées à la cible d'inflation de 2 %.

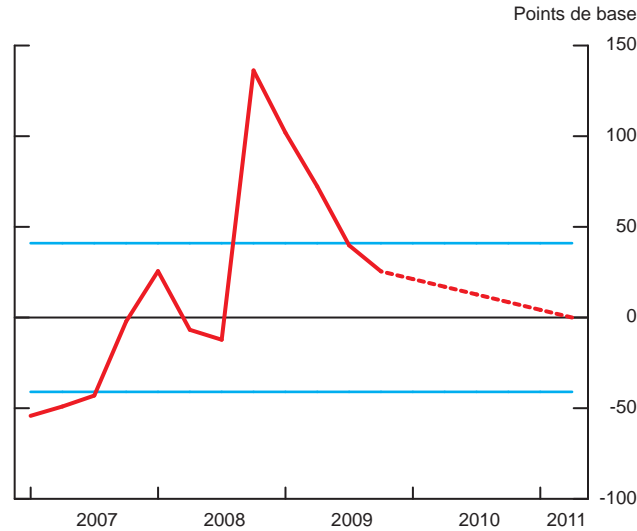
Les conditions financières au Canada

Après s'être nettement redressées, les conditions financières et les conditions du crédit au Canada sont demeurées, dans l'ensemble, relativement stables depuis la publication du Rapport d'octobre.

Après s'être nettement redressées, les conditions financières et les conditions du crédit au Canada sont demeurées, dans l'ensemble, relativement stables depuis la publication du Rapport d'octobre. Globalement, les conditions financières restent plus favorables au pays que dans la plupart des autres économies avancées, ce qui est d'ailleurs le cas depuis le déclenchement de la crise financière mondiale. L'amélioration marquée des conditions du crédit imposées aux emprunteurs canadiens au cours de la dernière année ressort clairement dans la chute abrupte des primes payées par les

Graphique 11a : L'écart de taux d'emprunt des ménages a diminué...

Données trimestrielles



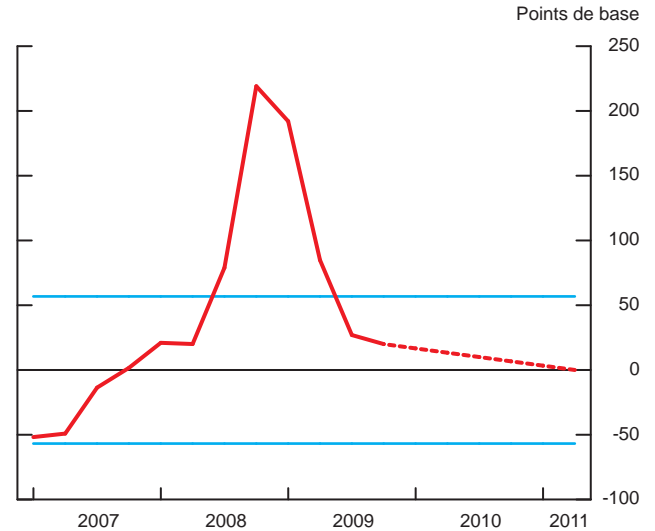
— Écart de taux d'emprunt par rapport à la moyenne observée entre 1980 et 2008
 - - - Hypothèse du scénario de référence
 — Un écart-type

Nota : L'écart de taux d'emprunt effectif est établi de la façon suivante : on soustrait d'abord des taux d'emprunt effectivement pratiqués à diverses échéances (du court au long terme) les taux d'intérêt sans risque pertinents, puis on calcule une moyenne pondérée des écarts ainsi obtenus. Pour de plus amples renseignements sur le taux d'intérêt effectif pour les ménages, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : Calculs de la Banque du Canada

Graphique 11b : ... tout comme l'écart de taux d'emprunt des entreprises

Données trimestrielles



— Écart de taux d'emprunt par rapport à la moyenne observée entre 1980 et 2008
 - - - Hypothèse du scénario de référence
 — Un écart-type

Nota : L'écart de taux d'emprunt effectif est établi de la façon suivante : on soustrait d'abord des taux d'emprunt effectivement pratiqués à diverses échéances (du court au long terme) les taux d'intérêt sans risque pertinents, puis on calcule une moyenne pondérée des écarts ainsi obtenus. Pour de plus amples renseignements sur le taux d'intérêt effectif pour les entreprises, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : Calculs de la Banque du Canada

ménages et les entreprises pour obtenir des fonds (**graphiques 11a et 11b**).

On postule que ces primes regagneront leurs moyennes historiques à long terme d'ici le début de 2011.

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les coûts de financement des banques canadiennes n'ont guère varié par rapport à leurs très faibles niveaux. Les coûts d'emprunt des ménages sont également demeurés très bas par comparaison aux chiffres enregistrés dans le passé (**Graphique 12**), et le crédit aux ménages a poursuivi sa progression à un rythme soutenu (**Graphique 13**), propulsant ainsi le ratio de la dette au revenu des ménages canadiens à un sommet historique³. Bien que le crédit hypothécaire et le crédit à la consommation aient tous deux affiché de solides taux de croissance au cours des derniers mois, le second a crû plus rapidement, en raison surtout du recours aux lignes de crédit personnelles (y compris celles garanties par l'avoir propre foncier).

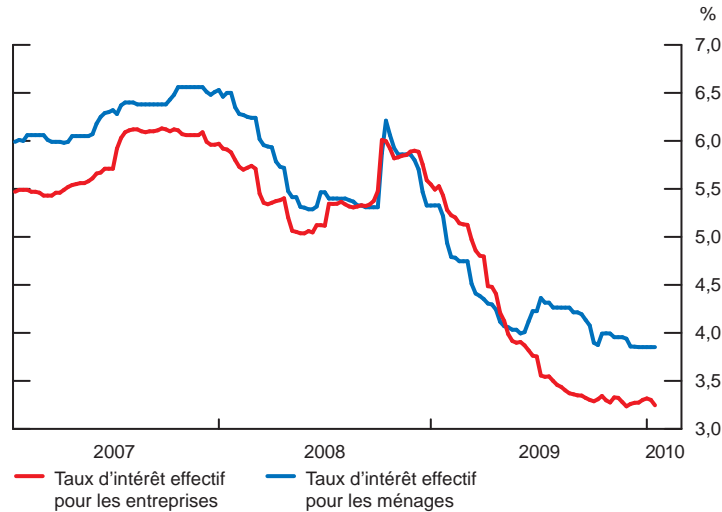
Les coûts d'emprunt des firmes canadiennes sont aussi restés très peu élevés (**Tableau 2**). Les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/slos/pdf/slos2009T4.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises semblent indiquer que, après avoir connu un resserrement marqué, les conditions du crédit aux entreprises se sont légèrement assouplies au quatrième trimestre, pour la première fois depuis le commencement de la crise financière mondiale (**Graphique 14**). Cependant, la détente des conditions du crédit a principalement profité aux grandes sociétés, les conditions ayant continué de se durcir pour certaines petites et moyennes entreprises.

Selon les résultats des enquêtes de la Banque, les conditions du crédit aux entreprises se seraient légèrement assouplies au quatrième trimestre.

³ Comme il est indiqué dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, le très haut niveau du ratio de la dette au revenu des ménages accentue la vulnérabilité des ménages aux chocs.

Graphique 12 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent très bas

Données hebdomadaires

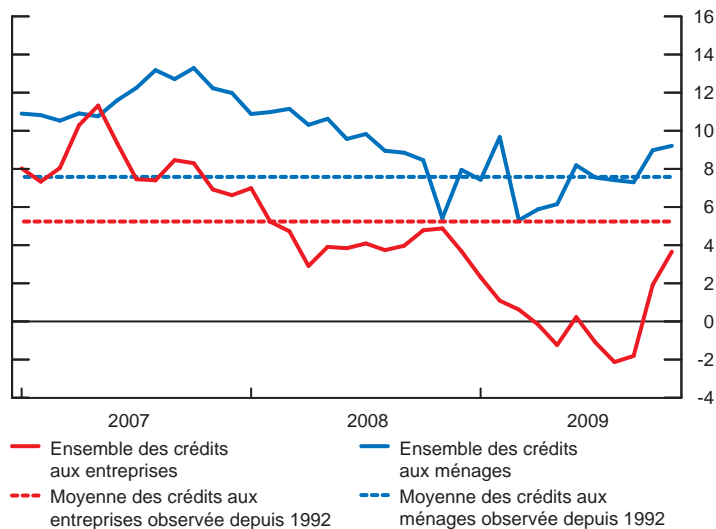


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : Calculs de la Banque du Canada

Graphique 13 : Le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme vigoureux et le crédit aux entreprises a recommencé à croître

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

Le crédit aux entreprises s'est remis à croître, à la faveur d'une augmentation des sources de crédit sur les marchés (**Graphique 13**). Après une phase de contraction amorcée au deuxième trimestre, l'ensemble du crédit aux entreprises a progressé de 3,7 % (en rythme annuel) au cours de la période de trois mois terminée en novembre. Le crédit bancaire aux entreprises a continué de reculer vivement depuis la sortie du *Rapport* d'octobre, par suite à la fois de l'amélioration de la capacité des firmes à obtenir du financement sur les marchés de capitaux et d'un nouveau resserrement des conditions de prêt auxquelles sont confrontées certaines petites entreprises.

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

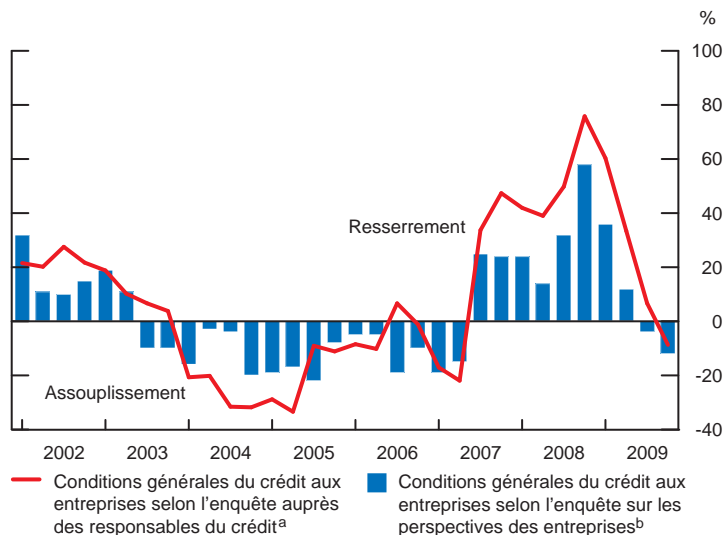
En pourcentage

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 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 décembre 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janvier 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 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 décembre 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janvier 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
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43	4,83
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
14 septembre 2009	0,25	2,25	2,45	5,50	0,43	4,08
22 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,80	0,43	4,06
10 décembre 2009	0,25	2,25	2,15	5,49	0,44	3,89
15 janvier 2010	0,25	2,25	2,05	5,49	0,44	3,80

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

Graphique 14 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions de prêt aux entreprises non financières canadiennes ont commencé à s'améliorer

Solde des opinions



- a. 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
 b. Pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement diminué du pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada

L'expansion des agrégats monétaires au sens étroit s'est poursuivie à un rythme vigoureux, et tient au désir des ménages et des firmes de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise soit clairement confirmée. Dans la période de trois mois s'étant achevée en novembre, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 15,5 %, tandis que l'agrégat au sens large M2++ a crû de 6,6 %. La Banque prévoit que l'accroissement des encaisses monétaires au sens étroit diminuera au fil du temps, à mesure que la conjoncture économique s'améliorera.

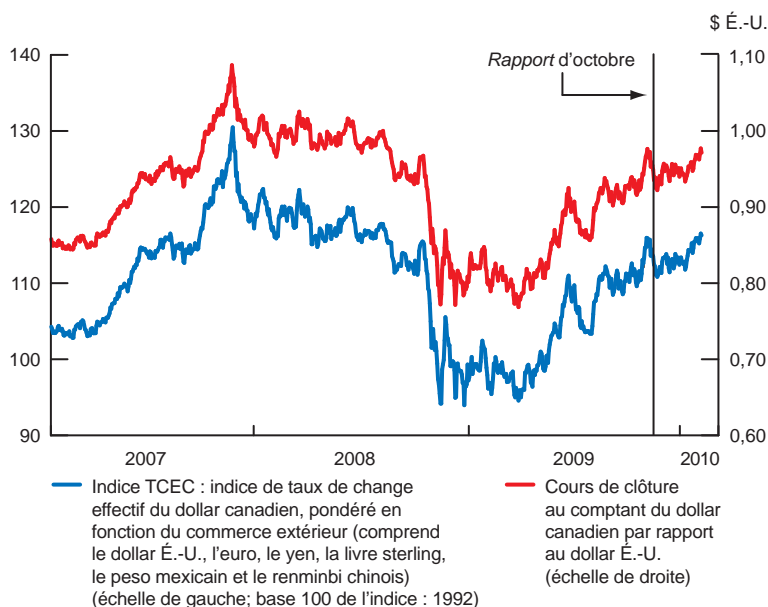
Le taux de change

Depuis la publication du *Rapport* d'octobre, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette allant d'environ 92 à 98 cents É.-U. Son cours moyen durant cette période s'est établi aux alentours de 96 cents É.-U.

(Graphique 15), soit le chiffre postulé dans le *Rapport* d'octobre.

Graphique 15 : Le taux de change du dollar canadien s'est établi en moyenne autour de 96 cents É.-U. depuis la parution du *Rapport* d'octobre

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 monétaire et budgétaire ont continué de fournir l'impulsion nécessaire à l'économie. Le 8 décembre 2009 et le 19 janvier 2010, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 1/4 % — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et a réitéré son engagement à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve des perspectives concernant l'inflation.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

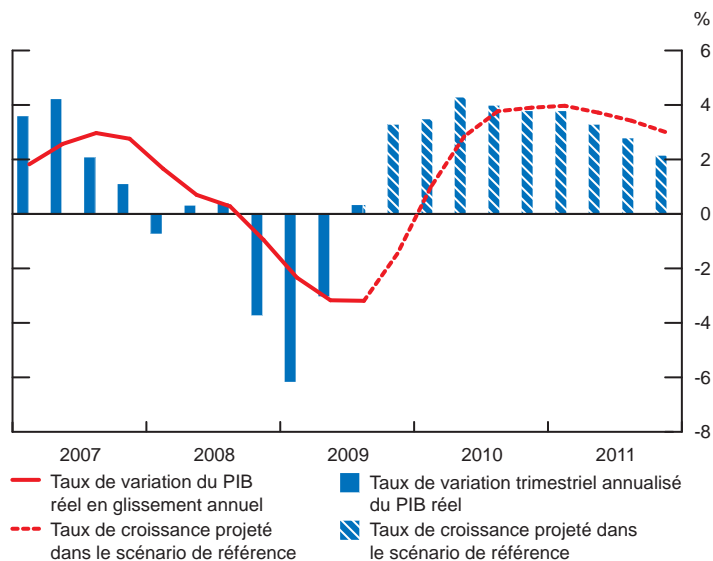
La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 96 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

Les perspectives de l'économie canadienne sont très semblables à celles présentées dans le *Rapport* d'octobre, c'est-à-dire que l'économie devrait tourner de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2011. Compte tenu de la croissance inférieure aux attentes du PIB réel au troisième trimestre de 2009, la Banque prévoit que l'expansion, à partir du milieu de l'année environ jusqu'au début de 2011, sera légèrement plus forte qu'escompté en octobre (**Graphique 16**). Cette révision à la hausse est liée au raffermissement de l'activité mondiale et concorde avec le point de vue de la Banque selon lequel la poussée des importations au troisième trimestre résulte en partie de facteurs temporaires. La Banque estime maintenant que l'économie progressera, en moyenne annuelle, de 2,9 % cette année et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée d'environ 2,5 % en 2009 (**Tableau 3**).

La Banque estime que l'économie progressera de 2,9 % cette année et de 3,5 % en 2011, après s'être contractée de 2,5 % en 2009.

Graphique 16 : La croissance du PIB réel devrait s'accélérer en 2010



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les dépenses de consommation devraient s'accroître vivement tout au long de la période de projection, soutenues par le regain de confiance des consommateurs, l'augmentation de la richesse, les mesures de relance monétaire et le redressement de la croissance du revenu du travail. On s'attend à ce que le taux d'épargne des particuliers commence à redescendre à mesure que les ménages réduiront leur épargne de précaution par rapport au niveau observé durant la récession. Après avoir enregistré une hausse

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réelEn points de pourcentage^a

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

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

marquée, les investissements dans le logement devraient ralentir tout au long de 2010, la demande refoulée s'estompant et l'accessibilité allant en diminuant⁴.

Les investissements fixes des entreprises devraient reprendre en 2010 grâce à l'amélioration des conditions financières et de l'activité économique ainsi qu'au renchérissement des produits de base. Cette augmentation projetée des dépenses d'investissement est conforme aux résultats de la plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises.

On entrevoit que le volume des exportations continuera de remonter au cours de la période de projection sous l'effet de la croissance de la demande extérieure et de la hausse des prix des produits de base. La progression des exportations devrait être un peu plus forte qu'envisagé en octobre dernier, en raison des perspectives économiques plus favorables aux États-Unis, en particulier dans les secteurs qui revêtent le plus d'importance pour les exportateurs canadiens. La vigueur persistante du dollar canadien et le bas niveau de la demande américaine, en chiffres absolus, continueront cependant de modérer les exportations. Le volume des importations devrait également croître à une bonne cadence, sous l'impulsion du redressement de la demande intérieure, du rebond des exportations et de l'appréciation passée du dollar canadien.

On s'attend à ce que l'expansion économique s'enracine plus solidement au cours de la période de projection, la croissance autosuffisante de la demande privée se raffermissant. La contribution des dépenses publiques à la progression de la demande intérieure devrait avoir culminé à quelque 2 points de pourcentage au dernier trimestre de 2009, puis elle devrait diminuer graduellement tout au long de 2010 avant de devenir négative en 2011.

On s'attend à ce que l'expansion économique s'enracine plus solidement au cours de la période de projection, la croissance autosuffisante de la demande privée se raffermissant.

⁴ Pour de plus amples renseignements sur le secteur du logement, voir *Le secteur canadien du logement de la récession à la reprise : une perspective générale*, discours préparé par le sous-gouverneur Timothy Lane à l'intention de la Chartered Financial Analysts Society et prononcé à Edmonton le 11 janvier 2010 (<http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2010/disc110110.html>).

À mesure que la reprise de l'activité se poursuivra au Canada, l'offre excédentaire se résorbera. L'économie devrait atteindre son plein potentiel au troisième trimestre de 2011, comme prévu dans le *Rapport* d'octobre.

La projection en matière d'inflation

Au Canada, l'inflation mesurée par l'IPC devrait être légèrement plus élevée cette année qu'on ne l'avait escompté dans le *Rapport* d'octobre, étant donné le niveau supérieur aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence au quatrième trimestre de l'année dernière (**Tableau 4**).

Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne 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} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7 (-3,7)	-6,2 (-6,1)	-3,1 (-3,4)	0,4 (2,0)	3,3 (3,3)	3,5 (3,8)	4,3 (3,8)	4,0 (3,7)	3,8 (3,5)	3,8 (3,3)	3,3 (3,3)	2,8 (2,8)	2,2 (2,5)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0 (-1,0)	-2,3 (-2,3)	-3,2 (-3,2)	-3,2 (-2,8)	-1,5 (-1,1)	1,0 (1,4)	2,9 (3,2)	3,8 (3,6)	3,9 (3,6)	4,0 (3,5)	3,7 (3,4)	3,4 (3,2)	3,0 (3,0)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,7 (1,7)	1,6 (1,4)	1,6 (1,4)	1,7 (1,5)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 (2,0)	1,2 (1,2)	0,1 (0,1)	-0,9 (-0,9)	0,9 (1,0)	1,6 (1,4)	1,8 (1,4)	1,8 (1,3)	1,9 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI ^b (niveau)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (68)	76 (73)	81 (75)	83 (76)	84 (77)	86 (78)	87 (79)	88 (80)	88 (80)	89 (81)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediaire (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 janvier 2010.

En ce qui concerne les coûts, la Banque s'attend à ce que la croissance des salaires, au cours de la période de projection, reste aux niveaux plus modérés observés dernièrement par rapport au premier semestre de 2009.

Le taux de variation de l'indice de référence devrait demeurer relativement constant à court terme, l'effet du récent ralentissement de la progression des salaires étant en bonne partie compensé par celui de la résorption graduelle de l'offre excédentaire. À mesure que l'effet du premier facteur se dissipera, et vu que les attentes d'inflation sont solidement ancrées, le rythme d'accroissement de l'indice de référence devrait augmenter progressivement, pour retourner à 2 % au troisième trimestre de 2011 (**Graphique 17**).

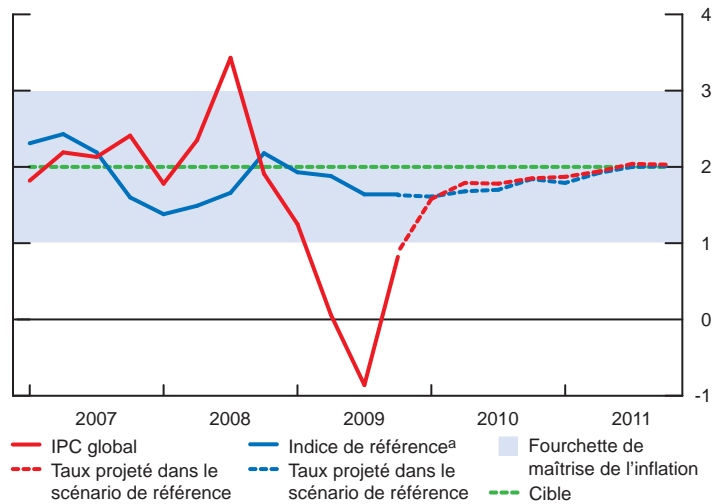
On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global suive une trajectoire très similaire à celle du taux d'augmentation de l'indice de référence tout au long de la période de projection, les effets de la majoration des prix de l'essence ayant cessé de se refléter dans les données en décembre dernier⁵. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait aussi atteindre de nouveau la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

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

⁵ Cette projection ne tient pas compte de l'incidence de la taxe de vente harmonisée qui entrera en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010. La Banque fournira une estimation de cette incidence dans la livraison d'avril 2010 du *Rapport*. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de la taxe sur les prix aux fins de la politique monétaire.

Graphique 17 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

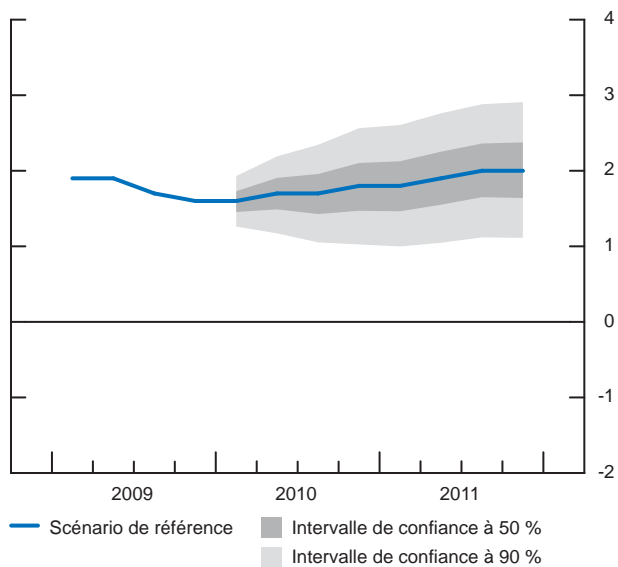


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 18** et **19** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2010 à la fin de 2011⁶. 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.

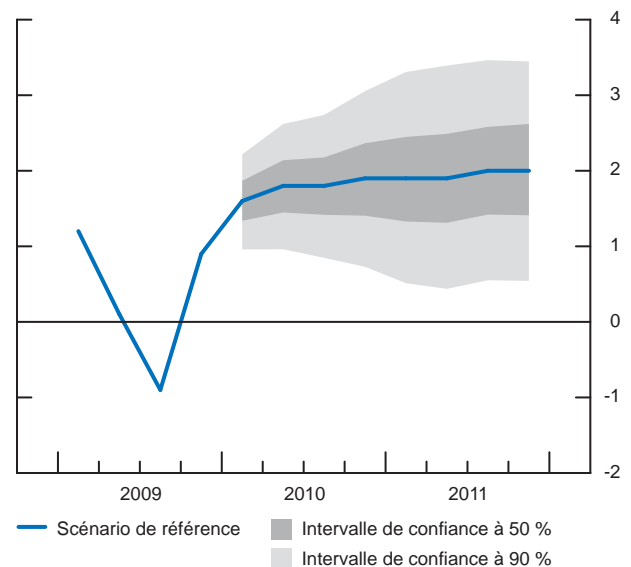
Graphique 18 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

Taux de variation en glissement annuel



Graphique 19 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



⁶ 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.

Les risques entourant les perspectives

Les principaux risques pesant sur les perspectives en matière d'inflation sont les mêmes que ceux dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Les risques demeurent élevés, bien qu'ils aient continué de diminuer progressivement, au fil de la consolidation de la reprise économique à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation sont liés à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus lente qu'à la suite des récessions passées, en raison des effets persistants de la crise financière sur les marchés du crédit et le profil d'épargne des ménages dans bien des économies avancées. Il se peut donc que le raffermissement de la demande mondiale soit plus vigoureux que prévu, et se traduise par une demande extérieure plus forte de produits canadiens. Cette situation pourrait se présenter, par exemple, à la faveur d'une amélioration étonnamment rapide des conditions financières et de la confiance des consommateurs. Il existe également un risque connexe que la demande intérieure au Canada soit plus robuste que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur persistante du dollar canadien pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé. La croissance repose largement sur les mesures exceptionnelles de détente monétaire et budgétaire qui ont été mises en place partout dans le monde de même que sur les actions extraordinaires qui ont été entreprises à l'appui des systèmes financiers dans de nombreuses économies avancées. La croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, pourrait prendre plus de temps que prévu à se matérialiser.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble. Cette prépondérance s'explique par le fait que la Banque pourrait procéder à un resserrement monétaire traditionnel dans le cas où les risques à la hausse se concrétiseraient. À l'inverse, si les risques à la baisse se réalisaient, la Banque devrait mettre en œuvre des politiques non traditionnelles, pour lesquelles une prudence accrue s'imposerait.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont certes atténués au cours de la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques ont vu leur demande intérieure stimulée par une série de mesures énergiques. Toutefois, une amélioration soutenue à moyenne échéance passe non seulement par un assainissement des finances publiques dans le cas des États-Unis et de plusieurs autres pays industrialisés, mais aussi par la croissance de la demande intérieure et un ajustement des taux de change réels, favorisés par les autorités, dans le cas des pays en excédent. Sinon, d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.

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)

Québec

1501, avenue McGill College, bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8

Phuong Anh Ho Huu

Représentante principale (Monnaie)

Miville Tremblay

*Représentant principal et directeur
(Marchés financiers)*

Ontario

150, rue King Ouest, 20^e étage, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 1J9

Brigid Brady

*Chef adjointe, Analyse régionale, département des
Analyses de l'économie canadienne*

Jane Voll

Représentante principale (Analyse économique)

Manuel Parreira

Représentant principal (Monnaie)

Mark Caplan

*Représentant principal et directeur
(Marchés financiers)*

Eric Tuer

Directeur adjoint (Marchés financiers)

Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest

404–6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9

Alexander Fritsche

Représentant principal (Analyse économique)

Ted Mieszkalski

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)

Bureau de New York

Consulat général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis

Scott Kinnear

*Consul et représentant principal
de la Banque du Canada*
