



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

¡ CÉLÉBRONS 75 ANS
¡ CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 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
! CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2010

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, PIERRE DUGUAY, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE ET JEAN BOVIN.

Ce n'est pas le moment de nous reposer sur nos lauriers. L'audace sera de mise dans les sphères publique et privée, au pays comme à l'étranger, pour que la reprise soit solide. Cela implique une action du G20 pour réformer le système financier international et assurer un redressement économique viable. Cela signifie aussi que nos entreprises doivent investir pour accroître la productivité et conquérir de nouveaux marchés. Cela implique enfin que les Canadiens doivent participer sans réserve à la nouvelle économie mondiale multipolaire.

Ce sont toutes des décisions importantes, dont la promptitude et l'efficacité influenceront sur l'activité économique et sur l'inflation au Canada et, par conséquent, sur l'orientation de la politique monétaire. La Banque devra se montrer agile.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
16 juin 2010
Charlottetown (Île-du-Prince-Édouard)*

Table des matières

- 1 Vue d'ensemble**
- 3 L'économie mondiale**
 - 5 L'évolution récente
 - 6 L'évolution des marchés financiers mondiaux
 - 10 Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale
- 17 L'économie canadienne**
 - 17 L'évolution récente
 - 17 L'activité économique
 - 19 L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie
 - 20 L'inflation et la cible de 2 %
 - 22 Les conditions financières au Canada
 - 24 Le taux de change
 - 24 Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne
 - 24 L'offre et la demande globales
 - 27 La projection en matière d'inflation
- 31 Les risques entourant les perspectives**

Notes techniques

- 4 La crise de la dette souveraine en Europe et ses conséquences pour les économies mondiale et canadienne
 - 7 Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher
 - 13 Le comportement de la consommation et de l'épargne aux États-Unis et au Canada
-

Vue d'ensemble

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans des ménages, des banques et des gouvernements dans certaines économies avancées devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui que la Banque prévoyait en avril. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient ralentir la reprise mondiale au cours de la période de projection. Aux États-Unis, la demande privée remonte mais demeure inégale.

L'activité économique au Canada évolue essentiellement comme prévu et est alimentée par les dépenses publiques et les dépenses de consommation. L'activité dans le secteur du logement recule de façon notable par rapport aux niveaux élevés qu'elle avait atteints, ce qui est conforme à l'opinion de la Banque selon laquelle les mesures de relance ont incité les ménages à devancer leurs dépenses à la fin de 2009 et au début de 2010. La croissance de l'emploi a repris mais les investissements des entreprises semblent être freinés par les incertitudes qui planent à l'échelle internationale et ne se sont pas encore relevés de la contraction marquée qu'ils ont subie pendant la récession.

La Banque s'attend à ce que la reprise soit plus graduelle au Canada qu'elle ne l'avait prévu en avril et à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Cette révision découle d'une légère détérioration des perspectives concernant la croissance économique mondiale et d'une progression plus modeste de la consommation au pays. Selon la Banque, les investissements des entreprises et les exportations nettes apporteront une contribution relativement plus importante à la croissance.

L'évolution de l'inflation a été en gros conforme aux projections de la Banque publiées en avril. Même si celle-ci estime maintenant que l'économie retournera à son plein potentiel à la fin de 2011, soit deux trimestres plus tard que prévu en avril, la dynamique fondamentale de l'inflation n'a guère changé. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces.

Cette projection demeure entachée de risques considérables, que la Banque juge relativement équilibrés au cours de la période de projection. À l'échelle du globe, du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 20 juillet 2010.

accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets de l'assainissement budgétaire. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée dans le monde, y compris aux États-Unis, ne suffise pas à soutenir la reprise.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée un élan plus vif qu'escompté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement et il existe un risque que le redressement de l'investissement des entreprises soit retardé davantage.

Depuis avril 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions économiques, la Banque a cessé la conduite extraordinaire de la politique monétaire. Le 20 avril 2010, elle a mis fin à son engagement conditionnel, qui avait fourni une impulsion additionnelle considérable pendant une période marquée par une conjoncture économique très défavorable et des risques importants à la baisse pesant sur l'économie mondiale et l'économie canadienne.

Le 1^{er} juin 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le porter à 1/2 %. Dans la foulée de cette décision relative au taux directeur, elle a rétabli son cadre normal de mise en œuvre de la politique monétaire, faisant de nouveau correspondre le taux cible du financement à un jour au point médian de la fourchette opérationnelle, dont l'amplitude est repassée à 50 points de base. Le 20 juillet 2010, la Banque a augmenté le taux cible du financement à un jour d'un autre quart de point de pourcentage pour l'établir à 3/4 %.

Ces décisions laissent en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %, compte tenu de l'offre excédentaire importante au Canada, de la vigueur de la dépense intérieure et de la reprise mondiale inégale. Étant donné l'incertitude notable pesant sur les perspectives, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

L'économie mondiale

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe (**Graphique 1**) mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans des ménages, des banques et des gouvernements dans certaines économies avancées devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui que la Banque prévoyait en avril. L'intensification des préoccupations entourant la dette souveraine en Europe a donné lieu à une augmentation de l'incertitude, à un resserrement des conditions financières internationales et à une baisse des cours mondiaux des produits de base. Dans les pays avancés, le relai des mesures publiques de relance à la demande privée est amorcé mais n'est pas encore terminé.

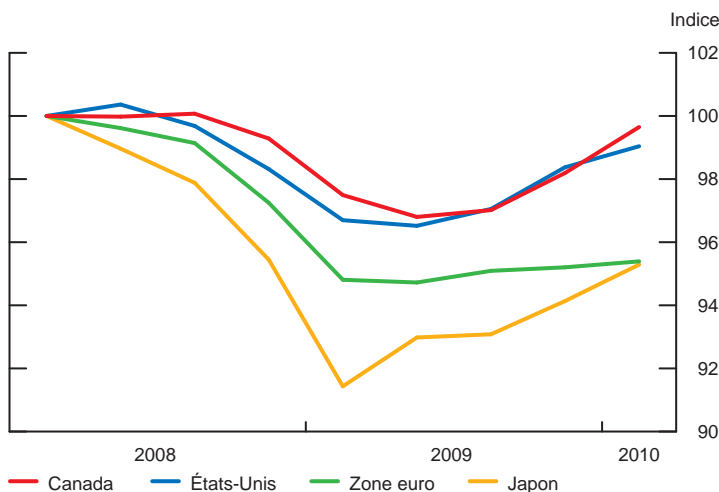
Dans la plupart des économies avancées, la politique monétaire devrait demeurer expansionniste pendant quelque temps, mais on s'attend à ce que l'effet des stimulants budgétaires passe de neutre à négatif au cours de la prochaine année. Même si les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette souveraine en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives et accru les perspectives d'une croissance durable à long terme, elles devraient modérer la reprise mondiale au cours de la période de projection (**Note technique 1**)¹. On prévoit que la demande privée deviendra le principal

La reprise économique se poursuit à l'échelle du globe mais n'est pas encore autosuffisante. L'importance plus grande accordée à l'assainissement des bilans devrait modérer le rythme de la croissance mondiale par rapport à celui projeté en avril.

Les mesures adoptées en réaction à la crise de la dette en Europe ont réduit le risque de conséquences négatives.

Graphique 1 : Les grandes économies sont en train de se redresser

PIB réel, base 100 de l'indice = 2008T1, données trimestrielles



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

Dernière observation : 2010T1

¹ Ces mesures englobent un assainissement important des finances publiques dans plusieurs pays, dont la Grèce, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal; la création du Fonds européen de stabilité financière par l'Union européenne; le lancement par la BCE d'achats ciblés d'obligations souveraines et la conduite par les autorités européennes de simulations de crise dans les systèmes bancaires.

La crise de la dette souveraine en Europe et ses conséquences pour les économies mondiale et canadienne

Comme la zone euro représente plus de 20 % de la production mondiale (aux prix courants), la crise de la dette souveraine en Europe a des répercussions à l'échelle du globe. La crise a éclaté au début de mai, sur fond d'inquiétudes croissantes des marchés financiers quant à la viabilité des finances publiques de plusieurs pays vulnérables de la zone euro, en particulier la Grèce. Cette dette étant détenue en grande partie par les banques de l'ensemble de la zone, certains ont exprimé des doutes au sujet de la résilience de quelques-unes de ces banques. Ces préoccupations et les tensions sur les marchés financiers qu'elles ont engendrées ont accru l'incertitude concernant la solidité de la reprise de l'activité mondiale. Plusieurs mesures ont été prises par l'Union européenne, la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international pour juguler la crise, et de nombreux pays européens ont accéléré la mise en œuvre de leurs plans d'assainissement des finances publiques.

Il est à prévoir que la crise de la dette souveraine en Europe aura des retombées sur les économies mondiale et canadienne par le fait des liens commerciaux et financiers existants. L'accélération des efforts d'assainissement budgétaire et le durcissement des conditions du crédit dans la zone euro entraîneront une diminution de la demande dans cette région et, du même coup, de la demande européenne de biens et de services importés. La récente dépréciation de l'euro, si elle se maintient, accentuera le repli de la demande européenne d'importations. Puisque les exportations vers les pays de la zone euro ne constituent qu'une faible proportion des exportations totales du Canada, l'incidence de ce recul de la demande devrait demeurer relativement modeste. Cependant, le Canada subit aussi indirectement les effets de la crise européenne par le biais de la réduction de la demande américaine d'exportations canadiennes et du fléchissement de la demande de produits de base, ce qui pèse sur ses termes de l'échange et sur sa monnaie.

La crise de la dette a également provoqué une intensification des tensions sur le marché interbancaire, une élévation des primes de risque ainsi qu'une baisse de la valeur des actifs. Les retombées de la crise sur les marchés financiers ont été relativement

limitées jusqu'ici, mais les conditions financières pourraient se durcir sensiblement, surtout en Europe, si les inquiétudes entourant le risque de contrepartie persistaient, et d'autant plus si celles-ci augmentaient. Par ailleurs, il se peut que l'incertitude entourant les perspectives entame la confiance des entreprises et des ménages et freine leurs dépenses. Ces effets ont été modestes jusqu'à présent, mais ils pourraient s'amplifier. Des remaniements de portefeuille en faveur de valeurs refuges pourraient stimuler la demande d'actifs libellés en dollars américains, ce qui exercerait des pressions à la baisse sur le dollar canadien. Une dépréciation de ce dernier aiderait par contre à atténuer les incidences de cette crise de la dette en Europe sur la demande globale au Canada.

Une évaluation de l'incidence de la crise de la dette en Europe sur le scénario de référence de la Banque est présentée au **Tableau 1-A**.

Tableau 1-A : Incidence de la crise de la dette souveraine européenne
Variation en pourcentage par rapport aux niveaux projetés en avril 2010

	PIB réel de la zone euro	PIB réel des États-Unis	Prix des produits de base non énergétiques / Prix du pétrole	PIB réel du Canada
2010	-0,2	-0,1	-0,2/-0,6	-0,1
2011	-0,6	-0,4	-0,8/-2,4	-0,3
2012	-0,8	-0,3	-0,9/-2,8	-0,2

Source : calculs de la Banque du Canada

Il est à noter que le risque à la baisse associé à une crise plus profonde reste présent et que, s'il se réalisait, les conséquences pourraient être lourdes. D'abord, des perturbations majeures des marchés du financement bancaire pourraient faire augmenter les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages. Ensuite, les répercussions négatives sur les exportations canadiennes pourraient être substantielles.

moteur de la croissance dans le monde en 2011 et 2012, à mesure que l'emploi et les revenus des ménages se redresseront.

L'évolution récente

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du globe au premier trimestre de 2010, grâce surtout aux mesures temporaires d'incitation prises par les gouvernements, qui ont amené les ménages à devancer leurs dépenses. Par conséquent, l'expansion devrait avoir ralenti au second trimestre dans de nombreux pays, à mesure que ces effets temporaires se sont dissipés. Même si on observe un grand dynamisme dans bon nombre d'économies de marché émergentes et une certaine consolidation de la relance aux États-Unis, au Japon et dans d'autres pays avancés, la croissance reste anémique en Europe.

Le PIB américain a crû à un taux annualisé de 2,7 % en termes réels au premier trimestre et on estime sa progression au deuxième trimestre à 2,4 %, ce qui, dans les deux cas, est un peu inférieur aux prévisions présentées dans le *Rapport* d'avril. Au cours de cette période, la croissance a été favorisée par les mesures de relance budgétaire et monétaire ainsi que par l'inversion du cycle des stocks au lendemain de la récession. Les données récentes sur la consommation et l'investissement résidentiel indiquent toutefois que la croissance sera sans doute plus modeste qu'on ne l'avait prévu auparavant, étant donné la faible hausse de l'emploi enregistrée au deuxième trimestre (abstraction faite des emplois temporaires liés au recensement). Ainsi, le redressement de la demande intérieure privée aux États-Unis sera probablement plus graduel qu'escompté précédemment.

L'activité économique s'est quelque peu raffermie dans la zone euro au premier trimestre, à la faveur d'une progression soutenue des dépenses publiques et des exportations ainsi que d'un apport important des stocks. La demande intérieure finale privée demeure faible cependant. Plus récemment, les nouvelles données liées à la production industrielle ont généralement été plus favorables que projeté, donnant à penser que la croissance s'est renforcée au deuxième trimestre, en partie grâce à la reprise de l'activité après les perturbations provoquées par le mauvais temps au premier trimestre et à la montée des exportations. La relance est plus vigoureuse dans les pays du cœur de l'Europe, surtout l'Allemagne, peu d'indices laissant entrevoir jusqu'à maintenant des effets de propagation de la faiblesse observée dans les économies vulnérables.

Au Japon, la croissance du PIB réel au premier trimestre, qui s'est située à 5,0 %, a continué à se redresser fortement, sous l'effet des importants stimulants budgétaires et d'un vif essor des exportations. Cette progression devrait s'être modérée au deuxième trimestre, avec la réduction des programmes de relance gouvernementaux. Bien que les exportations nettes contribuent toujours de façon notable à la croissance, certains indicateurs portent à croire que la reprise économique au Japon se généralise lentement.

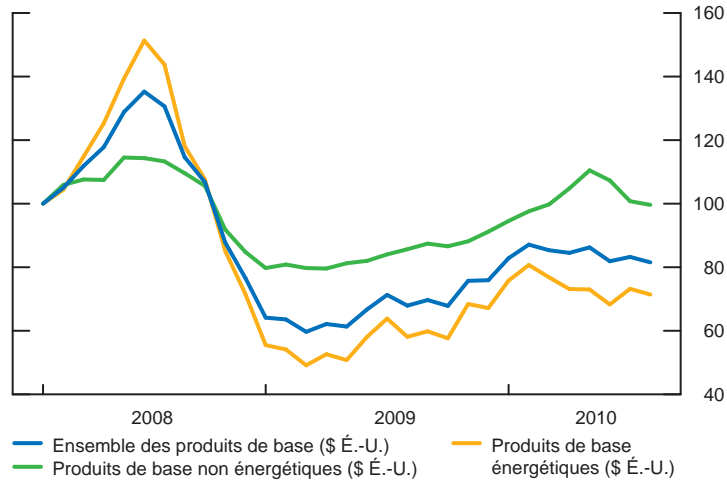
Au premier trimestre de 2010, l'économie chinoise a affiché un taux d'expansion, supérieur aux pronostics, de 11,9 % (en glissement annuel) grâce à la vigueur de la demande intérieure et extérieure. La croissance a décéléré à 10,3 % au deuxième trimestre, toutefois, à mesure que les effets des stimulants budgétaires ont commencé à s'estomper et que les actions menées par les autorités chinoises pour ralentir l'activité dans le marché du logement ont commencé à porter leurs fruits. Il semble que l'économie affiche une demande excédentaire, à en juger par la hausse des salaires et l'intensification des pressions sur les prix dans certains secteurs. Les autorités ont réagi en

La croissance a été plus vigoureuse que prévu dans bien des régions du globe au premier trimestre de 2010, grâce surtout aux mesures temporaires d'incitation prises par les gouvernements.

Même si on observe un grand dynamisme dans bon nombre d'économies de marché émergentes et une certaine consolidation de la relance aux États-Unis, au Japon et dans d'autres pays avancés, la croissance reste anémique en Europe.

Graphique 2 : Les prix des produits de base ont récemment fléchi

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
(base 100 de l'indice = janvier 2008), données mensuelles



Nota : Les valeurs pour juillet 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 juillet 2010.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : juillet 2010

L'indice des prix des produits de base de la Banque a reculé de quelque 4 % depuis avril.

De nouvelles tensions sont apparues sur les marchés financiers découlant des inquiétudes grandissantes au sujet du risque souverain dans quelques pays d'Europe.

durcissant les conditions du crédit au moyen de diverses mesures, et on observe l'amorce d'un ralentissement de la progression du crédit et des prix des actifs.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a reculé de quelque 4 % depuis la parution du *Rapport* d'avril en raison de la baisse des prix du pétrole et des produits de base non énergétiques, laquelle a été compensée en partie par une augmentation des cours du gaz naturel (**Graphique 2** et **Note technique 2**). La diminution des cours des produits de base peut être attribuée dans une large mesure à une désaffection générale à l'égard des actifs plus risqués durant cette période et à un ralentissement attendu de la reprise économique mondiale imputable à la crise de la dette souveraine en Europe et au resserrement des politiques en Chine.

L'évolution des marchés financiers mondiaux

Malgré les signes de la poursuite de la reprise économique à l'échelle internationale, de nouvelles tensions sont apparues sur les marchés financiers découlant des inquiétudes grandissantes au sujet du risque souverain dans quelques pays d'Europe et de l'exposition connexe des banques. Ces tensions financières font ressortir les vulnérabilités qui perdurent au sein du système financier mondial.

Au moment de la publication du *Rapport* d'avril, l'incidence des préoccupations entourant le risque souverain avait été largement confinée à une augmentation des rendements des obligations d'État de certains pays européens lourdement endettés, particulièrement la Grèce. À la fin d'avril, l'un des principaux risques cernés dans le *Rapport* se concrétisait. Les inquiétudes concernant la contagion et les effets de propagation se sont exacerbées, ce qui a donné lieu à une détérioration généralisée des conditions dans l'ensemble des marchés financiers. Les annonces de mesures de stabilisation par les autorités européennes et le Fonds monétaire international ont contribué à améliorer les conditions des marchés depuis, mais les écarts relatifs aux obligations souveraines des pays les plus touchés de la zone euro demeurent nettement

Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

L'évolution des prix des matières premières revêt une grande importance pour la tenue de l'économie canadienne et la conduite de la politique monétaire. Il est donc primordial de mesurer précisément les variations des prix d'un large éventail de produits de base pour pouvoir interpréter leur incidence sur la valeur du dollar canadien, les termes de l'échange et l'état de l'économie canadienne. Depuis sa création, en 1975, l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada est fondé sur des pondérations fixes, qui ont été rajustées environ une fois tous les dix ans, soit en 1988, en 1994 et en 2003.

Afin de disposer d'un indice plus précis, représentatif et flexible, la Banque du Canada a récemment remplacé l'IPPB par un indice en chaîne de Fisher¹. Ce nouvel indice, appelé IPPB Fisher, a ceci d'avantageux que ses facteurs de pondération pourront être mis à jour chaque année, en vue de réduire les biais provenant des fluctuations de la valeur de production des matières premières qui sont causées par l'évolution des prix (**Graphique 2-A**)². Autre avantage de la méthodologie de Fisher, des produits de base peuvent être ajoutés à l'indice ou en être retirés au fil du temps³. De plus, comme cet indice s'accorde avec le Système de comptabilité nationale du Canada, il est relativement aisé d'établir une mesure du volume de production des produits de base canadiens.

La catégorie de matières premières la plus importante pour expliquer l'évolution de l'IPPB Fisher au cours de la période 1973-2009 est celle des produits énergétiques (**Graphique 2-B**). Les prix de l'énergie sont en effet sujets à de grandes fluctuations qui ont une influence prépondérante sur la dynamique globale de l'indice. Cela se vérifie particulièrement pour les années écoulées depuis 2000, durant lesquelles la progression de l'indice global des prix a tenu essentiellement à l'évolution des prix de l'énergie. À titre d'exemple, la hausse de l'IPPB Fisher en 2008 s'explique à environ 85 % par l'augmentation de 20,8 %

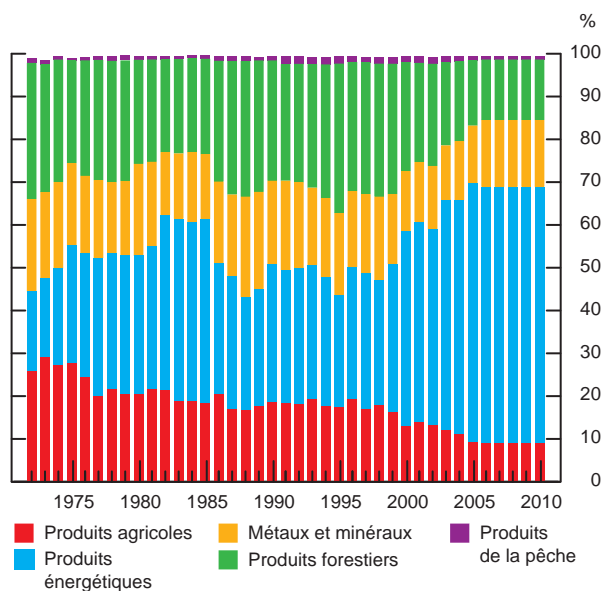
des prix de l'énergie. Après la catégorie des produits énergétiques, les catégories ayant le plus contribué dans le passé aux variations de l'IPPB Fisher sont celles des métaux et minéraux et des produits forestiers.

Bien que la composition de l'IPPB Fisher diffère selon les années considérées, celui-ci suit d'assez près l'évolution de l'ancien indice (**Graphique 2-C**). Il y a trois grandes raisons à cela. Premièrement, l'effet sur l'indice des fluctuations des prix des produits de base volatils domine celui des changements de composition de l'indice au fil du temps, puisque ce dernier effet a tendance à se faire sentir très progressivement. Deuxièmement, les variations des prix sont fortement corrélées entre les produits de base, étant donné que les cycles de la demande sont souvent synchronisés.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Les pondérations de l'IPPB Fisher sont rajustées chaque année pour tenir compte de l'évolution de la production de matières premières au Canada

Part des principales catégories de matières premières dans la production nominale, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2006

¹ Voir I. Kolet et R. Macdonald, *The Fisher BCPI: The Bank of Canada's New Commodity Price Index*, document d'analyse n° 2010-6, Banque du Canada.

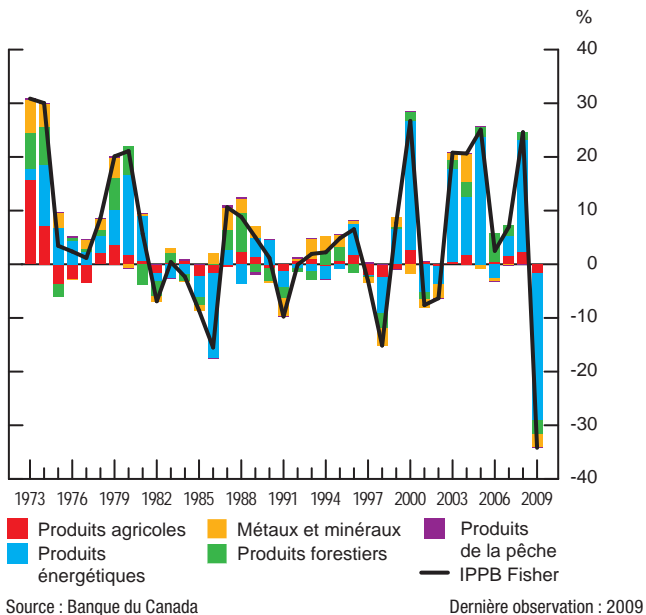
² Les pondérations du nouvel indice ont été établies à partir des données entrées-sorties, qui s'arrêtent pour l'instant en 2006. Par conséquent, elles ont été maintenues telles quelles de 2006 à 2010.

³ L'IPPB Fisher intègre cinq composantes ou catégories nouvelles : plomb, fer, pommes de terre, poissons de mer et mollusques et crustacés.

Le nouvel indice des prix des produits de base de la Banque du Canada : l'IPPB Fisher

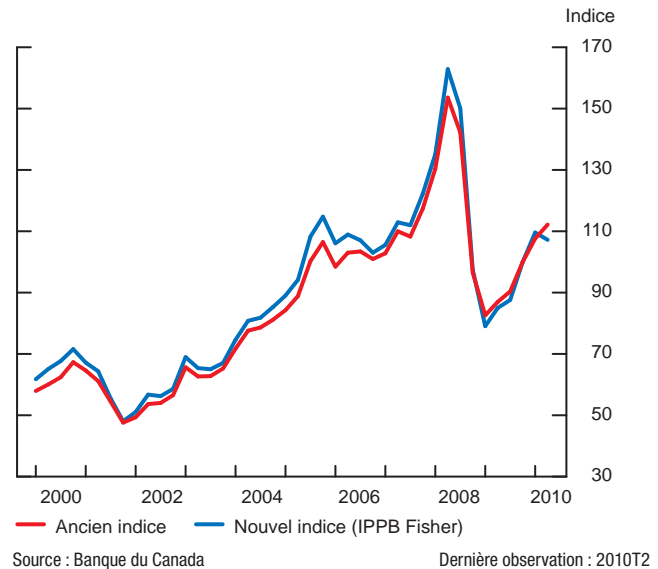
Graphique 2-B : Depuis 2000, les prix de l'énergie jouent un rôle prépondérant dans l'évolution de l'IPPB

Contribution à la croissance, données annuelles



Graphique 2-C : Les deux indices connaissent une évolution similaire, car l'incidence des changements de pondération est faible par rapport à d'autres facteurs, telle la volatilité des prix

Base 100 = 2009T4, données mensuelles



De fait, la similitude d'évolution entre des indices à pondération différente est d'autant plus grande que la corrélation entre les prix des produits de base est élevée. Troisièmement, par une pure coïncidence, les changements successifs de pondération des matières premières et les variations des prix de l'énergie se compensent sur la période examinée et font que la moyenne des facteurs de pondération de l'indice de

Fisher est presque identique aux anciennes pondérations fixes. Avec le passage du temps, il est possible que les deux indices divergent. Par ailleurs, il convient de souligner que si les écarts de niveaux entre les indices globaux sont minimes, la plupart des sous-indices accusent des différences marquées, tels ceux des produits énergétiques et non énergétiques.

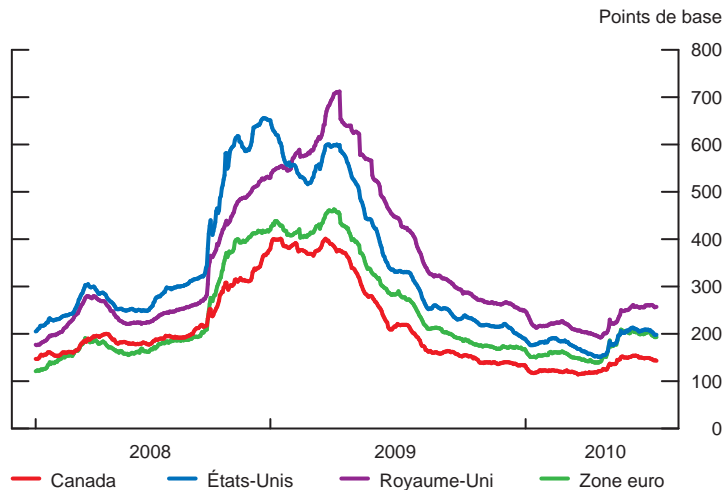
L'incertitude plus grande a intensifié la volatilité, fait reculer les cours des actions et creusé les écarts de crédit.

plus larges qu'au moment de la parution du *Rapport* d'avril et, globalement, les conditions financières se sont durcies et sont plus volatiles.

La crise de l'endettement en Europe a fait croître l'incertitude et suscité des craintes d'effets possibles de propagation du système financier à l'économie réelle. L'incertitude plus grande au sein des marchés financiers mondiaux a intensifié la volatilité, fait reculer les cours des actions et creusé les écarts de crédit pour un large éventail d'actifs du secteur privé, comme les obligations des sociétés, bien que ces écarts soient nettement inférieurs à ceux qui ont été observés à l'automne 2008 et au premier semestre de 2009 (**Graphique 3**). L'effet du creusement des écarts sur les coûts d'emprunt des sociétés a donc été jusqu'à présent contrebalancé en bonne partie par la baisse des rendements des obligations d'État dans les grandes

Graphique 3 : Les écarts de rendement relatifs aux obligations de sociétés ont légèrement augmenté ces dernières semaines

Écarts entre les obligations de sociétés de bonne qualité et les obligations d'État^a



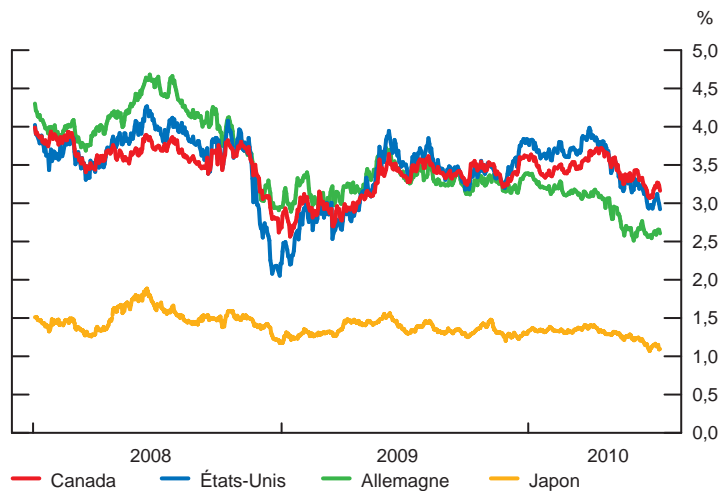
a. Les écarts ont été corrigés pour tenir compte des clauses optionnelles.

Sources : Bank of America Merrill Lynch et Bloomberg

Dernière observation : 16 juillet 2010

Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies ont diminué sous l'effet de remaniements de portefeuille et de la réévaluation des perspectives de croissance

Rendement des obligations d'État à 10 ans



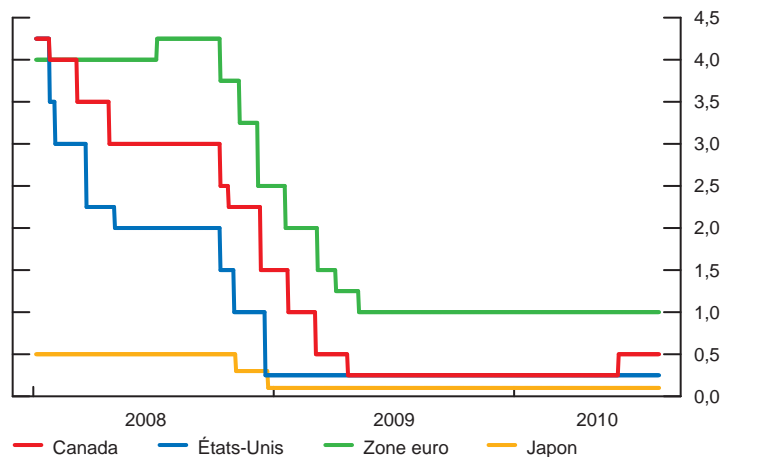
Source : Bloomberg

Dernière observation : 16 juillet 2010

économies (**Graphique 4**), en raison d'une réévaluation des perspectives de croissance, des attentes selon lesquelles les taux directeurs devraient demeurer extrêmement bas (**Graphique 5**) et de la part accrue des actifs plus liquides et moins risqués dans la composition des portefeuilles. Même si l'accès aux marchés de capitaux s'est amélioré après les perturbations connues au début de mai, lorsque les inquiétudes au sujet du risque souverain étaient les plus vives, l'émission de titres de sociétés en Europe et aux États-Unis reste inférieure aux niveaux observés plus tôt cette année.

Graphique 5 : 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

Dernière observation : 16 juillet 2010

Les conditions d'octroi de prêts bancaires sont demeurées à peu près inchangées dans la plupart des économies avancées.

Les conditions d'octroi de prêts bancaires sont demeurées à peu près inchangées dans la plupart des économies avancées. Selon les résultats des dernières enquêtes menées auprès des responsables du crédit aux États-Unis et en Europe, en général, les banques commerciales n'ont pas resserré davantage leurs normes d'octroi de prêts. Les banques régionales américaines ne sont pas aussi solides financièrement que les grandes institutions installées sur les principales places financières, leur capacité à accorder des prêts aux entreprises et aux ménages est donc plus limitée². En Europe, l'assainissement prévu des finances publiques est susceptible de ralentir la croissance à court terme, ce qui pourrait compliquer la tâche des ménages et des entreprises pour ce qui est d'assurer le service de leur dette et occasionner d'autres pertes ainsi qu'un affaiblissement des bilans des banques. De plus, de nombreuses banques européennes ont à leur bilan des montants importants de la dette souveraine des pays vulnérables de la zone euro. Les autorités européennes ont annoncé récemment qu'elles effectuent des simulations de crise afin d'évaluer la vulnérabilité de leurs banques et qu'elles en publieront les résultats le 23 juillet 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique mondiale devrait se poursuivre, mais elle sera vraisemblablement plus graduelle.

Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les mesures prises jusqu'à maintenant en Europe préviendront une nouvelle dégradation des conditions financières ainsi que la propagation des problèmes dans d'autres pays de la zone euro et au delà. Dans l'ensemble, la reprise économique mondiale devrait se poursuivre, mais elle sera vraisemblablement plus graduelle que ce à quoi on s'attendait dans la livraison d'avril du *Rapport*, la croissance devant s'établir en moyenne à un peu moins de 4 % jusqu'à la fin de 2012 (**Tableau 1**). La révision à la baisse des perspectives pour 2011 et 2012 reflète un redressement plus progressif de la demande intérieure privée ainsi que les répercussions négatives de la crise de la dette souveraine, y compris l'assainissement accéléré des finances publiques (**Note technique 1**).

² Selon la dernière enquête réalisée par la National Federation of Independent Business, les petites entreprises indiquent encore qu'elles ont de la difficulté à obtenir des prêts.

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)		
		2010	2011	2012
États-Unis	21	2,9 (3,1)	3,0 (3,5)	3,5 (3,5)
Zone euro	15	1,0 (1,2)	1,2 (1,6)	2,3 (2,5)
Japon	6	3,3 (2,1)	1,5 (1,7)	2,5 (2,6)
Chine	13	10,3 (10,2)	9,2 (9,3)	8,7 (8,7)
Autres pays	45	5,1 (4,5)	3,8 (4,1)	3,6 (3,9)
Ensemble du monde	100	4,6 (4,2)	3,8 (4,0)	4,0 (4,1)

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 2009.

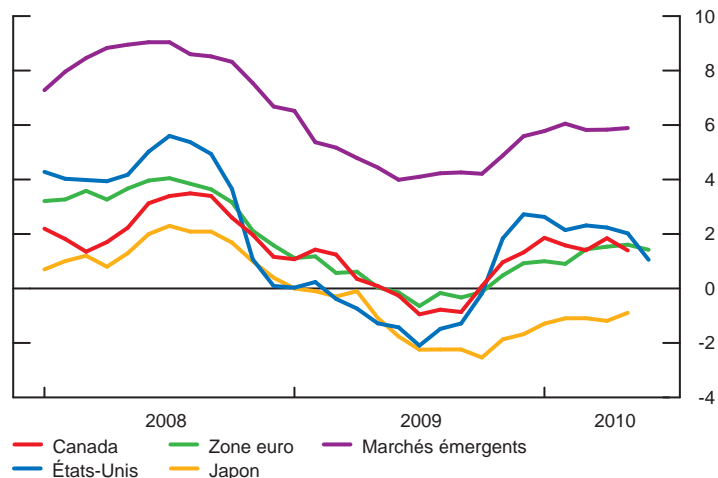
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2010

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

Graphique 6 : Les pressions inflationnistes demeurent limitées dans les grandes économies avancées mais augmentent dans les pays à marché émergent

Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et FMI

Dernières observations : mai et juin 2010

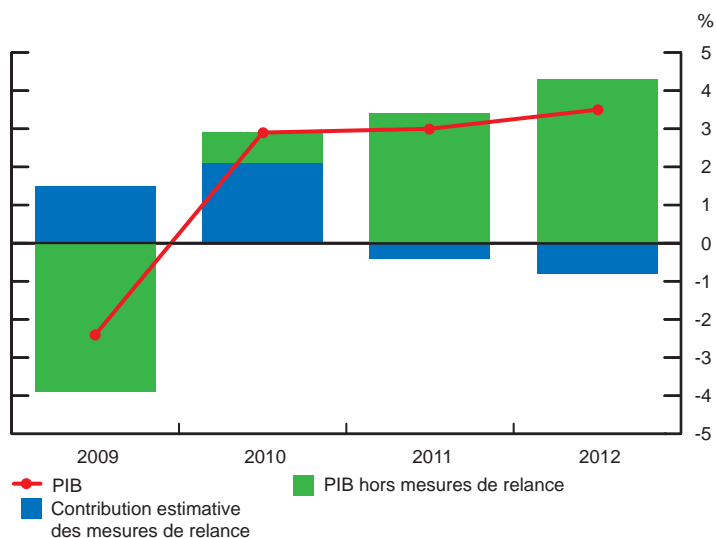
Compte tenu de la lenteur de la reprise et de l'existence d'écart de production considérables, les pressions inflationnistes sous-jacentes sont encore limitées dans les grandes économies avancées (**Graphique 6**). Toutefois, les pressions inflationnistes sont en hausse dans un nombre de pays émergents et devraient s'intensifier davantage pendant la période de projection, sous l'effet du dynamisme de leurs économies et, dans certains cas, de conditions monétaires expansionnistes.

Les projections indiquent que la reprise économique aux États-Unis sera plus lente que durant les cycles précédents, ce qui est attribuable au léger ralentissement de la croissance dans le reste du monde, au retrait des mesures de relance budgétaire et à la réduction en cours du levier d'endettement des ménages et des institutions financières. Comme la croissance se chiffrera à 3 1/4 % en moyenne en 2011 et 2012, des capacités inutilisées devraient persister à l'horizon projeté, étant donné l'ampleur de la récession et le rythme

L'expansion projetée du PIB américain est un peu plus faible qu'en avril, s'établissant à 3 1/4 % en moyenne pour 2011 et 2012.

Graphique 7 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance économique aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



Nota : La contribution des mesures de relance à la croissance reflète les effets sur le PIB des interventions face à la crise et comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures de relance sur d'autres composantes de la demande globale.

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

de progression de la production potentielle. Selon les prévisions, l'expansion du PIB américain sera un peu plus faible qu'anticipé en avril, du fait des retombées de la crise de la dette souveraine en Europe et du redressement plus lent de la demande intérieure privée. Si les stimulants budgétaires demeurent un important moteur de la croissance en 2010, il reste que leur élimination exercera un effet modérateur sur l'activité économique aux États-Unis durant les deux années suivantes (**Graphique 7**). La hausse de la consommation devrait être modeste, les ménages s'efforçant de reconstituer leur épargne (**Note technique 3**)³, tandis que la reprise de l'investissement résidentiel devrait être freinée par les ventes de maisons saisies, l'accès limité au crédit pour les constructeurs et le renversement des effets des incitatifs fiscaux temporaires à l'achat d'une maison (qui avaient entraîné un devancement de la demande de logements). On s'attend à ce que la croissance des investissements des entreprises remonte graduellement, mais il est probable qu'elle restera anémique par rapport à ce qui a été observé lors des reprises précédentes (surtout dans le cas des investissements dans la construction), en raison du niveau élevé des capacités industrielles inutilisées et de conditions du crédit tendues (particulièrement pour les petites entreprises) (**Graphique 8**). Les projections laissent entrevoir une forte expansion des exportations au cours de la période considérée, mais inférieure à celle prévue dans le *Rapport* d'avril, la demande extérieure étant plus faible, et le dollar américain, plus vigoureux.

Les perspectives concernant la zone euro sont assombries par les événements qui sont survenus récemment dans les économies européennes vulnérables. La croissance économique devrait être plus modérée qu'on ne l'entrevoitait dans le *Rapport* d'avril, sous l'effet de l'incertitude accrue, d'un

³ La richesse des ménages aux États-Unis se situe encore bien en deçà des niveaux enregistrés avant la récession et a vraisemblablement reculé davantage depuis la publication du *Rapport* en avril, ce qui s'explique par les récents chocs financiers et les effets du repli des cours boursiers.

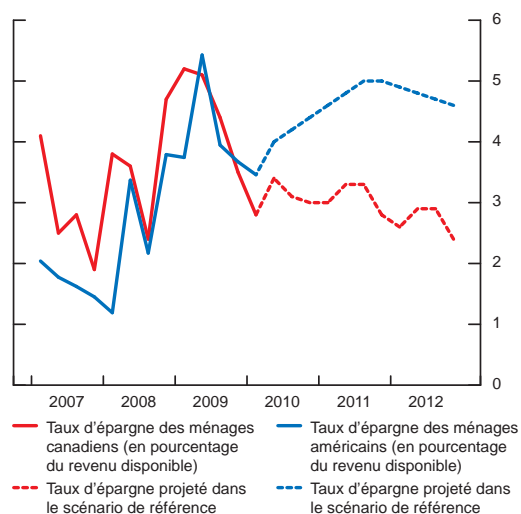
Le comportement de la consommation et de l'épargne aux États-Unis et au Canada

La Banque s'attend à ce que la reprise de la demande de consommation aux États-Unis soit plus lente que celle observée lors des cycles précédents, en raison essentiellement de la nécessité pour les ménages d'assainir leurs bilans. Le taux d'épargne des ménages américains, qui s'était établi en moyenne à 1,8 % de 2005 à 2007, a augmenté récemment et avoisine maintenant 3,5 %. Il devrait atteindre les 5 % en 2011 si, comme on le prévoit, le revenu du travail progresse à un rythme plus rapide que les dépenses de consommation (**Graphique 3-A**). La réduction en cours du ratio d'endettement des ménages devrait rapprocher graduellement, durant la période de projection, le ratio des dépenses de consommation au PIB de sa moyenne de long terme (**Graphique 3-B**).

Au Canada, le ratio des dépenses de consommation au PIB s'est hissé dernièrement au-dessus de sa moyenne de long terme, à la suite de la forte amélioration des termes de l'échange et de l'adoption de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes. Toutefois, l'écart par rapport à cette moyenne est moins prononcé au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis et devrait y persister plus longtemps, les ménages canadiens étant en meilleure posture que leurs voisins du sud (**Graphique 3-C**). Leur avoir net s'élevait toujours en 2009 à environ six fois leur revenu disponible moyen, alors qu'aux États-Unis, le ratio de l'avoir net au revenu disponible est tombé à un peu moins de cinq.

Graphique 3-A : Le taux d'épargne devrait rester plus élevé aux États-Unis qu'au Canada, en raison de la plus grande nécessité pour les ménages américains de réduire leur ratio d'endettement

Données trimestrielles

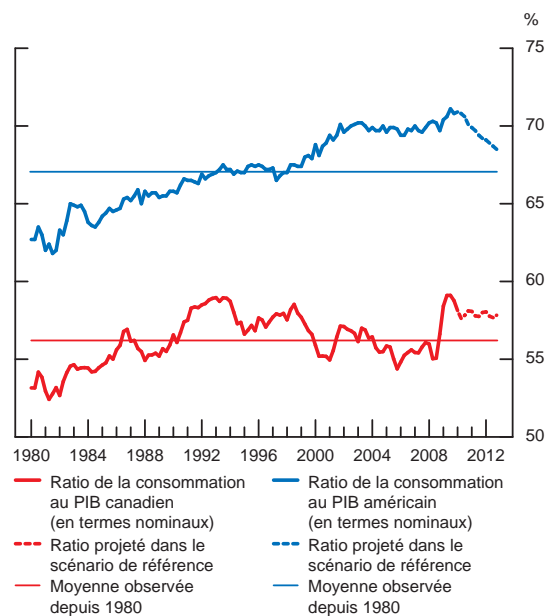


Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et projections de la Banque du Canada Dernière observation : 2010T1

La possibilité que la consommation des ménages diminue plus rapidement que prévu par rapport à leurs revenus fait planer un risque à la baisse sur la projection de la Banque (voir la section traitant des risques à la page 31).

Graphique 3-B : Le ratio des dépenses de consommation au PIB devra s'ajuster de façon plus marquée aux États-Unis qu'au Canada

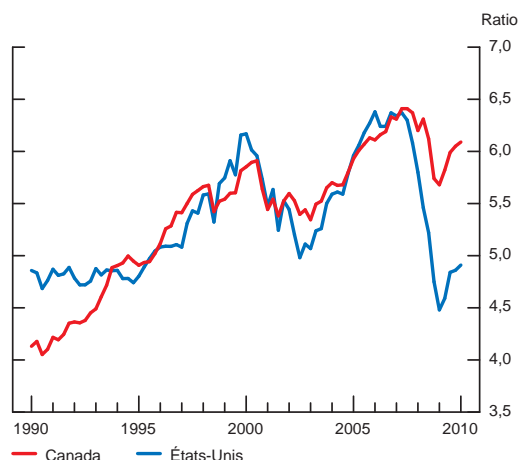
Données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada Dernière observation : 2010T1

Graphique 3-C : L'examen du ratio de l'avoir net au revenu disponible incite à penser que les ménages canadiens sont en meilleure posture que leurs voisins du sud

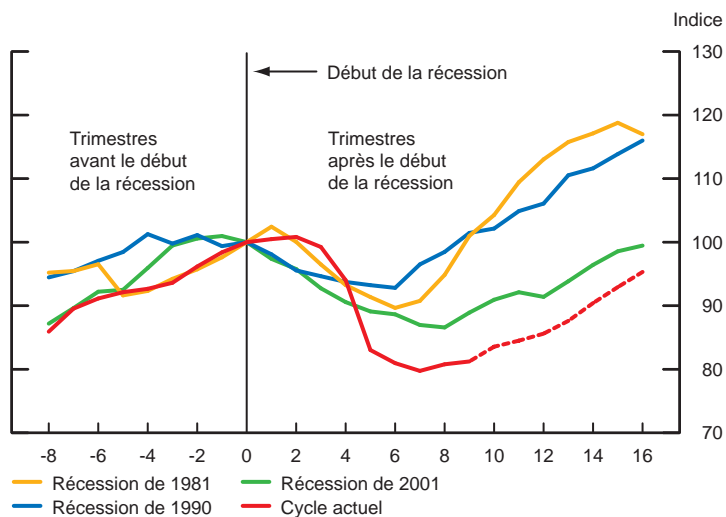
Données trimestrielles



Sources : Réserve fédérale des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2010T1

Graphique 8 : La progression des investissements des entreprises aux États-Unis devrait continuer d'être anémique par rapport aux reprises précédentes

Évolution comparative du niveau des investissements des entreprises américaines, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



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

assainissement plus énergique des finances publiques, d'une détérioration des conditions du crédit par suite des tensions présentes sur les marchés du financement bancaire, et d'une diminution de la confiance. On anticipe une reprise léthargique au cours de la période 2010-2012, alimentée par les exportations, lesquelles devraient bénéficier de la dépréciation de l'euro. La demande intérieure devrait demeurer atone, compte tenu d'une expansion modeste de l'emploi et des salaires ainsi que d'une hausse des impôts.

Selon les projections, la reprise au Japon évoluera essentiellement comme escompté dans le *Rapport* d'avril et les exportations nettes seront encore le principal moteur de la croissance. La fin des subventions publiques devrait ralentir la progression de la consommation, alors que l'appréciation du yen depuis l'éclatement de la crise de la dette souveraine freinera l'expansion des exportations. On prévoit que les conditions monétaires et financières au Japon resteront très favorables.

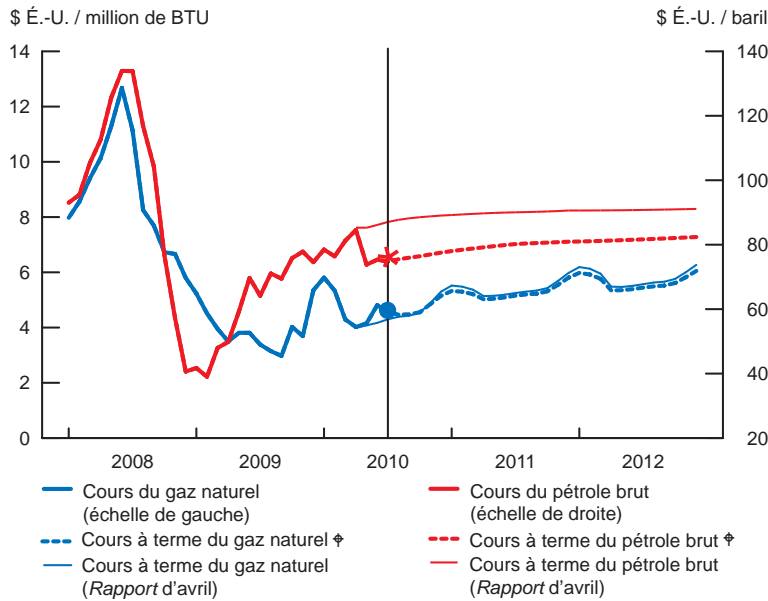
La croissance rapide en Chine devrait se rapprocher peu à peu d'un taux d'expansion tendanciel de quelque 8 à 9 % en 2011 et 2012.

La croissance rapide en Chine devrait se rapprocher peu à peu d'un taux d'expansion tendanciel d'approximativement 8 à 9 % en 2011 et 2012, sous l'influence du retrait graduel des programmes de relance budgétaire, de la mise en place de mesures de resserrement du crédit (qui ciblent le marché du logement et les emprunts des administrations locales) de même que de l'appréciation postulée de la monnaie chinoise. La demande intérieure devrait demeurer la principale source de croissance, puisque les exportations sont susceptibles de se ressentir de la crise de la dette souveraine en Europe, qui constitue le plus important marché d'exportation de la Chine⁴. D'autres économies émergentes devraient enregistrer une solide expansion durant les trois prochaines années, ce qui, dans bien des cas, tient tant à la vigueur de la demande intérieure qu'aux exportations liées aux technologies.

4 Quelque 20 % des exportations de la Chine sont destinées au marché européen.

Graphique 9 : Les cours à terme du pétrole sont plus faibles qu'ils l'étaient en avril, tandis que les cours du gaz naturel demeurent essentiellement inchangés

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (16 juillet 2010)
 • Cours au comptant du gaz naturel (16 juillet 2010)
 † Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 juillet 2010
 Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour juillet 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 juillet 2010.
 Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'évolution escomptée des prix des produits de base au cours de la période de projection a été révisée à la baisse depuis la parution du *Rapport* en avril, compte tenu des perspectives moins favorables concernant la croissance de l'économie mondiale. En fait foi la trajectoire inférieure mais ascendante des cours à terme du pétrole, qui passent d'environ 75 dollars américains le baril à quelque 82 dollars à la fin de 2012 (**Graphique 9**). À mesure que l'activité économique mondiale se redressera, l'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque devrait aussi augmenter de façon constante, pour atteindre un niveau légèrement inférieur à celui attendu dans le *Rapport* d'avril.

L'évolution escomptée des prix des produits de base a été révisée à la baisse.

L'économie canadienne

La reprise au Canada se déroule en gros comme prévu, soutenue par la détente budgétaire et monétaire, la hausse des termes de l'échange, l'amélioration de la situation sur le marché du travail, le regain de confiance des ménages et le redressement de l'économie mondiale. Comme dans le *Rapport* d'avril, la Banque s'attend à ce que le rythme de croissance de l'activité ralentisse, en raison du devancement des dépenses de consommation et des investissements dans le secteur du logement suscité par les mesures de relance, ainsi que du retrait graduel de la détente budgétaire.

La Banque estime maintenant que cette décélération sera légèrement plus prononcée en 2010 et en 2011, en grande partie sous l'effet de l'affaiblissement et de l'incertitude accrue des perspectives de l'économie mondiale par rapport à celles présentées en avril. Elle prévoit que la progression de la consommation sera plus modeste, ce qui cadre avec une croissance des revenus moins élevée. L'incertitude devrait également tempérer la reprise des investissements des entreprises à court terme. En revanche, la diminution de la valeur postulée du dollar canadien devrait contribuer à stimuler les exportations nettes. Dans l'ensemble, le niveau de l'activité économique au Canada devrait retrouver son plein potentiel un peu plus tard qu'on ne s'y attendait précédemment.

La projection concernant l'inflation au Canada est demeurée pratiquement inchangée par rapport à celle contenue dans le *Rapport* d'avril, les révisions des perspectives étant mineures et ayant tendance à s'annuler. Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer d'avoisiner 2 % tout au long de la période de projection. La Banque fera abstraction des effets transitoires sur l'inflation des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces.

L'évolution récente

L'activité économique

Ainsi qu'on s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport*, le PIB réel du Canada a bondi au premier trimestre, de 6,1 % (en chiffres annualisés), sous l'impulsion de la vive croissance de la demande intérieure et de la reprise des exportations qui se sont poursuivies. Une nouvelle amélioration des termes de l'échange du pays a donné lieu à une hausse encore plus marquée du revenu intérieur brut réel (**Graphique 10**).

Au premier trimestre de 2010, le niveau du PIB réel a remonté pour se rapprocher du sommet atteint avant la récession, sous l'effet des mesures de relance budgétaire en cours, de la vigueur des dépenses de consommation et de la robustesse des investissements dans le logement (**Graphique 11**).

La reprise au Canada se déroule en gros comme prévu.

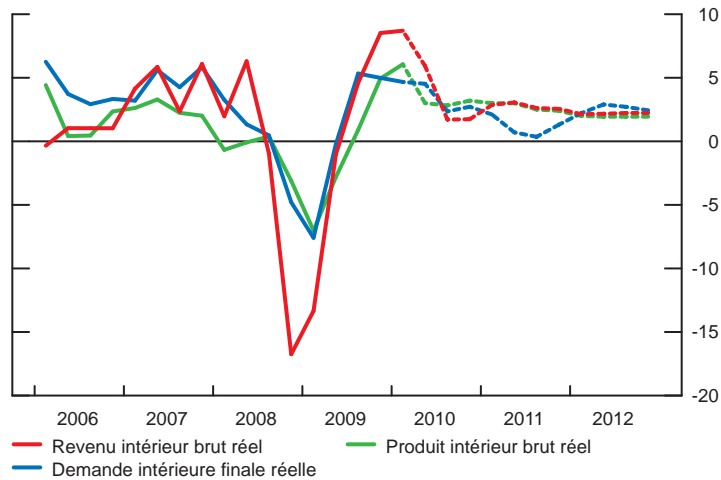
La Banque s'attend à ce que le rythme de croissance ralentisse en 2010 et en 2011 un peu plus rapidement que projeté en avril.

La projection concernant l'inflation au Canada est demeurée pratiquement inchangée par rapport à celle présentée en avril.

Au premier trimestre de 2010, le niveau du PIB réel a remonté pour se rapprocher du sommet atteint avant la récession, sous l'effet des mesures de relance budgétaire en cours, de la vigueur des dépenses de consommation et de la robustesse des investissements dans le logement.

Graphique 10 : Après avoir connu une forte accélération en 2009, la croissance du revenu intérieur brut réel devrait ralentir

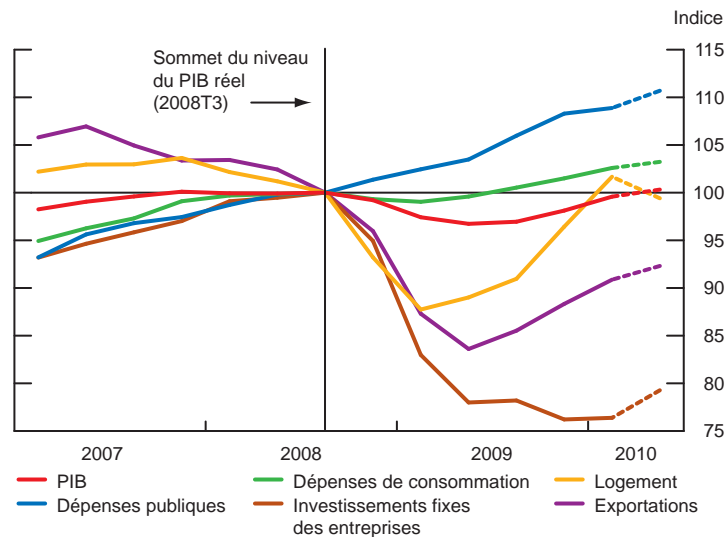
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 11 : Soutenu par les dépenses des ménages et des administrations publiques, le PIB réel se rapproche du niveau auquel il se situait avant la récession

Base 100 de l'indice = 2008T3, en dollars enchaînés de 2002, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au deuxième trimestre de 2010 sont des estimations de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les dépenses des ménages ont été un peu plus fortes qu'escompté pendant le trimestre, grâce à de solides gains au chapitre du revenu du travail, au redressement de la confiance et aux conditions de crédit favorables. L'expansion des investissements dans le logement a également dépassé les attentes, les ménages s'étant empressés de tirer profit du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire avant que celui-ci n'expire à la fin de janvier. L'inversion plus rapide que prévu du cycle des stocks a aussi donné un élan considérable à la croissance globale du PIB. Cependant, comme l'incertitude des firmes persiste quant à la viabilité de la reprise de la demande mondiale, la remontée des investissements fixes des entreprises a été plus modeste qu'anticipé. De fait, le niveau de ces investissements reste faible, après un repli plus rapide et plus profond que lors des récessions précédentes.

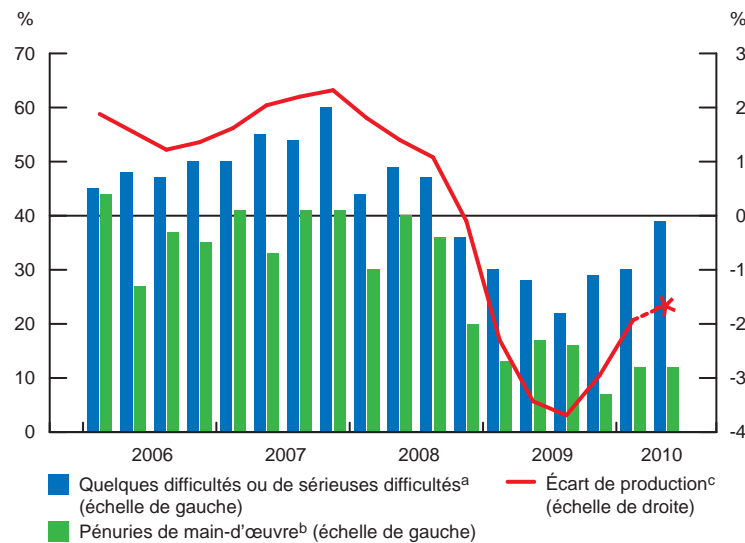
Des indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel a ralenti pour se situer aux alentours de 3,0 % au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation se sont modérées, alors que les investissements dans le logement se sont contractés de façon marquée, comme prévu, après l'expiration du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire, le resserrement des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et la majoration des taux hypothécaires. Par opposition, la reprise des investissements des entreprises devrait s'être amorcée, à la faveur de la hausse des achats de machines et de matériel associée en partie au redressement du secteur pétrolier. De même, les dépenses publiques ont été stimulées temporairement par les dépenses liées aux sommets du G8 et du G20 dont le Canada a été l'hôte en juin.

Des indicateurs récents donnent à penser que la progression du PIB réel a ralenti pour se situer aux alentours de 3,0 % au deuxième trimestre.

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

La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne a continué de diminuer au deuxième trimestre. Les divers indicateurs que la Banque prend en considération fournissent des informations quelque peu divergentes quant à l'ampleur de la baisse. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus à l'été (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2010/ete/bos0710f.pdf>), la marge de capacités excédentaires a sensiblement diminué depuis le sommet atteint au troisième trimestre de 2009, la proportion de firmes qui estiment qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande atteignant son niveau le plus élevé depuis le troisième trimestre de 2008 (**Graphique 12**). Par contre, la mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que celui-ci était encore appréciable.

Graphique 12 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est amenuisée sensiblement depuis le troisième trimestre de 2009



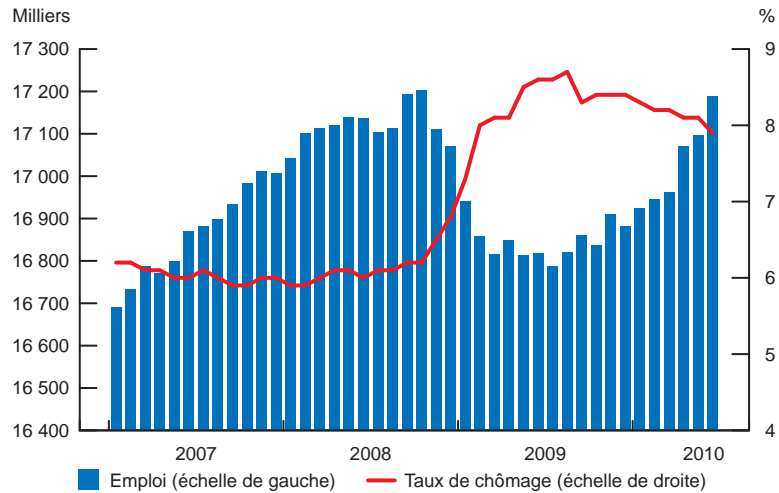
- Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
- Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2010 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 3,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T2

Graphique 13 : La situation sur le marché du travail s'améliore graduellement

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : juin 2010

La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer. En particulier, l'emploi s'est accru très rapidement ces derniers mois et est maintenant revenu essentiellement à son niveau d'avant la récession (**Graphique 13**). Toutefois, le taux de chômage demeure relativement élevé, et le nombre moyen d'heures travaillées par semaine reste inférieur à ce qu'il était avant la récession. De plus, selon les résultats de l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises, le pourcentage des firmes faisant état de pénuries de main-d'œuvre n'a que peu augmenté par rapport au creux observé au quatrième trimestre de 2009.

Dans l'ensemble, les divers indicateurs des pressions s'exerçant sur les capacités concordent avec le point de vue de la Banque selon lequel la production potentielle a crû d'environ 1,2 % en 2009 et de 1,5 % plus récemment⁵. À cet égard, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2010.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait en avril, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison principalement du niveau moins élevé qu'escompté des prix de l'essence.

Le taux d'augmentation de l'indice de référence a quelque peu baissé pour s'établir légèrement sous la barre des 2 % ces derniers mois, du fait de la disparition partielle des facteurs temporaires qui avaient stimulé l'inflation au début de l'année (notamment la flambée passagère des tarifs des services d'hébergement associée à la tenue des Jeux olympiques de 2010 à Vancouver) (**Graphique 14**). Plus fondamentalement, l'atténuation de la pression à la baisse sur l'inflation découlant de la réduction de l'offre excédentaire au sein de l'économie a été en grande partie neutralisée par la diminution de la pression à la hausse provenant de la croissance de la rémunération du travail (**Graphique 15**), ce qui a contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence près de 2 %.

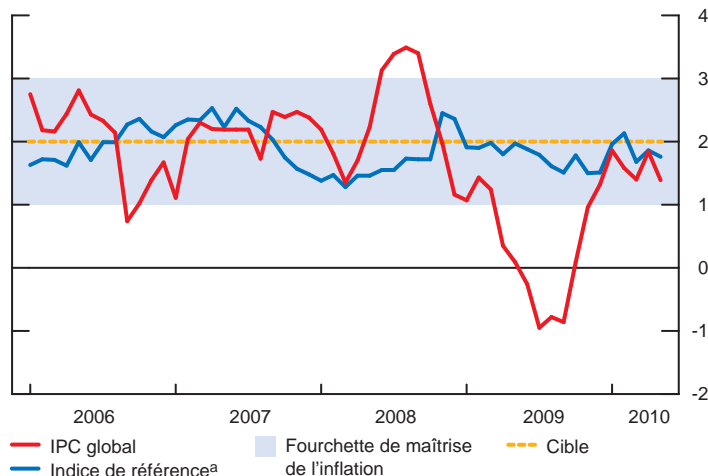
La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2010.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a évolué comme on le prévoyait, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global a été un peu plus faible que projeté, en raison du niveau moins élevé des prix de l'essence.

⁵ Comme par les années passées, la Banque publiera les résultats de sa réévaluation annuelle approfondie de la production potentielle dans la livraison d'octobre du *Rapport*.

Graphique 14 : Au Canada, l'inflation a évolué essentiellement comme prévu

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



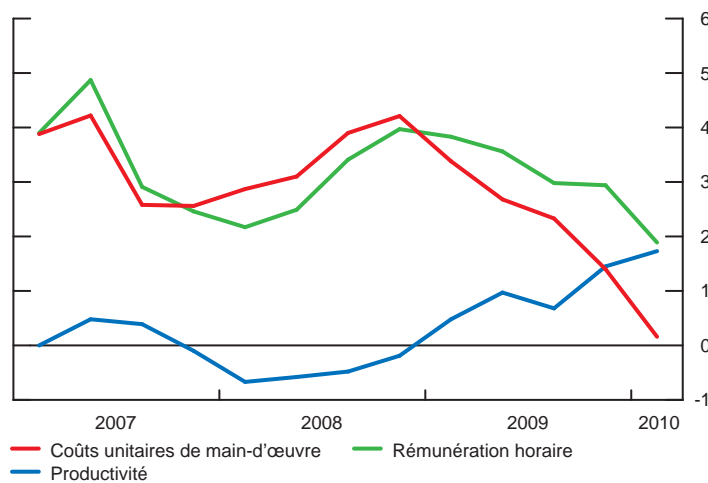
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : mai 2010

Graphique 15 : L'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre a nettement ralenti depuis la fin de 2008

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T1

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en juillet, l'IPC global devrait gagner 1,9 % en 2010. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été, 95 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra durant les deux prochaines années à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise l'institution. L'enquête montre aussi que les attentes sont réparties également entre les entreprises qui s'attendent à ce que l'inflation s'établisse dans la moitié inférieure de la fourchette et celles qui prévoient qu'elle s'inscrive dans la moitié supérieure. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché se situent toujours à l'intérieur de la fourchette observée par le passé.

Les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %.

Les conditions financières au Canada

Globalement, les conditions financières au Canada sont demeurées favorables, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique.

Les marchés financiers canadiens se sont montrés relativement résilients face aux tensions sur les marchés internationaux. En particulier, les marchés du financement bancaire au Canada ont été peu touchés par les pressions s'exerçant sur les marchés mondiaux du financement à court terme. Cependant, les tensions à l'échelle du globe ont conduit à une réduction du prix des actifs risqués et à une certaine majoration des primes de risque. Globalement, les conditions financières au Canada sont demeurées favorables, et ont ainsi fourni un soutien continu à la reprise économique.

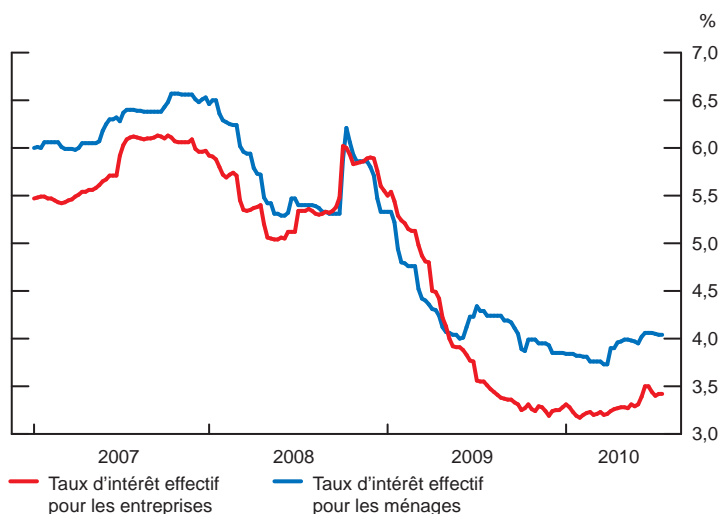
Les coûts de financement des banques canadiennes se sont quelque peu accrus depuis la parution du *Rapport* d'avril, en raison du relèvement attendu du taux directeur et de la légère hausse des primes de risque. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens ont également augmenté un peu, mais ils restent malgré tout à un niveau exceptionnellement bas (**Graphique 16**). Dans ce contexte, l'expansion de l'ensemble des crédits aux ménages est demeurée robuste (**Graphique 17**).

Les résultats des plus récentes enquêtes de la Banque indiquent que les conditions du crédit aux entreprises se sont assouplies au cours des derniers mois.

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes se sont aussi élevés légèrement depuis avril, quoiqu'ils restent, eux aussi, exceptionnellement bas. Parallèlement, 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/slos2010T2.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises indiquent que les conditions du crédit aux entreprises se sont assouplies au cours des derniers mois (**Graphique 18**). L'enquête auprès des responsables du crédit, notamment, fait état d'un léger assouplissement net dans le cas des petites entreprises et des sociétés commerciales pour la première fois depuis le début du resserrement des conditions du crédit au troisième trimestre de 2007. Malgré des coûts d'emprunt favorables, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises reste anémique, en partie à cause du niveau relativement élevé des liquidités détenues par les sociétés non financières et de la faiblesse des investissements.

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



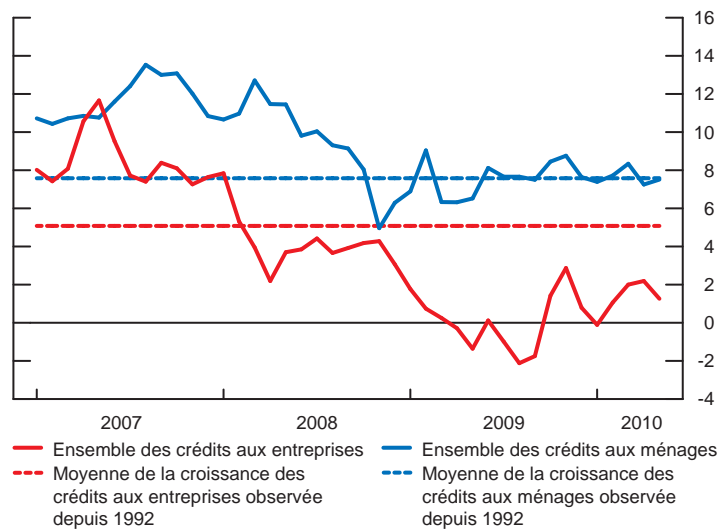
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 16 juillet 2010

Graphique 17 : La croissance du crédit aux entreprises demeure anémique, alors que le crédit aux ménages continue de progresser à un rythme vigoureux

Taux de variation sur trois mois annualisé

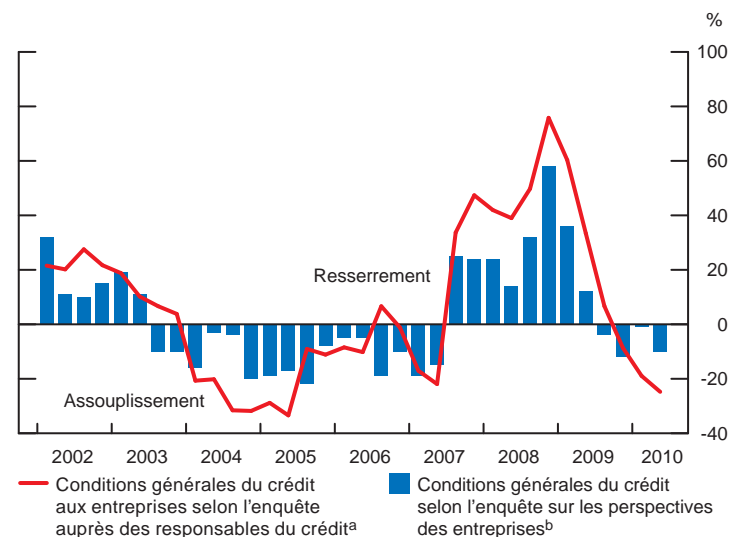


Source : Banque du Canada

Dernière observation : mai 2010

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont assouplies au deuxième trimestre de 2010

Solde des opinions



- a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
- b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

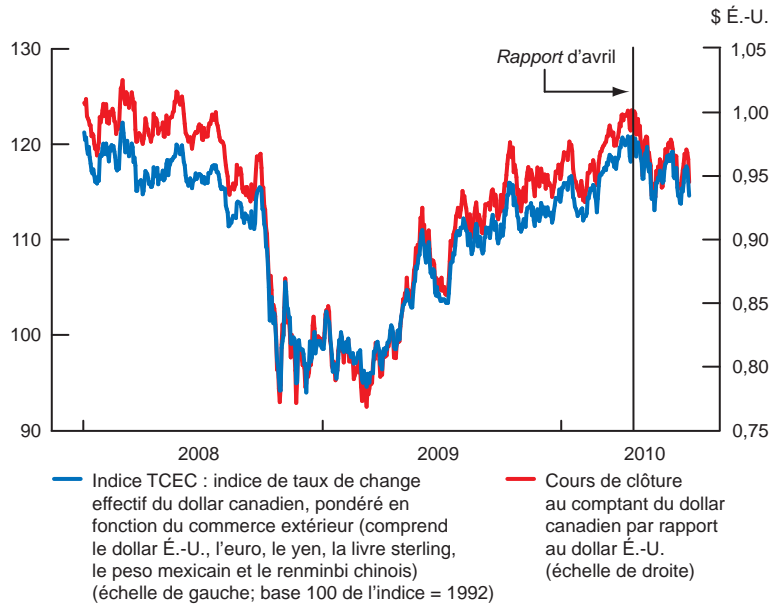
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T2

La progression des agrégats monétaires au sens étroit se maintient bien au-dessus de ce qu'on a enregistré par le passé, situation qui s'explique à la fois par le désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides en période d'incertitude accrue et par le fait que les bas taux d'intérêt stimulent peu la demande de placements dans des dépôts à long terme. L'expansion de l'agrégat au sens large M2+, par contre, s'est considérablement tassée depuis la fin de 2009 et s'établit maintenant un peu en deçà de son taux tendanciel, ce qui cadre avec le niveau modéré attendu des pressions inflationnistes.

Graphique 19 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du Rapport d'avril

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 16 juillet 2010

Le taux de change

Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du *Rapport d'avril*, sa valeur se situant en moyenne à 96,4 cents É.-U. au cours de la période, comparativement au chiffre de 99 cents É.-U. qui avait été postulé en avril (**Graphique 19**). La baisse de valeur du dollar canadien fait écho, en partie, à l'appréciation générale de la devise américaine résultant de la crise de la dette souveraine en Europe et des réductions récentes des prix des produits de base.

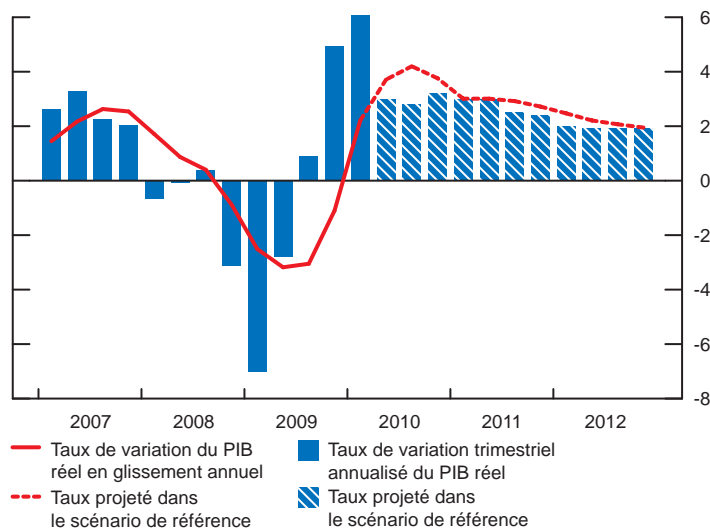
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : l'établissement du taux de change 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 qui va de pair avec la reprise économique mondiale. Les conditions du crédit à l'échelle internationale devraient s'améliorer graduellement durant la période de projection, mais leur situation initiale sera un peu moins favorable que prévu en avril, du fait des préoccupations accrues concernant la dette souveraine de certains pays européens.

L'offre et la demande globales

La Banque anticipe une modération du rythme de progression du PIB réel durant le reste de l'année et en 2011 (**Graphique 20**). Comme l'indiquait le *Rapport d'avril*, cette atténuation tient surtout au devancement des dépenses de consommation et des investissements dans le logement qu'ont entraîné l'assouplissement des conditions monétaires et la mise en place de mesures temporaires de relance budgétaire, ainsi qu'au retrait graduel de ces dernières. Compte tenu, toutefois, de l'assainissement des finances publiques qui s'accé-

Graphique 20 : La croissance du PIB réel devrait ralentir pour s'établir au taux d'augmentation de la production potentielle



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

lère à l'échelle du globe et des perspectives mondiales qui s'affaiblissent et se font plus incertaines, la décélération de l'expansion économique au Canada devrait être un peu plus prononcée qu'envisagé précédemment. La composition de la demande devrait également se modifier légèrement, la demande intérieure perdant en importance au profit des exportations nettes, principalement à cause de la croissance moins élevée de la consommation et des importations (**Tableau 2**). La Banque projette que la croissance du PIB réel atteindra, en moyenne annuelle, 3,5 % en 2010 avant de ralentir pour s'établir à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012. Elle estime maintenant que l'économie renouera avec son plein potentiel à la fin de 2011.

La Banque s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie s'établisse à 3,5 % en 2010, à 2,9 % en 2011 et à 2,2 % en 2012.

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

En points de pourcentage^a

	2009	2010	2011	2012
Consommation	0,2 (0,1)	1,9 (1,9)	1,4 (1,7)	1,4 (1,5)
Logement	-0,6 (-0,5)	0,6 (0,6)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)
Administrations publiques	1,2 (1,1)	1,4 (1,3)	-0,2 (-0,2)	-0,5 (-0,5)
Investissements fixes des entreprises	-2,6 (-2,2)	0,1 (0,2)	0,7 (0,8)	0,9 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	-1,8 (-1,5)	4,0 (4,0)	1,8 (2,2)	1,9 (1,9)
Exportations	-4,7 (-4,5)	2,5 (2,1)	1,9 (1,8)	1,4 (1,4)
Importations	4,9 (4,3)	-4,1 (-2,9)	-1,1 (-1,6)	-1,2 (-1,5)
Total partiel : exportations nettes	0,2 (-0,2)	-1,6 (-0,8)	0,8 (0,2)	0,2 (-0,1)
Stocks	-0,9 (-0,9)	1,1 (0,5)	0,3 (0,7)	0,1 (0,1)
PIB	-2,5 (-2,6)	3,5 (3,7)	2,9 (3,1)	2,2 (1,9)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,2 (1,2)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	-5,8 (-5,8)	5,7 (5,6)	2,7 (3,7)	2,4 (2,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 3 du *Rapport* d'octobre 2009.

La croissance de la consommation devrait être plus modeste qu'envisagé en avril, en raison d'une progression plus faible des revenus.

Comme en avril, la Banque prévoit que les investissements dans le logement s'affaibliront encore durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011.

Les investissements des firmes devraient augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes.

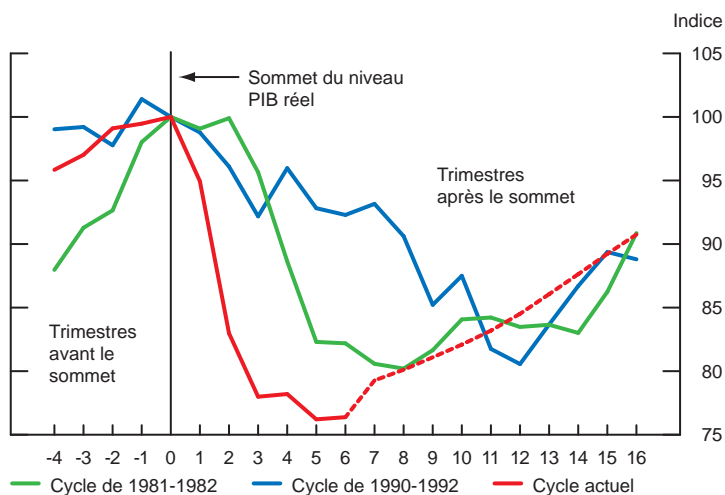
La Banque s'attend encore à ce que les dépenses de consommation ralentissent, pour passer à une allure davantage compatible avec la progression des revenus. Comme elle entrevoit maintenant une augmentation des revenus un peu plus modeste qu'escompté en avril, principalement à cause de l'affaiblissement des perspectives mondiales et de l'abaissement du profil de croissance projeté des prix des produits de base, le profil de la consommation est en conséquence revu à la baisse. Au cours de la période de projection, les dépenses des ménages devraient continuer d'être soutenues par le renforcement du marché du travail.

Ainsi qu'elle en faisait état en avril, la Banque prévoit que les investissements dans le logement s'affaibliront encore durant le reste de l'année et une bonne partie de 2011. Ce fléchissement s'explique par l'importance de l'activité qui a été devancée à la fin de 2009 et au début de 2010 à la faveur des taux hypothécaires exceptionnellement bas et du crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire — qui a récemment pris fin —, en plus du resserrement des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et de la hausse des prix des maisons.

Le degré d'incertitude accru quant au rythme et à la composition de la reprise mondiale devrait continuer de freiner les investissements des firmes. Cette prévision concorde avec la diminution du solde des opinions exprimées dans la toute dernière enquête sur les perspectives des entreprises au sujet des intentions d'investissements en machines et matériel dans les douze prochains mois. Les investissements des firmes devraient néanmoins augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes (**Graphique 21**), l'élargissement des capacités et l'amélioration de la productivité étant nécessaires dans un espace international plus concurrentiel. Ces investissements devraient être appuyés par la solide situation financière des sociétés non financières canadiennes et les conditions de crédit souples.

Graphique 21 : Les investissements fixes des entreprises au Canada devraient remonter à des niveaux correspondant à ceux observés lors des reprises précédentes

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : sommet du cycle, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Parallèlement, comme l'ajustement du ratio stocks/ventes est essentiellement achevé, les stocks des entreprises ne devraient contribuer que modestement à la croissance globale du PIB réel au cours de la période de projection.

Comme en avril, la Banque estime que l'apport des dépenses publiques à la croissance du PIB réel va graduellement reculer pour devenir négatif en 2011.

Favorisées par la diminution de la valeur postulée du dollar canadien, les exportations devraient connaître en 2010-2011 une montée légèrement supérieure à ce qui avait été projeté en avril, malgré un certain affaiblissement de la croissance de la demande extérieure. Les importations devraient augmenter moins rapidement que dans le scénario d'avril, vu la progression moins robuste de la demande intérieure finale, le ralentissement projeté du rythme d'accumulation des stocks et le niveau postulé plus faible du taux de change.

Les importations devraient augmenter moins rapidement que prévu en avril, vu la progression moins robuste de la demande intérieure finale, le ralentissement projeté du rythme d'accumulation des stocks et le niveau postulé plus faible du taux de change.

La projection en matière d'inflation

La projection relative à l'inflation au Canada demeure pratiquement inchangée par rapport aux pronostics d'avril, les révisions des perspectives étant mineures et ayant tendance à s'annuler (**Tableau 3** et **Graphique 22**). Même si, au début de 2010, l'offre excédentaire était quelque peu inférieure au niveau d'abord escompté, le ralentissement plus prononcé de la croissance aux trimestres suivants entraînera une modeste hausse de la persistance de l'écart de production par rapport au profil antérieur. En outre, l'incidence des prix de l'énergie plus faibles sur l'inflation mesurée par l'IPC global se trouve partiellement contrebalancée par la diminution de la valeur postulée du dollar canadien.

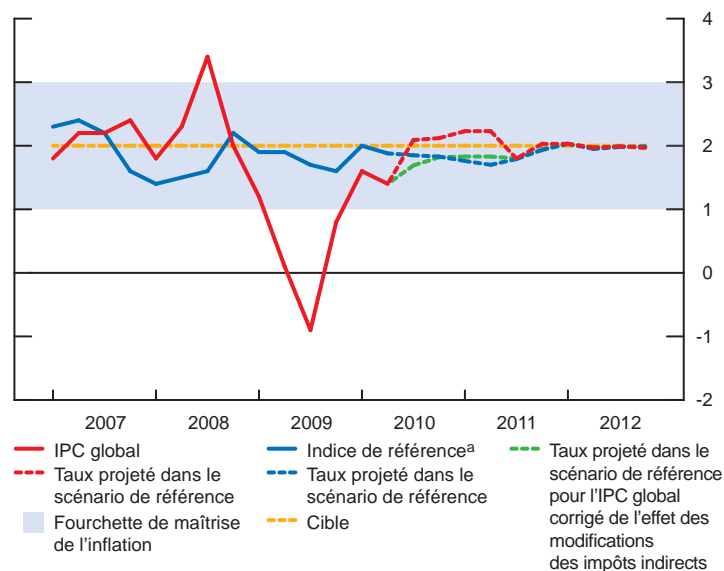
Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence^a

	2009	2010				2011				2012			
	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)	4,9 (5,0)	6,1 (5,8)	3,0 (3,8)	2,8 (3,5)	3,2 (3,5)	3,0 (3,3)	3,0 (2,8)	2,5 (1,9)	2,4 (1,9)	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,1 (-1,2)	2,2 (2,0)	3,7 (3,9)	4,2 (4,5)	3,8 (4,2)	3,0 (3,6)	3,0 (3,3)	2,9 (2,9)	2,7 (2,5)	2,5 (2,1)	2,2 (1,9)	2,1 (1,9)	2,0 (1,9)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)	1,8 (1,8)	1,8 (1,7)	1,7 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	1,6 (1,7)	1,4 (1,7)	2,1 (2,4)	2,1 (2,4)	2,2 (2,4)	2,2 (2,3)	1,8 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	1,6 (1,7)	1,4 (1,7)	1,7 (2,0)	1,8 (2,1)	1,8 (2,1)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI^b (niveau)	76 (76)	79 (79)	78 (86)	75 (88)	77 (89)	78 (89)	80 (90)	80 (90)	81 (90)	81 (91)	81 (91)	82 (91)	82 (91)

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 juillet 2010.

Graphique 22 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient continuer d'avoisiner la cible de 2 % au cours de la période de projection

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 projections de la Banque du Canada

Comme en avril, le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation intègre l'effet estimatif de l'harmonisation des taxes de vente en Ontario et en Colombie-Britannique⁶. Selon les calculs de la Banque, l'incidence directe de cette mesure sera une hausse temporaire de 0,6 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011. Dans le cadre de la mise en place de la taxe de vente harmonisée (TVH), la plupart des taxes payées actuellement sur les intrants des entreprises seront remboursées au moyen de crédits d'impôt. Cette réduction des coûts de production devrait exercer, au fil du temps, un certain effet compensatoire sur les prix à la consommation, mais il est difficile d'évaluer l'ampleur de cet effet et le moment où il se fera sentir. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que ces économies seront transmises graduellement durant le second semestre de l'année et qu'elles représenteront au total une diminution de 0,3 point de pourcentage des taux de variation de l'indice de référence et de l'IPC global, toutes choses égales par ailleurs. De plus, le scénario de référence de la Banque tient maintenant compte de la majoration annoncée de la taxe de vente provinciale au Québec, qui prendra effet en janvier 2011 et qui devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2011. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction des effets initiaux de ces changements sur les prix aux fins de la conduite de la politique monétaire.

⁶ Le 1^{er} juillet 2010, ces deux provinces ont harmonisé leur taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. En conséquence, une gamme élargie de biens et de services sont dorénavant taxés en Ontario et en Colombie-Britannique.

Les attentes d'inflation étant bien ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer autour de 2 % tout au long de la période de projection. La récente décélération de la progression de la rémunération du travail, qui devrait persister et être renforcée par les mesures de réduction des dépenses annoncées dernièrement dans le secteur public, contribue à un ralentissement marqué de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Conjugué à un relèvement cyclique de la productivité du travail, ce ralentissement devrait abaisser progressivement les pressions inflationnistes. Cet effet devrait être contrebalancé par la résorption graduelle de l'offre excédentaire. Au cours de la prochaine année environ, on s'attend à ce que l'incidence transitoire de l'entrée en vigueur de la TVH maintienne l'inflation mesurée par l'indice de référence légèrement sous la barre des 2 %, à mesure que les remboursements de taxes aux entreprises seront répercutés sur les prix à la consommation. Parallèlement, l'inflation mesurée par l'IPC global (corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects) devrait être plus modeste qu'on ne le prévoyait en avril et se maintenir un peu au-dessous de 2 %, principalement en raison du niveau prévu plus faible des prix de l'énergie. Par la suite, les taux d'accroissement de l'indice de référence et de l'IPC global devraient tous deux s'établir à la cible de 2 %.

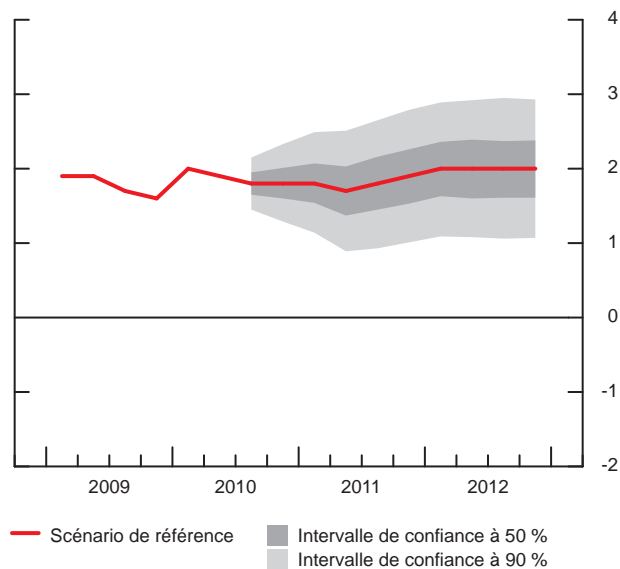
Tant l'inflation mesurée par l'IPC global que l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer près de 2 % tout au long de la période de projection.

Cette projection intègre une réduction graduelle de la détente monétaire, compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 23** et **24** 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 troisième trimestre de 2010 à la fin de 2012⁷.

Graphique 23 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

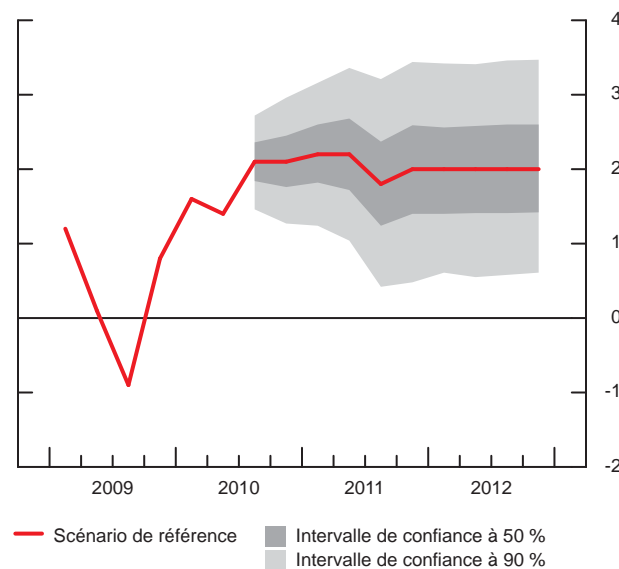
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 24 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

⁷ 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

Certains des risques mentionnés dans le *Rapport* d'avril se sont concrétisés. Plus particulièrement, les préoccupations au sujet de la dette souveraine en Europe se sont intensifiées. Les mesures adoptées en réaction par les pouvoirs publics ont réduit la probabilité de conséquences négatives et renforcé la durabilité de la reprise à moyen terme. La projection de la Banque demeure néanmoins entachée de risques considérables.

L'incertitude entourant les perspectives mondiales représente un risque important pour l'inflation au Canada. Du côté des risques à la hausse, la poussée de confiance qui accompagne la restauration de la viabilité des finances publiques dans les pays avancés pourrait contrebalancer plus que prévu les effets de l'assainissement budgétaire. Par ailleurs, le dynamisme observé dans les économies émergentes pourrait être plus fort qu'escompté dans les prévisions actuelles, notamment si les mesures prises pour freiner la demande s'avéraient moins efficaces qu'anticipé pour le moment. Pour ce qui est des risques à la baisse, il est possible que la demande privée à l'échelle mondiale ne suffise pas à soutenir la reprise. Aux États-Unis, une grande incertitude et un chômage élevé pourraient inciter les ménages à accroître leur épargne et ainsi entraîner une diminution plus prononcée de la progression de la consommation qu'on ne l'entrevoit actuellement. En Europe, une expansion plus lente de la demande privée pourrait produire des interactions négatives entre la croissance, les conditions financières et les soldes budgétaires.

Au Canada, d'importants risques pèsent sur les perspectives concernant la demande privée, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans le premier cas, une confiance solide et des conditions de financement favorables pourraient imprimer à la demande privée un élan plus vif qu'escompté. Inversement, les ménages pourraient restreindre leurs dépenses de manière plus marquée que prévu actuellement, afin de maintenir leur taux d'épargne près de sa moyenne récente. De plus, la projection table sur l'hypothèse que l'investissement des entreprises remontera à des niveaux correspondant à ceux observés lors des reprises précédentes. Compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale, il existe un risque que le redressement de l'investissement soit retardé davantage.

La Banque est d'avis que ces risques sont relativement équilibrés.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Ces déséquilibres se sont amenuisés durant la récession, les ménages américains ayant comprimé

leurs dépenses, tandis que les économies émergentes asiatiques voyaient leur demande intérieure stimulée par un train de mesures énergiques. L'entente des dirigeants des pays du G20 relative à des politiques favorisant une croissance forte, durable et équilibrée, ainsi que le processus d'évaluation mutuelle constituent des étapes importantes pour réduire les risques liés aux déséquilibres internationaux. Il est toutefois crucial que les mesures convenues soient mises en œuvre par les différents pays, sans quoi d'importants déséquilibres pourraient réapparaître, de même que le risque connexe d'une correction désordonnée.