



Rapport sur la politique monétaire

Mise à jour

Juillet 2008

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 15 juillet 2008.

Vue d'ensemble

Trois grands facteurs influent sur l'économie canadienne : le ralentissement prolongé de l'économie américaine, les turbulences persistantes sur les marchés financiers mondiaux et la forte augmentation des cours de certains produits de base, notamment de l'énergie. Les deux premiers facteurs évoluent dans l'ensemble conformément aux attentes énoncées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Les prix de nombreux produits de base continuent toutefois de dépasser les prévisions antérieures, ce qui modifie les perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde et au pays.

Même si l'expansion de l'économie mondiale ralentit, la croissance au premier semestre de l'année a été plus vigoureuse qu'escompté antérieurement. Elle est de plus en plus tributaire des économies émergentes. Cette évolution a favorisé une hausse de la demande de matières premières dans un contexte où la réaction de l'offre pour un grand nombre de ces produits a été modeste et les niveaux des stocks sont bas. Les augmentations de prix qui en sont résultées ont non seulement fait grimper l'inflation mondiale, mais aussi concouru à une amélioration continue des termes de l'échange du Canada et à un accroissement du revenu réel au pays.

L'économie canadienne a connu au premier trimestre de 2008 une expansion plus faible que prévu, qui tient en grande partie à une réduction marquée de l'accumulation des stocks. Néanmoins, la demande intérieure finale continue de croître à un bon rythme. La forte hausse des revenus due aux prix élevés des produits de base et à la vigueur de

l'emploi ainsi que l'amélioration attendue des conditions financières devraient soutenir la montée de la demande intérieure tout au long de 2009 et en 2010. L'effet modérateur des exportations nettes s'atténue au cours de la période de projection, à mesure que l'économie américaine se redresse et que l'incidence de l'appréciation passée du dollar canadien se dissipe.

Faits saillants

- Les cours des produits de base, notamment de l'énergie, ont fortement augmenté depuis avril.
- Le PIB canadien devrait croître de 1,0 % en 2008, de 2,3 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.
- Sous l'effet de la hausse des cours de l'énergie, le taux d'augmentation de l'IPC global se hissera temporairement au-dessus de la cible et culminera au premier trimestre de 2009; toutefois, l'inflation mesurée par l'indice de référence restera bien contenue.
- Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait converger vers celui de l'indice de référence, à la cible de 2 %, au second semestre de 2009.
- D'importants risques pèsent sur le scénario de référence. Ils sont jugés équilibrés.
- La Banque estime que le niveau actuel du taux directeur demeure approprié.

On estime qu'une légère offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au second trimestre de 2008; l'offre excédentaire devrait augmenter durant le reste de l'année. La Banque s'attend à ce que le niveau élevé des termes de l'échange, le degré de détente monétaire et le redressement graduel de l'économie américaine poussent le taux de croissance au-dessus de celui de la production potentielle à partir du premier semestre de 2009 et favorisent ainsi le retour de l'économie à son plein potentiel vers le milieu de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global sera nettement plus élevée au cours de la prochaine année que ce qui avait été projeté en avril. En supposant que les prix de l'énergie évoluent conformément aux cours actuels des contrats à terme, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se hisser temporairement au-dessus de 4 % et culminer au premier trimestre de 2009. Les prix de l'énergie se stabilisant et les attentes d'inflation à moyen terme demeurant bien ancrées, on s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global converge vers celui de l'indice de référence, à la cible de 2 %, au deuxième semestre de 2009.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester bien contenue et généralement conforme aux attentes antérieures, pour se chiffrer à près de 1,5 % en moyenne jusqu'à la fin du troisième trimestre de cette année et remonter à 2 % au second semestre de 2009.

Les trois grands facteurs qui influent sur l'économie canadienne font peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur le scénario de référence. À la lumière de ce que ceux-ci impliquent, la Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont équilibrés.

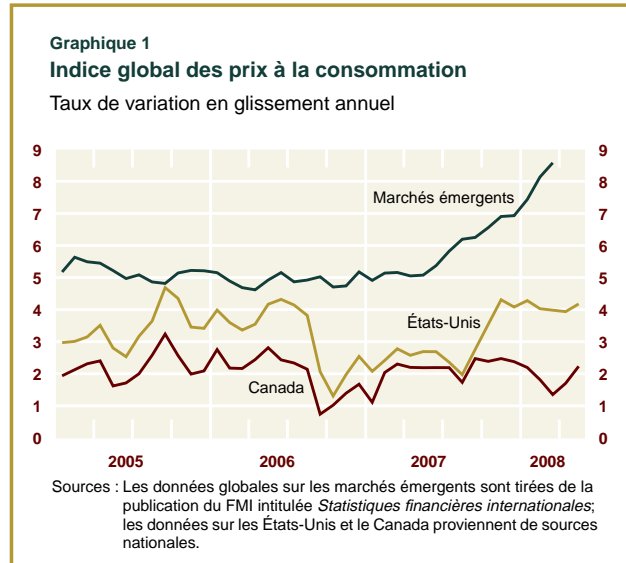
Dans ce contexte, la Banque a laissé son taux directeur inchangé, à 3 %, le 10 juin et le 15 juillet, et elle estime que le taux cible du financement à un jour demeure à un niveau approprié. Elle continuera de suivre de près l'évolution des risques, ainsi que celle de la conjoncture économique et financière au Canada et dans le monde, et de mener la politique monétaire de manière à atteindre la cible d'inflation à moyen terme.

L'évolution économique récente

La conjoncture internationale

Il semble que l'expansion de l'économie mondiale, même si elle a ralenti, ait été plus vigoureuse au premier semestre de 2008 que ce que

l'on prévoyait en avril. L'inflation a enregistré une hausse notable à l'échelle du globe, sous l'effet de la flambée des prix de l'énergie et des aliments (Graphique 1).



Le principal facteur à l'origine de l'envolée récente des prix mondiaux de l'énergie et des aliments semble être la forte croissance tendancielle enregistrée dans de nombreux pays à marché émergent et l'accroissement de leur demande de produits de base qui en a découlé. Des politiques monétaires laxistes ont alimenté la demande intérieure et encore accentué les tensions inflationnistes dans plusieurs économies émergentes d'Asie. L'augmentation limitée de l'offre mondiale de pétrole a aussi contribué à pousser les cours du brut à des niveaux records.

L'économie américaine a crû à un rythme modeste au premier semestre de 2008, du fait de nouvelles baisses importantes des investissements dans le secteur résidentiel et de l'atonie des dépenses des ménages en biens durables, en particulier les véhicules automobiles. Toutefois, la consommation a fait preuve d'une résilience légèrement supérieure aux attentes, grâce à l'arrivée plus tôt que prévu des chèques de remise d'impôt. De façon générale, l'effet combiné de la surabondance de logements, de la montée des prix de l'énergie, du recul de l'emploi et des perturbations persistantes sur les marchés financiers a pesé lourdement sur la demande intérieure aux États-Unis. Les exportations nettes sont demeurées le principal moteur de l'économie américaine.

Bien que la croissance du PIB en Europe et au Japon au premier trimestre de 2008 ait été

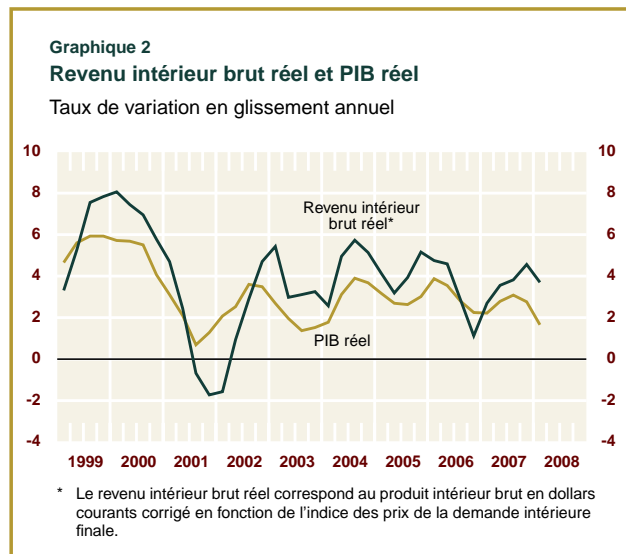
plus forte qu'anticipé sous l'effet de facteurs temporaires, de récentes données indiquent qu'elle a vraisemblablement été plus faible au deuxième trimestre, en raison des retombées de la baisse de régime aux États-Unis et de l'agitation continue des marchés financiers mondiaux.

L'activité économique au Canada

Au Canada, la croissance du PIB réel au premier trimestre a été plus faible qu'escompté, l'économie se repliant de 0,3 % en taux annualisé, alors que l'on prévoyait une progression de 1,0 % dans le *Rapport* d'avril¹. En revanche, le revenu intérieur brut (RIB) réel a augmenté de 2,4 % en taux annualisé au premier trimestre, grâce à une nouvelle amélioration de 8,1 % (toujours en rythme annuel) des termes de l'échange du Canada². Cette mesure du revenu réel est en hausse de presque 4 %, en glissement annuel, en raison du renchérissement considérable d'un grand nombre des matières premières que produit le Canada (Graphique 2). Les dépenses des ménages au pays ont néanmoins progressé en deçà des attentes au premier trimestre, et le recul des investissements en stocks a été beaucoup plus prononcé que prévu.

Les exportations nettes ont apporté une contribution positive inattendue à la croissance du PIB au premier trimestre, car le fléchissement des exportations a été largement neutralisé par une importante réduction des importations. Les dépenses en biens et services importés, qui avaient bondi au second semestre de 2007 dans la foulée de l'appréciation marquée du dollar canadien, se sont nettement repliées. La contraction des importations de marchandises était liée à la forte baisse des stocks. Les exportations ont reculé un troisième trimestre d'affilée à cause de la diminution des dépenses au chapitre du logement et des automobiles aux États-Unis ainsi que de l'incidence de l'appréciation passée du dollar canadien.

Les données disponibles pour le deuxième trimestre de 2008 indiquent que le taux de



croissance annualisé du PIB réel s'est chiffré à quelque 0,8 %. La progression de la demande intérieure finale est vraisemblablement restée solide, mais les exportations nettes ont exercé un effet modérateur. Cependant, les investissements en stocks ne devraient pas avoir bridé la croissance aussi fortement qu'ils l'ont fait au premier trimestre.

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

La Banque estime qu'après trois trimestres consécutifs de croissance inférieure au niveau tendanciel, une offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au second trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la Banque, l'économie tourne actuellement à un rythme de quelque 0,2 % inférieur à son potentiel, bien que les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises fassent encore état de pressions s'exerçant sur la capacité de production, particulièrement dans l'Ouest du Canada (Graphique 3).

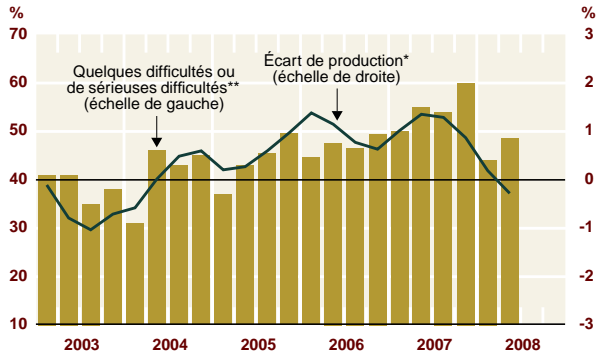
L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global a été supérieure à ce que l'on prévoyait dans le *Rapport* d'avril, ce qui reflète l'incidence de la hausse des cours du pétrole brut sur les prix de l'essence et le niveau légèrement plus élevé de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 1,4 % en mars à 2,2 % en mai (ou de 1,9 à 2,8 % si l'on fait abstraction de l'effet des modifications des impôts indirects).

1. Statistique Canada a légèrement révisé à la hausse le taux d'augmentation du PIB pour 2006 et 2007. Conjuguée à l'évolution négative imprévue de la croissance au premier trimestre de 2008, cette révision signifie que le niveau du PIB réel pour ce trimestre était d'environ 0,1 % inférieur à celui estimé antérieurement.

2. Le RIB réel correspond au PIB nominal corrigé en fonction d'un indice des prix des biens et des services achetés par les Canadiens plutôt que des prix des biens et des services produits au Canada. Cet agrégat diffère du PIB réel parce que les biens et les services achetés au pays ne sont pas identiques à ceux qui y sont produits et que les variations des termes de l'échange influent donc sur le pouvoir d'achat du revenu tiré de la production.

Graphique 3
Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2008 se fonde sur une croissance prévue de la production de 0,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
 ** 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

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à 1,5 % en avril et mai, contre un creux de 1,3 % en mars (Graphique 4). La pression à la baisse exercée sur les prix de certains biens (notamment des automobiles), attribuable à la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, a continué de tirer le taux d'augmentation de l'indice de référence vers le bas.

La Banque suit de près un certain nombre d'indicateurs relatifs aux attentes d'inflation. La mesure des attentes d'inflation à court terme issue de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque a vivement augmenté : environ le tiers des firmes pensent que le taux d'accroissement de

l'IPC va dépasser 3 % au cours des deux prochaines années. Cependant, l'évolution de cette mesure est fortement influencée par les variations des prix de l'énergie et tend à s'inverser lorsque l'inflation mesurée par l'IPC global diminue par suite d'une stabilisation ou d'une baisse des prix de l'énergie. La moyenne des taux d'augmentation de l'IPC global projetés par les prévisionnistes du secteur privé pour 2009 demeure à 2 % et, selon les prévisions de Consensus Economics, les taux d'inflation à l'horizon de deux ans et plus restent également proches de 2 %. À en juger par l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel, les attentes d'inflation se seraient accrues au cours des derniers mois, bien qu'elles demeurent bien à l'intérieur de la plage des niveaux observés ces dernières années. En raison de facteurs techniques et de considérations liées à la liquidité, cet écart doit être interprété avec circonspection. Compte tenu de tous ces indicateurs, la Banque est d'avis que les attentes d'inflation à l'horizon visé pour la politique monétaire continuent d'être bien arrimées à la cible de 2 %.

L'évolution financière

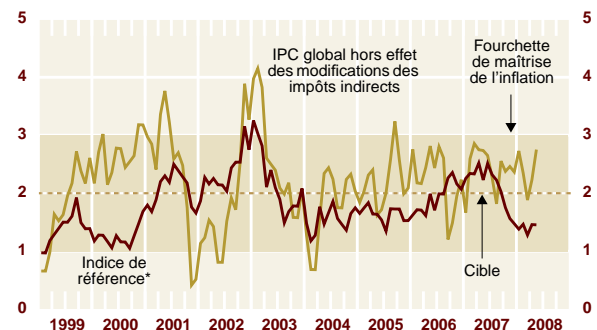
Les marchés financiers mondiaux sont encore agités. Les marchés obligataires et boursiers sont demeurés volatils depuis avril, et les écarts de taux sur les obligations de sociétés, notamment pour les institutions financières, se sont creusés. Aux États-Unis et en Europe, les écarts de taux sur les emprunts à court terme levés par les banques se maintiennent bien au-dessus des moyennes historiques. Parallèlement, l'émission d'obligations de sociétés a repris, et les institutions financières ont accompli des progrès en ce qui regarde la communication d'information relative aux expositions figurant à leurs bilans et le renforcement de leurs fonds propres. On s'attend néanmoins à ce que la réintermédiation en cours (c.-à-d. le rapatriement d'actifs aux bilans des banques) et la réduction du levier d'endettement au sein du système financier pèsent sur les marchés mondiaux du crédit pendant un certain temps encore.

Les conditions du crédit au Canada

Même si les conditions du crédit au Canada demeurent difficiles, elles sont meilleures à bien des égards que celles observées sur d'autres grands marchés. Ainsi, les écarts entre les taux des emprunts à court terme et

Graphique 4
Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



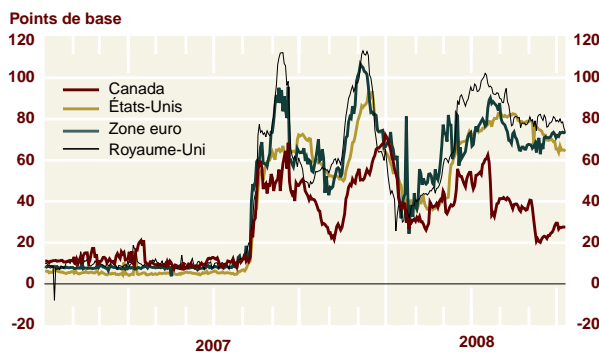
* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

le taux du financement à un jour attendu se sont nettement rétrécis ces derniers mois (Graphique 5). Étant donné cette amélioration des conditions, la Banque du Canada a été la première banque centrale des pays du G7 à cesser l'octroi de liquidités extraordinaires. Les écarts de taux d'emprunt effectifs auxquels sont confrontés les banques, les entreprises non financières et les ménages ont augmenté d'environ 75 points de base par rapport au taux du financement à un jour depuis le début de la tourmente financière l'été dernier; cette hausse a toutefois été plus que compensée par la baisse cumulative de 150 points de base du taux cible du financement à un jour. Par conséquent, on estime que les coûts d'emprunt effectifs des banques, des entreprises et des ménages ont diminué de quelque 75 points de base depuis un an.

Le rythme de croissance des crédits aux entreprises a décéléré au cours des derniers trimestres (Graphique 6), ce qui tient au repli récent de l'activité économique et aux conditions généralement difficiles sur les marchés de crédit. Dans le cas du crédit intermédié, les banques ont durci les conditions de prêt non liées au prix durant la dernière année.

Par contre, la progression des crédits aux ménages demeure robuste, ce qui tient sans doute au dynamisme de l'emploi et à l'accroissement de la richesse et du revenu réel. Il semble que les banques aient répercuté intégralement l'augmentation de leurs coûts de financement sur les ménages, mais qu'elles n'aient pas resserré les conditions non liées au prix. La vigueur soutenue de la croissance des crédits aux ménages a néanmoins de quoi étonner, compte tenu de la modération de l'activité sur

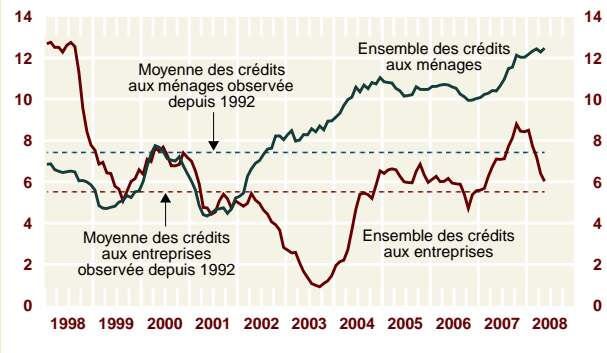
Graphique 5
Écarts entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux à un jour attendus*



* Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois (LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada) et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour

Graphique 6
Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de variation en glissement annuel



le marché du logement et de la dégradation apparente de la confiance des consommateurs. L'expansion des crédits aux ménages devrait ralentir au cours des prochains mois.

Taux directeurs et taux d'intérêt

À en juger par les prix des actifs, les marchés financiers s'attendent à ce que les taux directeurs restent inchangés ou augmentent un peu d'ici la fin de l'année dans toutes les grandes économies. Au Canada, les niveaux actuels des taux d'intérêt à court terme n'intègrent aucune variation du taux cible du financement à un jour avant la fin de l'année.

Le taux de change

Le cours du dollar canadien, qui s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97,5 à 101,5 cents É.-U. depuis avril, se situe présentement à peu près au même niveau qu'alors. Bien qu'un renchérissement des matières premières ait généralement pour effet de pousser le dollar canadien à la hausse, les préoccupations entourant les perspectives de l'économie américaine et la demande de biens et de services canadiens chez nos voisins du sud semblent avoir pesé sur la valeur de notre monnaie.

Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 98 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un repli de quelque 15 % des prix des produits de base non énergétiques durant la période de projection; le maintien de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'à la fin de 2008, suivi d'un relâchement graduel en 2009; et une résorption ordonnée

des déséquilibres mondiaux. La Banque suppose également des taux de croissance de la production potentielle au Canada identiques à ceux avancés dans le *Rapport* d'avril (soit 2,8 % au second semestre de 2008, 2,7 % en 2009 et 2,6 % en 2010).

Les perspectives mondiales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'activité économique à l'échelle du globe ralentira au deuxième semestre de 2008 et en 2009, en raison de la faiblesse de l'économie américaine, des turbulences persistantes sur les marchés financiers, du vif renchérissement des produits de base et du resserrement de la politique monétaire opéré dans certaines économies d'outre-mer. Les taux d'inflation trop élevés dans les pays à marché émergent devraient amener les autorités monétaires à relever leurs taux directeurs et leurs exigences en matière de réserve et entraîner une appréciation des taux de change réels; ce durcissement des conditions monétaires devrait freiner la croissance de ces pays (Tableau 1).

Les perspectives d'évolution de l'économie américaine sont analogues à celles dont faisait état le *Rapport* d'avril. Cependant, les taux de croissance annuels pour 2008 et 2009 ont changé vu le point de départ plus élevé au premier semestre de 2008 et une expansion moindre pendant le reste de l'année. La vitalité de l'économie américaine au premier semestre s'explique par le coup de fouet donné aux ventes au détail par l'entrée en vigueur rapide des mesures provisoires de relance budgétaire. Par la suite, la persistance des turbulences sur les marchés financiers, la correction toujours en cours sur le marché du logement et les prix beaucoup plus élevés de l'énergie font décroître la consommation et les investissements. Les achats de biens durables, en particulier ceux d'automobiles, seraient plus durement touchés. La croissance de l'économie américaine amorce une reprise en 2009 sous l'impulsion des exportations nettes et du raffermissement de la demande intérieure, à mesure que les conditions du crédit s'améliorent, que le marché du logement se stabilise et que l'effet de l'assouplissement antérieur de la politique monétaire se renforce. On prévoit maintenant que le PIB américain augmentera en moyenne à un rythme de 1,6 % en 2008, de 1,5 % en 2009 et de 3,3 % en 2010. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % tout au long de la période de projection.

Les perspectives au Canada

Compte tenu de cette conjoncture mondiale et avec l'arrivée à terme du processus d'ajustement des stocks, le taux d'accroissement du PIB réel au Canada devrait remonter au deuxième semestre de 2008 et dépasser 3,0 % entre le milieu de 2009 et la fin de 2010. En moyenne annuelle, la croissance devrait donc être légèrement inférieure cette année au chiffre avancé dans le *Rapport* d'avril à cause de la faiblesse affichée pendant le premier trimestre, mais les taux d'expansion projetés pour 2009 et 2010 restent essentiellement inchangés (Tableau 2).

La demande intérieure finale devrait être le principal moteur de l'activité au pays durant la période considérée. L'augmentation des cours mondiaux des produits de base observée dernièrement devrait entraîner une hausse des salaires, des revenus des administrations publiques, des bénéfices des sociétés et de la valeur des actions ainsi que de la croissance des investissements, surtout dans le secteur énergétique. Les exportations nettes freinent

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2007	Projection		
			2008	2009	2010
États-Unis	22	2,2 (2,2)	1,6 (1,0)	1,5 (1,7)	3,3 (3,4)
Union européenne	20	2,7 (2,7)	1,7 (1,3)	1,5 (1,6)	2,3 (2,2)
Japon	7	2,0 (2,0)	1,7 (1,4)	1,5 (1,6)	1,7 (1,8)
Chine et ENI ^c d'Asie	14	10,2 (10,2)	8,9 (8,4)	7,6 (7,2)	7,4 (7,3)
Autres pays	37	6,3 (6,3)	5,4 (5,2)	4,6 (4,6)	5,5 (5,5)
Ensemble du monde	100	4,9 (4,9)	4,1 (3,7)	3,4 (3,5)	4,4 (4,4)

- a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008
- b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la livraison d'avril 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.
- c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
- Source : Banque du Canada

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel^a En points de pourcentage				
	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,5 (2,6)	2,1 (2,5)	2,3 (2,3)	2,4 (2,3)
Logement	0,2 (0,2)	-0,1 (0,1)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,9 (0,8)	0,9 (0,9)	0,7 (0,6)	0,6 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	0,5 (0,6)	0,5 (0,4)	0,5 (0,4)	0,5 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,2)	3,4 (3,9)	3,4 (3,2)	3,4 (3,2)
Exportations	0,4 (0,4)	-1,1 (-1,3)	0 (0,1)	1,2 (1,2)
Importations	-1,8 (-1,9)	-0,8 (-1,1)	-1,1 (-0,9)	-1,3 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-1,4 (-1,5)	-1,9 (-2,4)	-1,1 (-0,8)	-0,1 (0,1)
Stocks	0 (0)	-0,5 (-0,1)	0 (0)	0 (0)
PIB réel	2,7 (2,7)	1,0 (1,4)	2,3 (2,4)	3,3 (3,3)
Pour mémoire : RIB réel^b	3,7	4,0	4,4	3,3

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

b. Le revenu intérieur brut (RIB) réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

considérablement l'expansion jusqu'à la fin de 2008, mais cet effet s'atténue en 2009 et en 2010 par suite du redressement progressif de l'économie américaine.

Ce profil de croissance suppose que l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne augmente jusqu'à la fin de 2008, puis qu'elle se dissipe peu à peu à la faveur de l'accélération de la demande globale. L'équilibre se rétablit par conséquent dans l'économie vers le milieu de 2010.

D'ici la fin de 2008, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer nettement au-dessus du niveau que la Banque entrevoyait dans le *Rapport* d'avril, principalement à cause de la forte hausse des cours du pétrole brut (Tableau 3). En supposant que ceux-ci se stabilisent à peu près aux niveaux actuels, et comme l'inflation mesurée par l'indice de référence est bien contenue et que les attentes d'inflation sont solidement ancrées, le taux de variation sur douze mois de l'IPC global devrait converger vers celui de l'indice de référence, au taux cible de 2 %, au deuxième semestre de 2009.

La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'indice de référence se maintiendra

Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence^a							
	2008				2009		2010
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) ^b	-0,3 (1,0)	0,8 (0,3)	1,3 (1,6)	1,8 (2,0)	2,8 (2,7)	3,2 (3,3)	3,4 (3,4)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,7 (2,1)	0,9 (1,3)	0,6 (0,9)	0,9 (1,2)	1,9 (1,9)	2,8 (2,8)	3,3 (3,3)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,4 (1,4)	1,5 (1,3)	1,5 (1,3)	1,8 (1,7)	1,9 (1,7)	2,0 (1,8)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,8 (1,8)	2,2 (1,7)	3,8 (1,9)	4,1 (1,9)	3,6^c (1,8)	2,0 (1,8)	2,0 (2,0)
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	2,8 (2,2)	4,4 (2,4)	4,7 (2,4)	3,6 (1,8)	2,0 (1,8)	2,0 (2,0)
WTI ^d (niveau)	98 (98)	124 (111)	141 (110)	142 (108)	143 (106)	142 (104)	141 (102)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

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

c. Au premier semestre de 2009, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir à 4,3 % durant le premier trimestre et à 2,9 % pendant le deuxième.

d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 11 juillet 2008.

aux alentours de 1,5 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008. Il devrait grimper à 1,8 % au quatrième trimestre, lorsque les ajustements apportés précédemment au niveau des prix des véhicules automobiles commenceront à ne plus influencer sur le calcul du taux en glissement annuel. On s'attend à ce que l'offre excédentaire contienne l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de 2,0 % jusqu'à la fin du premier semestre de 2009, la décélération des prix des logements compensant largement l'accélération attendue des prix des aliments. Sous l'effet combiné de la diminution de l'offre excédentaire et de légères pressions à la hausse attribuables à la montée des coûts de main-d'œuvre et des prix de l'énergie, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait atteindre 2,0 % au deuxième semestre de 2009 puis rester à ce niveau à l'horizon projeté.

Selon ce scénario de référence, le dynamisme de la demande intérieure résultant de l'amélioration des termes de l'échange, le retour à la normale des conditions du crédit en 2009 ainsi que la reprise graduelle aux États-Unis ramènent l'économie canadienne à son plein potentiel vers le milieu de 2010.

Les risques pesant sur les perspectives

Les trois grands facteurs qui influent sur l'économie canadienne font planer des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, sur le scénario de référence de la Banque.

Du côté des risques à la hausse, la demande intérieure pourrait être supérieure aux prévisions étant donné la bonne tenue des termes de l'échange du Canada et l'essor des crédits aux ménages. De plus, le taux d'accroissement de la production potentielle pourrait être inférieur aux hypothèses, vu la faiblesse continue de la croissance de la productivité du travail associée, en partie, à la réaffectation des ressources entre les secteurs. Les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient aussi entraîner une hausse plus prononcée que prévu des coûts des importations pour le Canada.

Pour ce qui est des risques à la baisse, les cours des produits de base pourraient être plus faibles qu'escompté. La croissance aux États-Unis pourrait également être inférieure aux prévisions, particulièrement dans les secteurs dont le niveau d'activité influe le plus sur les exportations canadiennes. De même, la persistance des tensions au sein des marchés financiers internationaux pourrait avoir une incidence plus lourde qu'anticipé sur la croissance de l'économie mondiale et sur le coût et la disponibilité du crédit au Canada.

Tout compte fait, la Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont équilibrés.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

ISSN 1495-849X