



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2011



# 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

# Rapport sur la politique monétaire

---

Juillet 2011

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,  
composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

---

---

D'une manière générale, un vaste rééquilibrage de la demande au Canada est en cours alors que l'expansion économique se poursuit. À l'heure actuelle, l'investissement des entreprises progresse vigoureusement et l'apport de la consommation des ménages et des dépenses publiques à la croissance diminue.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada  
22 juin 2011  
Ottawa (Ontario)*

---

# Table des matières

---

<b>Vue d'ensemble</b> .....	1
<b>L'économie mondiale</b> .....	3
L'évolution récente .....	3
L'évolution des marchés financiers mondiaux.....	8
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale.....	10
<b>L'économie canadienne</b> .....	15
L'évolution récente .....	15
L'activité économique.....	15
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	17
L'inflation et la cible de 2 % .....	19
Les conditions financières au Canada.....	20
Le taux de change .....	23
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne.....	23
L'offre et la demande globales .....	23
La projection en matière d'inflation .....	29
<b>Les risques entourant les perspectives</b> .....	35
<b>Notes techniques</b>	
L'incidence du dollar canadien sur les firmes : messages tirés de l'enquête sur les perspectives des entreprises .....	28
Vents contraires, vents favorables et taux directeur ..	32

---



# Vue d'ensemble

---

L'expansion économique mondiale se déroule essentiellement comme la Banque l'entrevoit en avril, la croissance étant modeste dans les grandes économies avancées et l'expansion robuste dans les pays émergents. L'économie américaine a affiché une croissance plus lente que prévu et continue d'être bridée par l'assainissement des bilans des ménages et la progression modérée de l'emploi. Même si la croissance dans les grandes économies d'Europe a été plus vigoureuse qu'escompté, les mesures d'austérité budgétaire qui s'imposent dans un certain nombre de pays freineront l'expansion au cours de la période projetée. L'économie du Japon a commencé à se remettre des désastres survenus en mars, même si le niveau de l'activité dans ce pays restera inférieur aux attentes formées précédemment. En revanche, la croissance dans les pays émergents, surtout la Chine, demeure très forte. Par conséquent, les cours des produits de base devraient rester élevés, après les baisses qu'ils ont connues récemment. Ces cours élevés, conjugués à la demande excédentaire persistante dans les principales économies émergentes, contribuent à une généralisation des pressions inflationnistes à l'échelle du globe. Les préoccupations répandues au sujet de la dette souveraine ont augmenté l'aversion pour le risque et la volatilité sur les marchés financiers.

Au Canada, l'expansion économique est largement conforme aux projections, même si le déplacement attendu de la demande se produit un peu moins vite que prévu. Les dépenses des ménages demeurent solides, et les investissements des entreprises, robustes. Les exportations nettes restent faibles, sous l'effet de l'atonie de la demande américaine et des problèmes qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien. Malgré l'aversion accrue pour le risque à l'échelle mondiale, les conditions financières au Canada demeurent très favorables et la croissance des prêts octroyés au secteur privé est forte.

Après le ralentissement attendu de l'expansion au deuxième trimestre attribuable aux perturbations temporaires dans la chaîne d'approvisionnement et aux répercussions de la hausse des prix de l'énergie sur la consommation, la Banque entrevoit une nouvelle accélération de l'expansion au Canada au second semestre de 2011. Au cours de la période de projection, les investissements des entreprises devraient rester vigoureux, la progression des dépenses des ménages se rapprocher de celle du revenu disponible, et les exportations nettes soutenir davantage la croissance. Par rapport à la projection d'avril, on s'attend maintenant à ce que la progression des dépenses des ménages soit un peu plus ferme, les revenus de ces derniers étant plus élevés, et que les exportations nettes soient légèrement plus faibles, du fait de l'activité plus modérée aux États-Unis. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 15 juillet 2011.*

l'économie affichera un taux d'expansion de 2,8 % en 2011, de 2,6 % en 2012 et de 2,1 % en 2013, et qu'elle retrouvera son plein potentiel au milieu de 2012.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester au-dessus de 3 % à court terme, en raison principalement de facteurs temporaires, telle l'augmentation notable des prix des aliments et de l'énergie. L'inflation mesurée par l'indice de référence est un peu plus élevée qu'escompté, en raison de facteurs transitoires et de la vigueur plus persistante des prix de certains services. On prévoit maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence continuera de se situer autour de 2 % au cours de la période projetée. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que les facteurs temporaires s'estompent, que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe graduellement, que la progression de la rémunération du travail reste modeste, que la productivité se redresse et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

Dans sa projection, la Banque suppose que les autorités seront en mesure de contenir la crise de la dette souveraine en Europe, même si cette issue est entachée de risques manifestes.

De façon plus générale, un certain nombre de risques entourent les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne soit moindre qu'anticipé.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine en Europe, aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages au pays soit plus faible qu'envisagé.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 19 juillet, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans la mesure où l'expansion se poursuit et l'offre excédentaire notable au sein de l'économie se résorbe graduellement, la Banque réduira en partie la détente monétaire considérable en place, d'une façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %. Une telle réduction devra être évaluée avec soin.



# L'économie mondiale

---

L'expansion économique mondiale se déroule essentiellement comme on l'entrevoit au moment de la publication de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Les perspectives de croissance dans de nombreuses économies avancées sont encore assombries par l'actuel assainissement des bilans des ménages, des banques et des administrations publiques. Même si les prix élevés des produits de base et les désastres ayant frappé le Japon ont contribué à la morosité de la croissance au premier semestre de 2011, l'activité économique devrait se redresser dans ces pays tout au long du deuxième semestre et continuer de progresser à un rythme stable en 2012 et 2013, mais à un niveau légèrement inférieur. Contrairement à ce qui s'est produit dans la plupart des économies avancées, l'expansion dans les pays émergents est restée exceptionnellement vigoureuse. La demande excédentaire observée dans bon nombre d'entre eux ainsi que le renchérissement passé des produits de base provoquent une généralisation des pressions inflationnistes à l'échelle du globe.

Les inquiétudes répandues au sujet de la dette souveraine ont intensifié l'aversion pour le risque et la volatilité sur les marchés financiers. Les effets de contagion provoqués par la situation récente en Grèce se sont fait sentir de façon particulièrement intense sur les marchés financiers de la zone euro, touchant les banques, les entreprises non financières et les autres pays souverains de cette zone. Les conditions financières dans d'autres pays demeurent généralement très favorables.

## L'évolution récente

L'évolution observée au cours du premier semestre de 2011 a été très différente d'une région économique à l'autre. La croissance a ralenti aux États-Unis, mais a été assez robuste globalement dans la zone euro. Au Japon, les désastres survenus le 11 mars ont entraîné une contraction marquée de l'activité économique et perturbé les réseaux de production mondiaux. En revanche, l'expansion reste vigoureuse au sein des économies émergentes (**Graphique 1**). La hausse de la demande émanant de ces pays a été le principal moteur de l'augmentation des cours mondiaux des produits de base, contrairement à ce qui s'est passé antérieurement, lorsque la majeure partie des variations de ces prix tenait à la demande des économies avancées.

La progression du PIB réel aux États-Unis a décéléré pour s'établir à un peu moins de 2,0 % au premier semestre de 2011, sous l'effet d'un ralentissement prononcé des dépenses des ménages. La croissance de la consommation dans ce pays demeure bridée par l'actuel assainissement des bilans des ménages. En outre, les dépenses de consommation ont été entravées par un certain nombre de facteurs temporaires, dont la hausse rapide des prix du pétrole et des aliments et le dérèglement de la chaîne d'approvisionnement

---

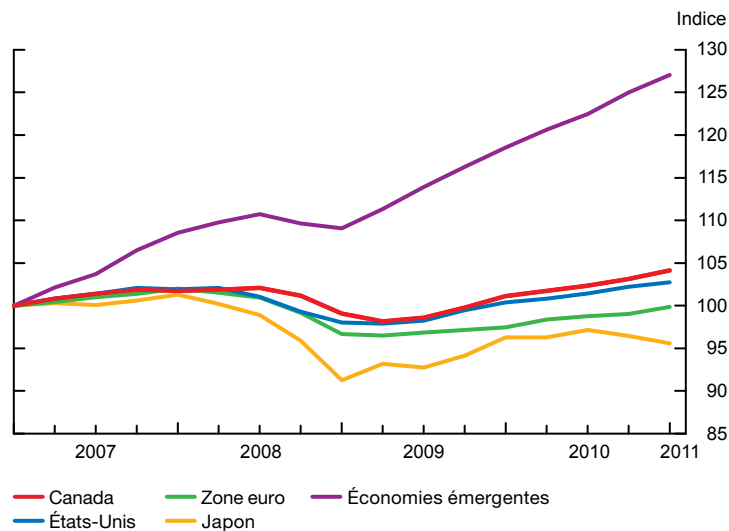
*L'expansion économique mondiale se déroule essentiellement comme on l'entrevoit.*

---

*La croissance a ralenti aux États-Unis.*

### Graphique 1 : L'expansion demeure vigoureuse au sein des économies émergentes

PIB réel, base 100 de l'indice : 2007T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international Dernière observation : 2011T1

issu du Japon, qui a limité les stocks disponibles de véhicules automobiles japonais aux États-Unis. Ces effets transitoires devraient se dissiper dans les prochains mois, et l'expansion, s'accélérer au deuxième semestre de l'année, bien qu'à un rythme légèrement plus faible que ce qu'on anticipait dans le *Rapport* d'avril. Les révisions apportées aux données indiquent qu'en raison notamment de la morosité du marché du travail, la croissance du revenu disponible des particuliers en termes réels aux États-Unis depuis le quatrième trimestre de 2010 a été inférieure aux chiffres publiés précédemment (**Graphique 2**). Le taux d'épargne des particuliers, qui avait atteint un sommet de 6,3 % en juin 2010, se situait à 5,0 % en mai 2011, ce qui donne à penser que l'assainissement des bilans des ménages n'a pas progressé autant que prévu, particulièrement dans le contexte d'un recul des prix des maisons et des cours des actions.

*L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est encore replié au premier semestre de l'année.*

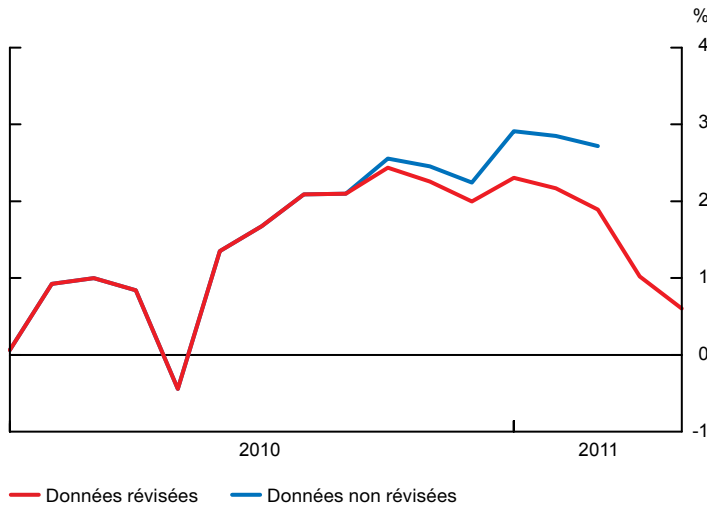
L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est encore replié au premier semestre de l'année, la demande de logements étant toujours modérée par la persistance d'un chômage élevé et la situation financière peu reluisante des ménages. Les stocks de logements inoccupés sont aussi demeurés élevés, ce qui a exercé des pressions additionnelles à la baisse sur les prix des maisons et alourdi encore davantage les bilans des ménages et des banques.

Le secteur de la construction non résidentielle est resté atone, mais les conditions semblent s'y stabiliser. L'enquête la plus récente sur les conditions du crédit bancaire révèle un léger assouplissement des critères d'octroi de prêts immobiliers commerciaux pour la première fois depuis 2005 ainsi qu'une augmentation de la demande de prêts.

La progression vigoureuse des exportations et des investissements en équipement et en logiciels des entreprises a continué de soutenir la croissance économique aux États-Unis durant la première moitié de l'année (**Graphique 3**). Les investissements des entreprises ont été stimulés par la solidité financière de celles-ci et le faible coût du capital. Les exportations américaines ont bénéficié d'une demande externe robuste et d'une amélioration

**Graphique 2 : Le taux de croissance du revenu disponible réel des particuliers aux États-Unis a été revu à la baisse**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

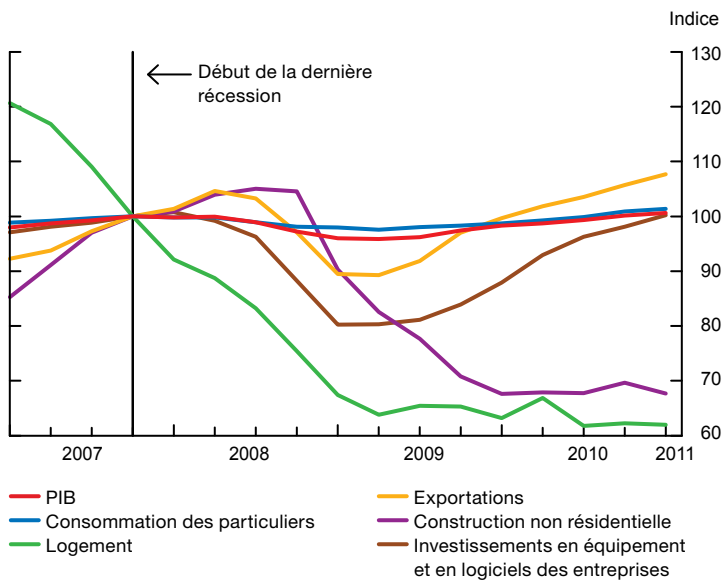


Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernières observations : mars et mai 2011

**Graphique 3 : Les investissements des entreprises et les exportations sont d'importants moteurs de la croissance économique aux États-Unis**

Base 100 de l'indice : 2007T4, en dollars américains enchaînés de 2005, données trimestrielles



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : 2011T1

de la compétitivité internationale sur le plan des prix, favorisée par une expansion solide de la productivité et une dépréciation notable du taux de change effectif réel du dollar américain.

Dans la zone euro, la croissance du PIB réel est remontée à 3,4 % au premier trimestre, à la suite des perturbations provoquées par le mauvais temps à la fin de 2010. Selon les indicateurs disponibles, la croissance s'est ralentie, tout en demeurant solide, au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, l'activité économique au premier semestre a été plus robuste que ce qu'on entrevoyait

---

*La situation fondamentale reste vigoureuse dans les grandes économies européennes... certaines économies périphériques sont toujours aux prises avec des défis considérables.*

---

*Même si l'activité économique au Japon a connu une baisse beaucoup plus marquée que prévu, de récents indicateurs donnent à penser qu'elle a touché un creux.*

---

*Malgré les diminutions récentes, les cours des produits de base restent élevés par rapport aux normes historiques.*

dans le *Rapport* d'avril, du fait principalement d'une progression plus forte de l'investissement. La situation fondamentale reste vigoureuse dans les grandes économies, plus particulièrement l'Allemagne, où le taux de chômage se situe au plus bas niveau enregistré depuis la réunification. Cependant, certaines économies périphériques sont toujours aux prises avec des défis considérables. La Grèce, notamment, a eu du mal à mener à bien les ajustements budgétaires requis dans le cadre des programmes de financement mis à sa disposition par le Fonds monétaire international et l'Union européenne. La mauvaise tenue de l'économie dans les pays périphériques entraîne une hausse de la dette et des déficits, ce qui exacerbe les problèmes sous-jacents de la viabilité des finances publiques et intensifie les préoccupations entourant la stabilité financière.

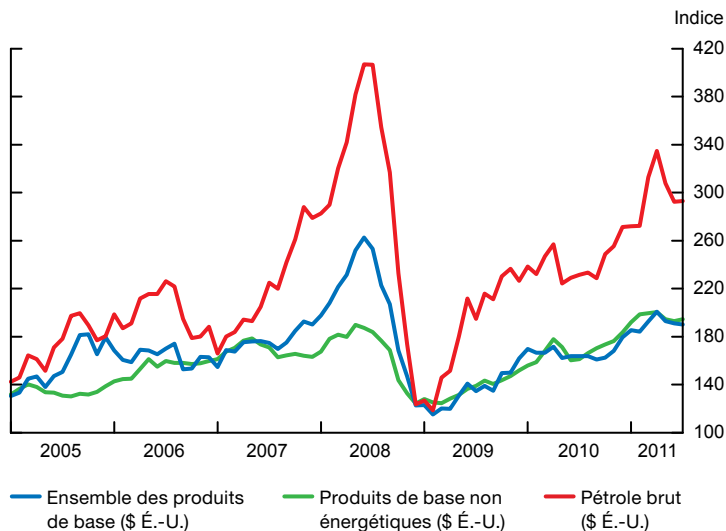
La croissance du PIB réel au Japon a fortement ralenti au premier trimestre. Les dommages causés par le tremblement de terre et le tsunami en mars ont freiné la progression des exportations et fait reculer sensiblement la demande intérieure privée. La diminution des stocks a aussi eu une incidence négative sur la croissance, car les perturbations de la production ont forcé les entreprises à écouler leurs stocks existants pour satisfaire la demande. Selon les estimations, le PIB réel se serait encore contracté au deuxième trimestre, la croissance subissant encore les effets des goulots d'étranglement du côté de l'offre et de l'atonie de la demande intérieure privée. Même si l'activité économique au Japon a connu une baisse beaucoup plus marquée que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril, de récents indicateurs donnent à penser qu'elle a touché un creux.

L'expansion économique en Chine a légèrement ralenti, passant de 9,8 % au quatrième trimestre de 2010 à 9,5 % au deuxième trimestre de 2011, à cause notamment du resserrement monétaire effectué au cours de la dernière année. Malgré la faible décélération de la croissance économique, l'expansion excessive du crédit, les hausses prononcées des prix de l'immobilier et la progression rapide de l'investissement dans ce secteur ont soulevé des doutes quant à la viabilité de la trajectoire d'expansion actuelle. Les niveaux d'endettement élevés des administrations locales et l'exposition considérable des gouvernements et des banques au secteur de l'immobilier amplifient les craintes liées à la stabilité financière. La demande excédentaire persiste et les pressions inflationnistes s'intensifient. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation se situe actuellement à 6,4 %, son niveau le plus élevé en trois ans. Au cours des trois derniers mois, les autorités chinoises, qui cherchaient à atténuer les pressions inflationnistes, ont augmenté le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 150 points de base, le portant à un sommet historique de 21,5 % pour les grandes institutions. Elles ont aussi relevé les taux d'intérêt officiels de 25 points de base, portant le taux des dépôts à un an à 3,5 %, qui demeure négatif en termes réels. Les efforts déployés pour contenir les pressions inflationnistes semblent avoir été freinés par le manque de flexibilité du taux de change du pays.

Malgré les diminutions récentes, les cours des produits de base restent élevés par rapport aux normes historiques (**Graphique 4**). Ils sont soutenus par une demande robuste émanant des économies émergentes et une offre restreinte à l'échelle du globe. Les prix du pétrole et des métaux ont vivement reculé depuis la parution du dernier rapport, en raison du ralentissement de l'activité économique attendu par les marchés, d'une certaine réduction des positions financières et, dans le cas du pétrole, de la libération des réserves stratégiques d'hydrocarbures par l'Agence internationale de l'énergie. Les cours du gaz naturel en Amérique du Nord n'ont guère varié en revanche comparativement aux niveaux observés au moment de la parution du

#### Graphique 4 : Malgré les baisses récentes, les cours mondiaux des produits de base restent élevés

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



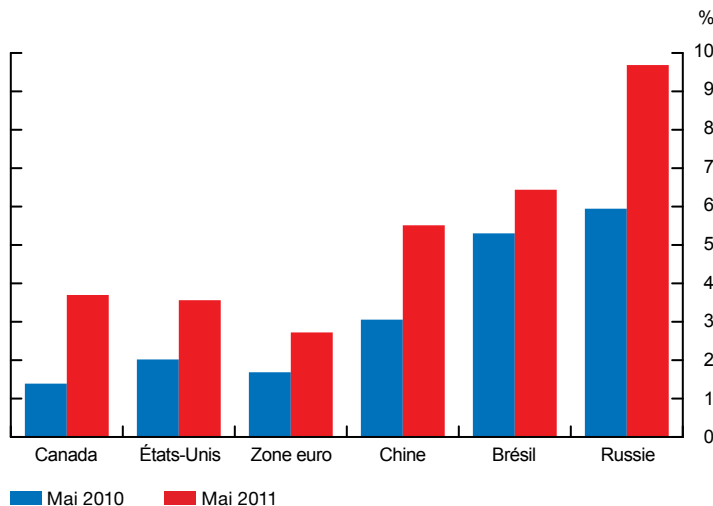
Nota : Les valeurs pour juillet 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 15 juillet 2011.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : juillet 2011

#### Graphique 5 : Les prix élevés des aliments et de l'énergie continuent de pousser l'inflation globale à la hausse

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



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Service fédéral des statistiques d'État de Russie (ex-Goskomstat)

Dernière observation : mai 2011

Rapport d'avril, alors que les prix des produits agricoles ont subi une correction modeste, à la faveur de l'amélioration des perspectives de récolte de céréales.

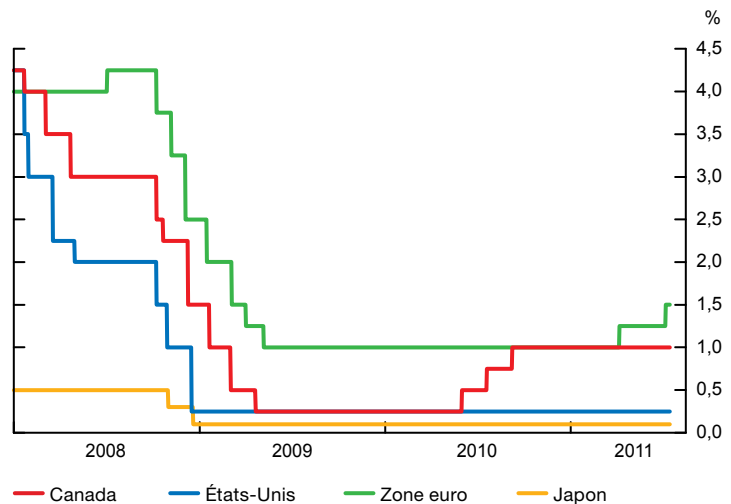
Les augmentations passées des prix des aliments et de l'énergie continuent de pousser l'inflation à la hausse au sein des économies avancées et émergentes (**Graphique 5**). Ces pressions sont exacerbées dans de nombreuses économies émergentes par la demande excédentaire et la croissance rapide des salaires et du crédit. Les autorités monétaires des pays émergents sont

*Les conditions monétaires demeurent exceptionnellement expansionnistes dans les économies émergentes.*

intervenues pour limiter ces pressions inflationnistes, mais les conditions monétaires demeurent néanmoins exceptionnellement expansionnistes, ce qui semble indiquer que ces pressions perdureront probablement. Les grandes économies avancées sont également aux prises avec un renchérissement des produits de base, mais les tensions inflationnistes sous-jacentes restent modérées, à cause de l'effet moins prononcé des cours des produits de base sur l'inflation fondamentale et des importantes capacités inutilisées. Par conséquent, les taux directeurs de ces économies sont restés bas (**Graphique 6**).

**Graphique 6 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques ou les avoisinent dans la plupart des économies avancées**

Données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

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

Dernière observation : 15 juillet 2011

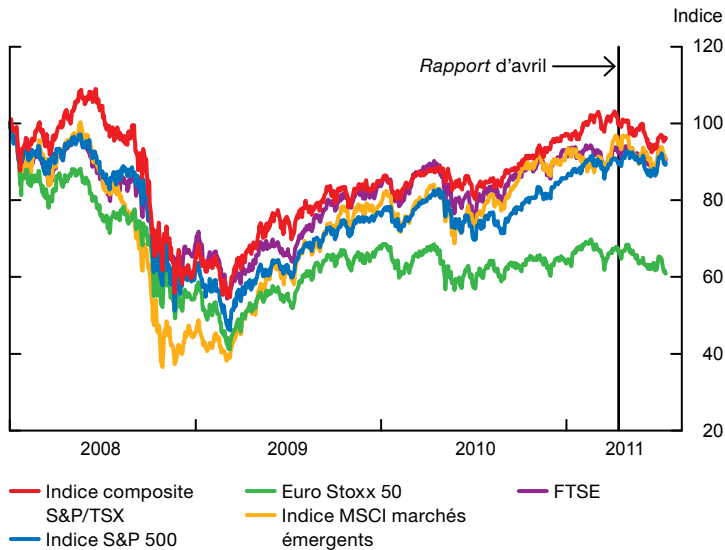
## L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux demeurent favorables. Plusieurs évolutions ont toutefois miné la confiance des investisseurs ces dernières semaines, ce qui s'est traduit par une aversion accrue pour le risque et une plus grande volatilité.

Les prix des actions ont reculé dans les économies avancées et émergentes au cours des trois mois passés, en raison de l'incertitude plus vive planant sur la vigueur de la reprise mondiale (**Graphique 7**). Les conditions sur les marchés du crédit aux entreprises se sont également détériorées quelque peu. Même si les rendements des obligations de sociétés restent près de leurs creux historiques, les écarts de crédit relatifs à celles-ci se sont creusés, en particulier ceux liés aux titres à haut rendement. Les volumes émis ont aussi nettement diminué, mais ils étaient à des niveaux très élevés au départ. Les capitaux se sont repliés vers les actifs et les monnaies perçues comme étant des valeurs refuges, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur les rendements des obligations d'État au sein des grandes économies avancées (**Graphique 8**).

**Graphique 7 : Les cours mondiaux des actions ont reculé depuis la parution du Rapport d'avril**

Indices boursiers (base 100 : 1<sup>er</sup> janvier 2008), données quotidiennes

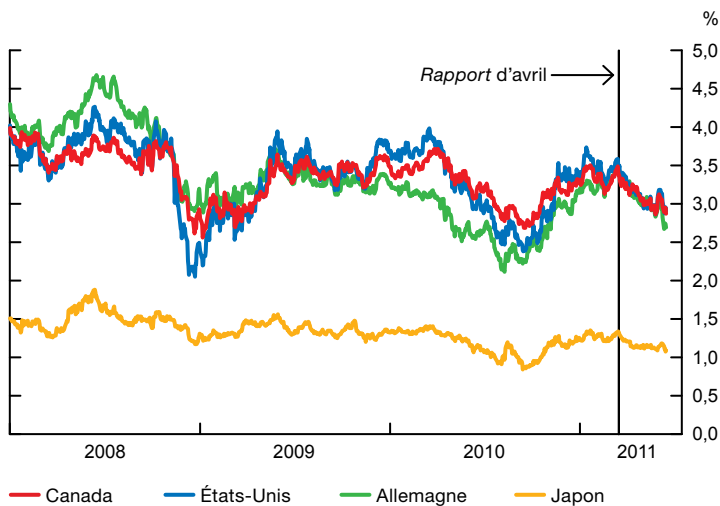


Source : Bloomberg

Dernière observation : 15 juillet 2011

**Graphique 8 : Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont chuté**

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

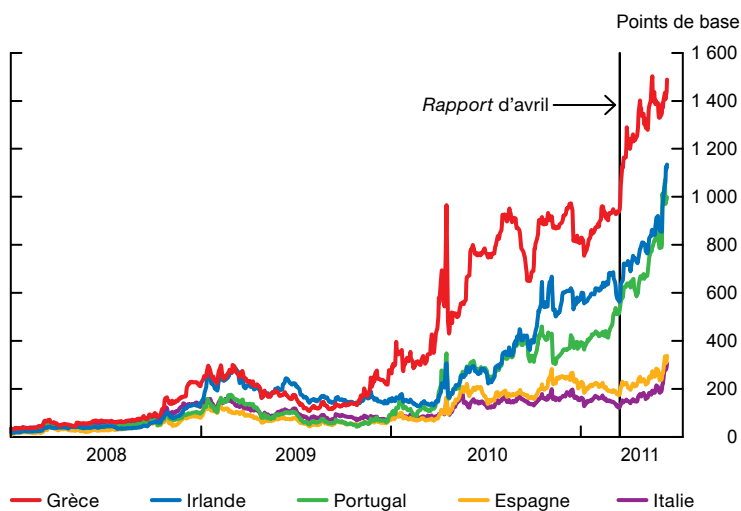
Dernière observation : 15 juillet 2011

Les préoccupations des marchés au sujet des difficultés budgétaires aiguës de certains pays périphériques de la zone euro, notamment la Grèce, le Portugal et l'Irlande, se sont nettement intensifiées, comme en fait foi l'élargissement notable des écarts de taux sur les emprunts souverains de ces pays, qui affichent de nouveaux niveaux records (**Graphique 9**). Alors que dans la période entourant la publication du *Rapport d'avril*, les inquiétudes à propos des dettes souveraines se limitaient surtout aux pays périphériques les plus faibles, des signes montrent maintenant que la contagion touche d'autres pays souverains d'Europe : les écarts de taux relatifs aux obligations d'État à dix ans de l'Espagne et de l'Italie ont atteint des niveaux inégalés depuis l'adoption de l'euro.

*Les préoccupations des marchés au sujet des difficultés budgétaires aiguës de certains pays périphériques de la zone euro se sont nettement intensifiées.*

### Graphique 9 : Les écarts de crédit dans les pays périphériques de la zone euro les plus vulnérables se sont nettement élargis

Écart de rendement entre les titres souverains à dix ans et les obligations allemandes, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 15 juillet 2011

La contagion a également gagné le secteur bancaire européen, les actions des banques ayant reculé considérablement. Les banques commerciales grecques, irlandaises et portugaises ont éprouvé de graves problèmes de financement et ont recouru largement aux liquidités des banques centrales. D'autres banques européennes ont été confrontées à une légère dégradation des conditions sur les marchés du financement de gros, du fait de leur exposition directe et indirecte aux États souverains vulnérables.

Les investisseurs sont également devenus plus pessimistes à l'égard de la position budgétaire d'un certain nombre d'économies avancées. Les longues négociations aux États-Unis sur le plafond de la dette et l'incapacité des décideurs américains de s'entendre sur une solution à long terme au problème de la dette publique ont ébranlé la confiance des marchés, qui était déjà fragile.

## Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

*La projection de croissance a été revue à la baisse pour 2011, en grande partie à cause de l'assombrissement des perspectives à court terme des États-Unis et du Japon.*

La croissance de l'économie mondiale devrait s'établir aux environs de 4,0 % par an en moyenne jusqu'à la fin de 2013 (**Tableau 1**). La projection de croissance avancée dans le *Rapport d'avril* a été revue à la baisse pour 2011, en grande partie à cause de l'assombrissement des perspectives à court terme des États-Unis et du Japon, mais reste essentiellement inchangée par après. Tel qu'il a été indiqué dans les rapports précédents, les réductions des leviers d'endettement des ménages et des pays souverains devraient modérer la croissance dans beaucoup d'économies avancées. Dans son scénario de référence, la Banque fait l'hypothèse que les autorités sont capables de contenir la crise de la dette souveraine qui sévit en Europe, mais prévoit un profil de progression du PIB légèrement plus bas dans ce continent. Un ré-équilibrage de la croissance au sein des pays émergents, celle-ci reposant davantage sur les dépenses de consommation, devrait aider à soutenir l'expansion des exportations dans les économies avancées et à placer la reprise mondiale sur une trajectoire plus durable.



Aux États-Unis, la croissance du PIB réel devrait se raffermir au second semestre de 2011 et se situer à quelque 3 ¼ % en moyenne. Cette accélération tient surtout à une augmentation des dépenses de consommation, favorisée par la récente diminution des prix du pétrole ainsi que par un redressement de la production manufacturière, les importations de pièces automobiles en provenance du Japon revenant peu à peu à la normale.

Le PIB réel américain devrait aussi augmenter d'environ 3 ¼ % en moyenne annuelle au cours de la période 2012-2013. Ce profil de croissance est essentiellement conforme aux attentes que nous avons lors de la publication du dernier rapport, mais suppose cependant une évolution du PIB inférieure à ce que nous entrevoyions précédemment. La hausse du PIB est modeste eu égard aux taux observés généralement après une récession (**Graphique 10**), ce qui reflète les effets restrictifs de l'actuel assainissement des bilans des ménages ainsi que du resserrement attendu de la politique budgétaire. Le

*Le PIB réel américain devrait augmenter de façon modeste par rapport aux taux observés généralement après une récession.*

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

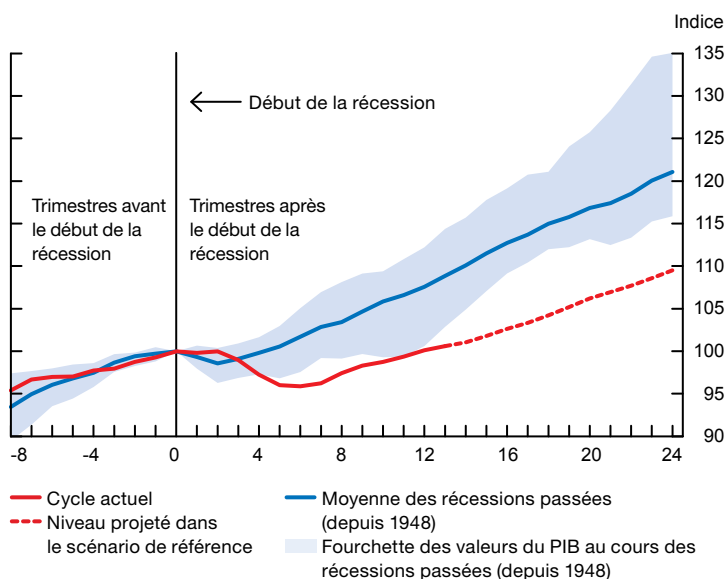
	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	20	2,9 (2,9)	2,4 (3,0)	3,2 (3,2)	3,3 (3,3)
Zone euro	15	1,7 (1,7)	2,0 (1,8)	1,6 (1,7)	1,9 (2,3)
Japon	6	4,0 (4,0)	-0,6 (0,8)	2,9 (2,6)	3,0 (2,5)
Chine	13	10,3 (10,3)	9,3 (9,3)	8,6 (8,6)	8,1 (8,1)
Autres pays	46	5,5 (5,5)	4,2 (4,3)	3,8 (3,8)	3,6 (3,6)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,9)	3,9 (4,1)	4,0 (3,9)	3,9 (3,9)

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 2010. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Source : Banque du Canada

**Graphique 10 : Le PIB réel américain devrait augmenter de façon modeste comparativement aux sorties de récession passées**

Évolution du PIB réel américain 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

scénario de référence de la Banque table sur un assainissement important des finances publiques. Celui-ci bride la croissance du PIB américain en lui retranchant environ 1 point de pourcentage en 2012 et 1,7 en 2013.

La consommation aux États-Unis devrait progresser à un rythme stable de quelque 2 % jusqu'à la fin de 2013, à la faveur d'un redressement graduel du marché du travail qui fera plus que compenser l'effet modérateur de l'actuel assainissement des bilans des ménages de même que le frein à la croissance du revenu disponible des particuliers résultant de l'assainissement budgétaire. La reprise dans le secteur de la construction résidentielle devrait encore être retardée puis se dérouler progressivement au cours de la période projetée, compte tenu du nombre élevé de logements inoccupés. On prévoit également une relance modeste de la construction non résidentielle durant cette période.

---

*Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient rester les principaux moteurs de l'expansion aux États-Unis.*

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient rester les principaux moteurs de l'expansion aux États-Unis. Grâce au faible coût du capital et au raffermissement de la conjoncture économique, les investissements des entreprises devraient continuer de croître à un rythme robuste jusqu'à la fin de 2013. La progression des exportations nettes devrait profiter de la poursuite de l'amélioration de la compétitivité des États-Unis sur le plan des coûts et du rééquilibrage escompté de la croissance du PIB dans les économies émergentes favorisée par la demande intérieure accrue et la hausse des importations.

---

*Le PIB de la zone euro devrait progresser à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2013, mais à un taux légèrement inférieur au chiffre avancé dans le Rapport d'avril.*

Le PIB de la zone euro devrait progresser à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2013, mais à un taux légèrement inférieur au chiffre avancé dans le Rapport d'avril. On s'attend à ce que les tensions budgétaires et financières associées à la crise de la dette se fassent sentir davantage sur les perspectives de croissance de la région au cours des trois prochaines années. La reprise à deux vitesses observée en Europe devrait donc se poursuivre, la plupart des grandes économies enregistrant une solide expansion et les pays périphériques étant aux prises avec des défis persistants.

Une reprise alimentée par la reconstruction est projetée pour le Japon au cours de la période de prévision. L'amélioration des conditions sur le marché du travail devrait en outre soutenir la croissance de la demande intérieure privée durant cette période.

---

*En Chine, la croissance du PIB réel devrait demeurer vigoureuse, mais ralentir en 2012 et 2013.*

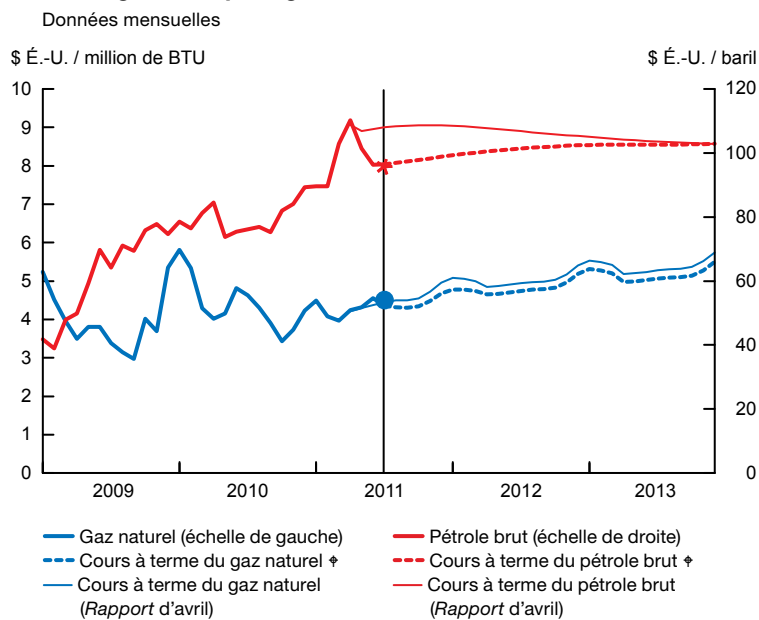
En Chine, la croissance du PIB réel devrait demeurer vigoureuse, mais ralentir en 2012 et 2013 en raison du resserrement monétaire et d'une nouvelle appréciation du taux de change réel de la monnaie chinoise. Ces évolutions, de même que des réformes structurelles, devraient faciliter le rééquilibrage de la croissance, allant des dépenses d'investissement et des exportations vers la consommation. On anticipe que ce déplacement de la demande aidera à atténuer les pressions sur le marché de l'immobilier et les tensions inflationnistes, diminuant ainsi la probabilité d'une baisse plus vive de l'activité dans l'avenir.

La croissance économique au sein des autres pays émergents devrait rester robuste, grâce à la vigueur continue de la demande intérieure et au dynamisme des échanges régionaux et mondiaux. Elle devrait toutefois ralentir progressivement durant la période de projection, à mesure que les politiques monétaires et budgétaires plus restrictives réduiront la demande excédentaire et les pressions inflationnistes. Une nouvelle appréciation modeste des taux de change réels de ces pays devrait aussi aider à contenir l'expansion des exportations.

Les prix des produits de base devraient être inférieurs à ceux prévus dans le *Rapport* d'avril, mais demeurer à des niveaux historiquement élevés, étant donné la solide demande émanant des économies émergentes et la faible hausse de l'offre. Selon les courbes les plus récentes des cours à terme, les prix du pétrole devraient rester relativement stables, augmentant légèrement par rapport à leurs niveaux actuels pour atteindre 104 dollars É.-U. le baril d'ici la fin de 2013. Les prix du gaz naturel devraient également monter selon la courbe la plus récente des cours à terme (**Graphique 11**), mais l'exploitation accrue du gaz de schiste devrait les maintenir à un bas niveau comparativement à leur relation passée avec les prix du pétrole. La Banque s'attend à ce que les cours des produits de base non énergétiques restent près de leurs niveaux actuels durant les trois années à venir, une augmentation régulière de la production de métaux et un retour à la normale des récoltes contrebalançant les effets de la demande mondiale croissante.

*Les prix des produits de base devraient être inférieurs à ceux prévus en avril, mais demeurer à des niveaux historiquement élevés.*

**Graphique 11 : Les prix du pétrole devraient demeurer relativement stables et n'augmenter que légèrement**



\* Cours au comptant du pétrole brut (15 juillet 2011)

• Cours au comptant du gaz naturel (15 juillet 2011)

† Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 15 juillet 2011

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour juillet 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 15 juillet 2011.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)



# L'économie canadienne

---

Au Canada, l'expansion économique est largement conforme aux attentes énoncées dans le *Rapport* d'avril. Bien que les perturbations dans la chaîne d'approvisionnement dues aux récents désastres au Japon soient à l'origine de volatilité dans le profil de l'activité à court terme, les perspectives générales n'ont guère changé, et la Banque continue de prévoir un rythme de croissance modéré pour la période à venir. Le rééquilibrage de la demande globale au pays se déroule graduellement, quoique à une cadence un peu moins rapide qu'anticipé. Les investissements des entreprises augmentent fortement et l'apport à la croissance fourni par les dépenses publiques va en diminuant. La Banque s'attend encore à un tassement de la hausse des dépenses des ménages, qui devrait toutefois se réaliser plus progressivement qu'elle ne l'envisageait en avril en raison d'un relèvement du revenu disponible des particuliers. Parallèlement, l'effet restrictif des exportations nettes sur l'expansion s'est atténué, mais toute nouvelle amélioration sera bridée par le profil de croissance de l'économie américaine, revu à la baisse, et les problèmes de compétitivité persistants.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est légèrement plus élevée qu'on ne l'escomptait en avril, et on prévoit maintenant qu'elle continuera de se situer autour de 2 % au cours de la période de projection. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait rester au-dessus de 3 % à court terme, en raison principalement de facteurs temporaires. Elle devrait retourner à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que les facteurs temporaires s'estompent, que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe graduellement, que la progression de la rémunération du travail reste modeste, que la productivité se redresse et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

## L'évolution récente

### L'activité économique

Le PIB réel du Canada a crû à un taux annualisé de 3,9 % au premier trimestre de 2011, essentiellement comme on l'entrevoit en avril. Au deuxième trimestre, la croissance s'est nettement ralentie, comme prévu, en raison principalement de facteurs temporaires.

L'expansion de l'ensemble des dépenses des ménages a continué de se modérer au premier trimestre, malgré la progression solide du revenu disponible des particuliers et les conditions financières favorables (**Graphique 12**). La croissance des dépenses de consommation a été très limitée, freinée en partie par l'ajustement à l'augmentation des prix des aliments et de l'énergie, tandis que l'investissement résidentiel a fortement rebondi, en raison d'un certain devancement de l'activité avant l'entrée en

---

*L'expansion économique est largement conforme aux attentes.*

---

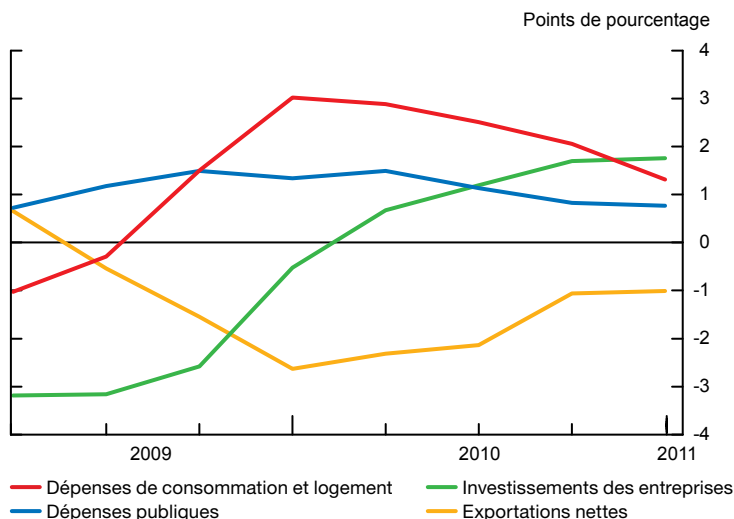
*L'inflation mesurée par l'indice de référence est légèrement plus élevée que prévu.*

---

*L'expansion de l'ensemble des dépenses des ménages a continué de se modérer au premier trimestre.*

**Graphique 12 : Le rééquilibrage de la demande globale s'est amorcé, celle-ci se déplaçant des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes**

Contribution au taux de croissance annualisé du PIB réel, moyenne mobile sur quatre trimestres



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011T1

vigueur des modifications apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire. À 4,2 %, le taux d'épargne des particuliers au premier trimestre a été un peu plus élevé qu'on ne l'anticipait en avril, compte tenu à la fois de l'atonie de la consommation et des révisions à la hausse du niveau du revenu disponible des particuliers pour 2010. Le rythme de progression des dépenses publiques a également diminué au premier trimestre.

Les investissements fixes des entreprises ont continué de s'accroître rapidement, ce qui s'explique par l'augmentation des dépenses tant en machines et matériel que dans les ouvrages non résidentiels. Malgré le vif redressement observé depuis la fin de 2009, les investissements fixes des entreprises avaient regagné, à la fin du premier trimestre, seulement les deux tiers de la baisse inhabituellement prononcée subie durant la récession (**Graphique 13**).

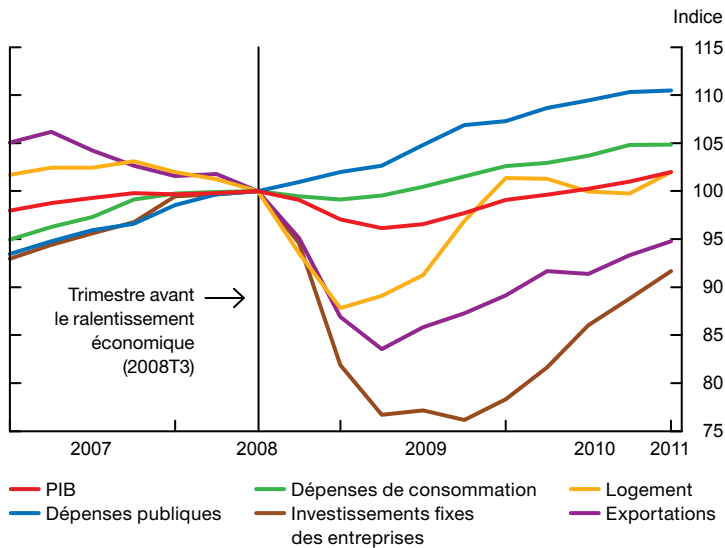
Les exportations nettes ont quelque peu pesé sur la croissance du PIB global au premier trimestre, comme on l'avait prévu en avril, en partie sous l'effet des problèmes de compétitivité persistants du Canada. La progression des exportations s'est modérée par rapport à la cadence rapide enregistrée à la fin de 2010, en raison du ralentissement des exportations de produits de base non énergétiques et de machines et matériel, quoique de fortes hausses des exportations de véhicules automobiles et d'énergie (liées notamment à l'ouverture d'un nouveau pipeline) aient soutenu une croissance solide dans l'ensemble. L'expansion des importations s'explique par une reprise de l'accumulation des stocks et par la vigueur persistante des investissements des entreprises en machines et matériel.

La Banque estime que la croissance économique a abruptement ralenti pour s'établir à 1,5 % au deuxième trimestre, soit une décélération un peu plus marquée que ce qui était envisagé en avril. Ce ralentissement au deuxième trimestre est imputable dans une large mesure à la modération attendue des dépenses publiques, de même qu'à des facteurs temporaires,

*La Banque estime que la croissance économique a abruptement ralenti pour s'établir à 1,5 % au deuxième trimestre.*

**Graphique 13 : Malgré la vive croissance observée ces derniers trimestres, les investissements fixes des entreprises restent bien en deçà du sommet atteint avant la récession**

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



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

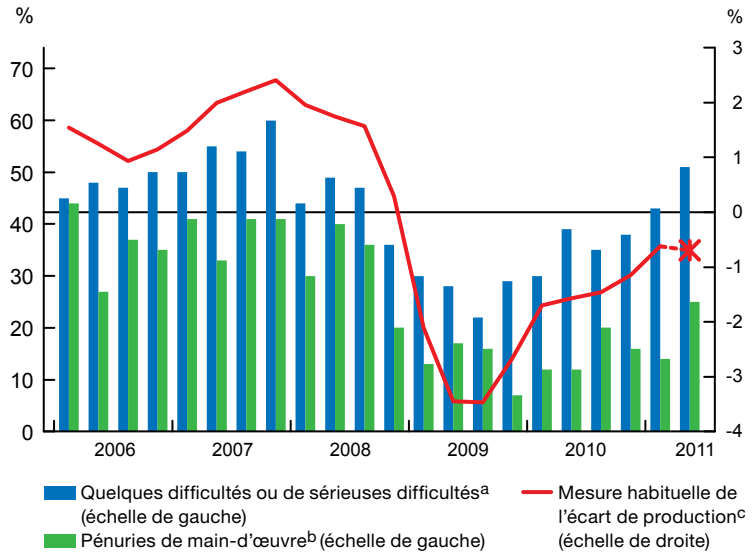
Dernière observation : 2011T1

notamment les effets du renchérissement des aliments et de l'énergie sur les dépenses de consommation au Canada et aux États-Unis ainsi que les perturbations dans la chaîne d'approvisionnement liées aux désastres survenus au Japon en mars. La Banque estime maintenant que ces perturbations auront retranché environ trois quarts de point de pourcentage à la croissance du PIB canadien au deuxième trimestre, ce qui représente une incidence légèrement plus importante que prévu en avril. L'impulsion donnée à l'activité au second semestre de 2011 à mesure que les conditions se normaliseront devrait, par conséquent, être un peu plus forte qu'on ne s'y attendait précédemment.

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

Les indicateurs présentent une image contrastée de la capacité de production au Canada. Le niveau du PIB réel a été légèrement moins élevé pendant la première moitié de 2011 que la Banque ne l'avait projeté, ce qui laisse entrevoir une offre excédentaire plus grande qu'escompté auparavant. Or, certains indicateurs des pressions exercées sur l'appareil de production donnent à penser que l'économie tournerait actuellement plus près de son plein potentiel. Selon la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, celui-ci se chiffrerait à -0,7 % au deuxième trimestre de 2011 (**Graphique 14**). En outre, d'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus à l'été (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande a augmenté pour se situer au-dessus de sa moyenne historique. Néanmoins, le pourcentage d'entreprises signalant de sérieuses contraintes de capacité reste bas. De plus, l'économie afficherait des capacités excédentaires appréciables si l'on se fie à des indicateurs clés du marché du travail — tels que le taux de chômage, le nombre moyen d'heures travaillées et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps

**Graphique 14 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire notable**

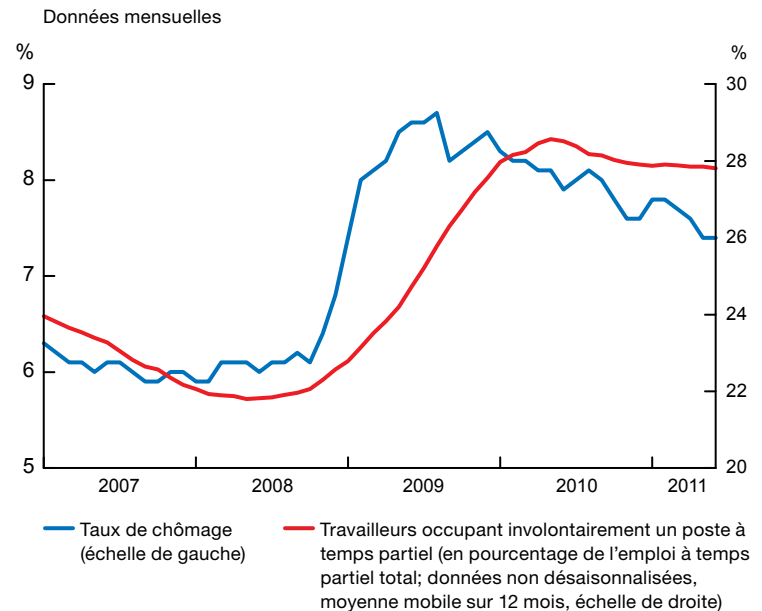


- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- b. 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.
- c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2011 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T2

**Graphique 15 : Divers indicateurs révèlent une marge importante de ressources inutilisées sur le marché du travail**



Source : Statistique Canada

Dernière observation : juin 2011



partiel (**Graphique 15**) —, ainsi qu'à la proportion inférieure à la moyenne de firmes ayant déclaré être aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre dans l'enquête de la Banque.

Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie tournait à un peu moins de 1 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011, ce qui correspond à peu près à la marge de capacités inutilisées qu'elle prévoyait en avril.

## L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,3 % au premier trimestre à 1,7 % en moyenne en avril et mai (**Graphique 16**), en partie à cause de la disparition d'un certain nombre de facteurs transitoires qui tempéraient jusque-là le taux d'accroissement de cet indice<sup>1</sup>. De plus, la transmission graduelle de la flambée des cours mondiaux des produits de base agricoles s'est traduite par une montée sensible des prix des aliments compris dans l'indice de référence. Si ces hausses sont conformes aux attentes formulées en avril, les prix de nombreux services se sont toutefois raffermis un peu plus qu'escompté, bien que la progression des salaires soit demeurée modeste (**Graphique 17**). Les prix des biens semi-durables ont également été légèrement plus fermes qu'on ne l'avait prévu. L'écart entre les prix au Canada et aux États-Unis d'un certain nombre de biens durables et semi-durables, corrigé en fonction du taux de change, demeure large.

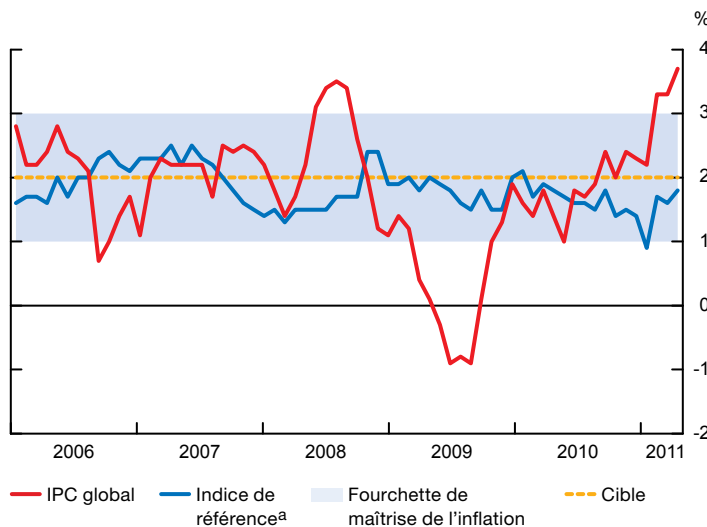
L'augmentation de l'inflation mesurée par l'IPC global, qui est passée de 2,6 % au premier trimestre à 3,5 % en moyenne en avril et mai, a été plus importante qu'on ne l'avait envisagé en avril, par suite d'un renchérissement plus prononcé que prévu de l'essence au Canada ainsi que d'une inflation mesurée par l'indice de référence plus ferme qu'anticipé.

*La Banque juge que l'économie tournait à un peu moins de 1 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2011.*

*La transmission graduelle de la flambée des cours mondiaux des produits de base agricoles s'est traduite par une montée sensible des prix des aliments compris dans l'indice de référence.*

### Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée à la hausse par les prix des aliments et de l'énergie

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

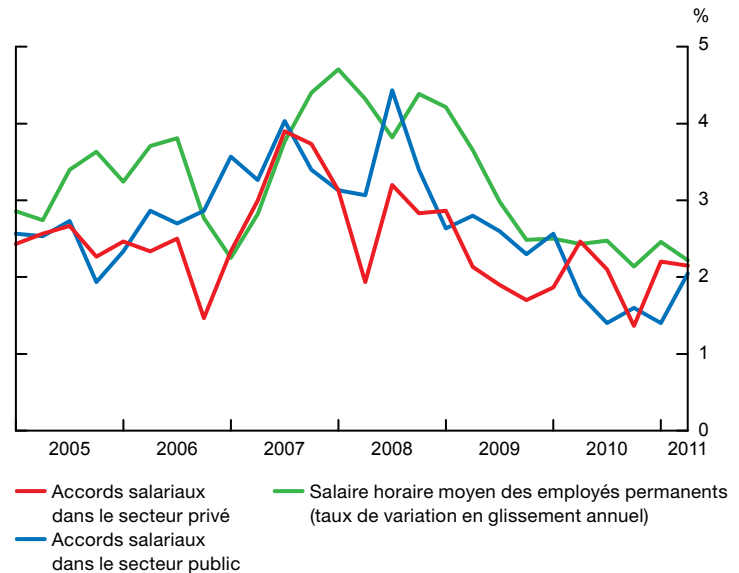
Source : Statistique Canada

Dernière observation : mai 2011

<sup>1</sup> En février, cette situation reflétait en particulier les effets des majorations inhabituellement élevées des prix des véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier enregistrées un an plus tôt (associées, dans ce dernier cas, à la tenue des Jeux olympiques de Vancouver), ainsi que les récents rabais accordés sur les prix de l'électricité en Ontario.

### Graphique 17 : La progression des salaires a été modeste

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés, données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au deuxième trimestre de 2011 pour les accords salariaux négociés dans les secteurs privé et public correspondent à la moyenne des données d'avril et de mai 2011.

Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement social Canada

Dernière observation : 2011T2

La Banque estime que les attentes d'inflation sont bien ancrées à la cible de 2 %.

Les mesures des attentes d'inflation à court terme restent en cohérence avec les fortes hausses des cours mondiaux des produits de base survenues précédemment et leurs effets observés sur l'IPC global. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en juillet, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait atteindre 3,0 % en 2011 et se situer très près de la cible en 2012 (2,1 %). Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet été par la Banque montrent que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années demeurent concentrées à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Une majorité de firmes continue toutefois d'estimer que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui cadre avec l'essor rapide qu'ont connu récemment les cours des produits de base et l'inflation mesurée par l'IPC global. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent de concorder avec la cible de 2 %. Dans l'ensemble, la Banque estime que les attentes d'inflation sont bien ancrées à cette dernière.

### Les conditions financières au Canada

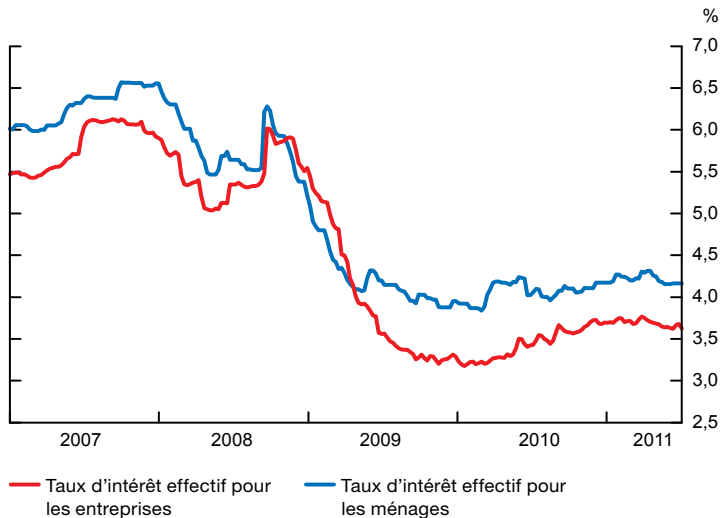
Malgré une aversion grandissante pour le risque à l'échelle mondiale, les conditions financières au Canada sont restées très avantageuses ces derniers mois, fournissant ainsi un soutien important à l'expansion économique. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises ont encore légèrement diminué et demeurent très bas en regard du passé (Graphique 18). De plus, l'accès des entreprises canadiennes au financement s'est encore amélioré.

Malgré une aversion grandissante pour le risque à l'échelle mondiale, les conditions financières au Canada sont restées très avantageuses ces derniers mois, fournissant ainsi un soutien important à l'expansion économique. Les coûts d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises ont encore légèrement diminué et demeurent très bas en regard du passé (Graphique 18). De plus, l'accès des entreprises canadiennes au financement s'est encore amélioré.

Après un ralentissement graduel pendant une bonne partie de 2010, la croissance du crédit aux ménages s'est nettement raffermie au premier trimestre de 2011 (Graphique 19). Cette nouvelle accélération semble être surtout le fait de facteurs transitoires qui ont stimulé la demande de crédit

**Graphique 18 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**

Données hebdomadaires



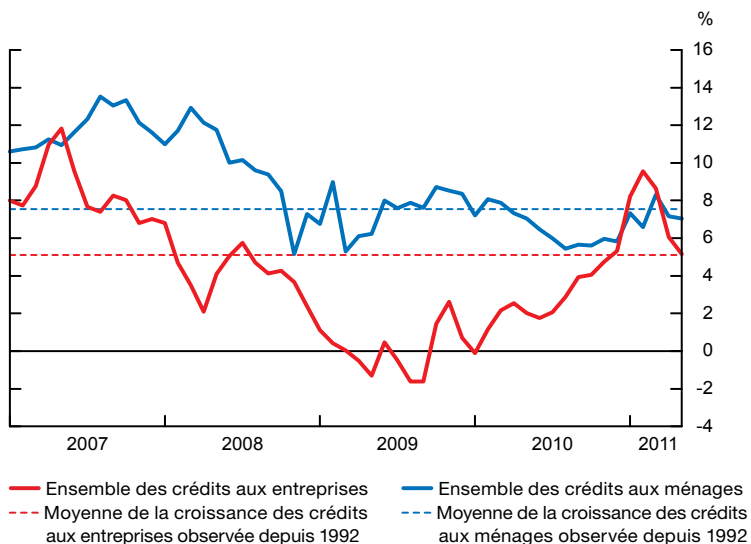
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 15 juillet 2011

**Graphique 19 : Les taux de croissance des crédits aux ménages et aux entreprises avoisinent leur moyenne historique**

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

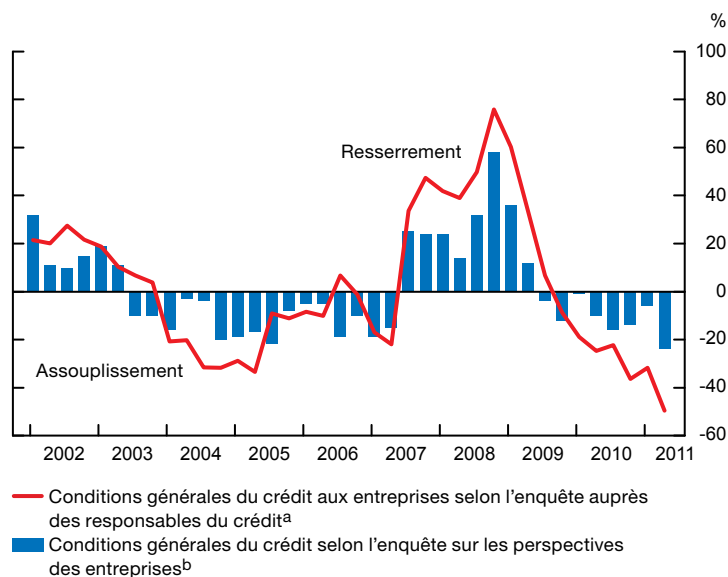
Dernière observation : mai 2011

hypothécaire, notamment les effets retardés de la forte hausse des ventes de maisons existantes au quatrième trimestre de l'année dernière, ainsi qu'un certain devancement de l'activité lié aux modifications récentes apportées aux règles régissant l'assurance hypothécaire. Ces facteurs temporaires s'estompant, le rythme d'expansion du crédit aux ménages s'est quelque peu modéré ces derniers temps.

L'enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit au deuxième trimestre de 2011 (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) fait état d'un nouvel assouplissement des conditions de crédit imposées à un vaste

**Graphique 20 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au deuxième trimestre de 2011**

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 : 2011T2

éventail d'entreprises (**Graphique 20**), attribuable à l'intensification de la concurrence que se livrent les établissements de prêt entre eux et de celle exercée par les marchés de capitaux, ainsi qu'au raffermissement des perspectives économiques au pays. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet été semblent aussi indiquer un nouveau relâchement des conditions du crédit aux entreprises de toutes les tailles.

*Au Canada, la demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est généralement restée vigoureuse.*

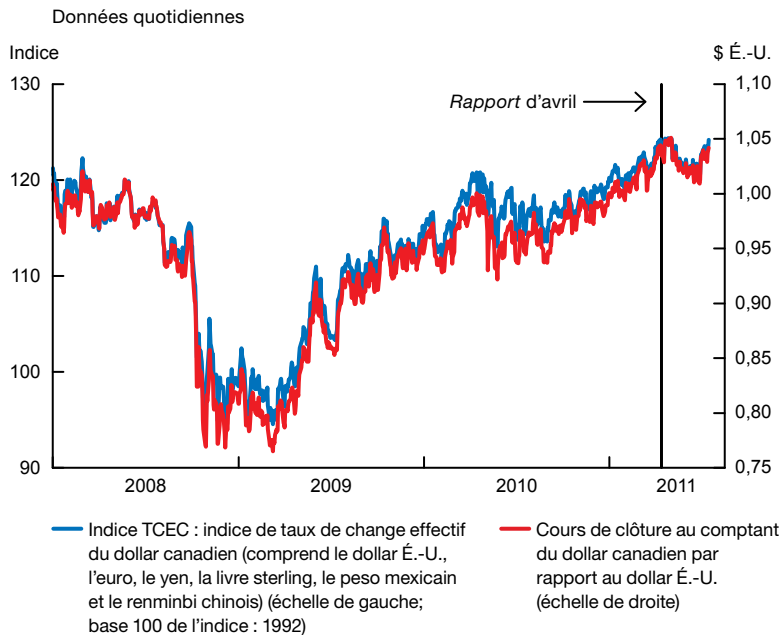
Au Canada, la demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est généralement restée vigoureuse, ce qui reflète en partie les faibles rendements des obligations d'État. En conséquence, les écarts de crédit sont demeurés restreints et les volumes d'émissions obligataires des sociétés au Canada ont été relativement élevés, bien que l'on ait observé un déclin des émissions ces dernières semaines à la faveur d'une aversion accrue pour le risque à l'échelle internationale. L'indice composite canadien S&P/TSX s'est replié par rapport au sommet atteint plus tôt cette année, à l'instar d'autres grands marchés boursiers internationaux. À la faveur des conditions de financement avantageuses et de la reprise robuste des investissements des entreprises qui se poursuit, l'expansion de l'ensemble des crédits consentis à ces dernières est restée assez soutenue au cours des derniers mois.

Comparativement à la cadence inhabituellement rapide enregistrée entre la fin de 2008 et le début de 2010, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a été modérée ces derniers mois, ce qui cadre avec la préférence moins marquée des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2++ s'est inscrite en légère hausse mais demeure au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse encore entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

## Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 103 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mai, ce qui est conforme au niveau postulé dans le *Rapport* d'avril. Le dollar est volatil depuis la fin de juin, à l'image des mouvements généraux sur les marchés financiers. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) a évolué de façon similaire (**Graphique 21**).

**Graphique 21 : La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 103 cents É.-U. depuis mai**



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 15 juillet 2011

## Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 103 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une vigueur persistante des prix des produits de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle internationale.

### L'offre et la demande globales

Le point de vue de la Banque sur les perspectives de l'économie canadienne a peu changé depuis avril, un rythme d'expansion généralement modéré étant attendu. La croissance économique au Canada devrait rebondir pendant la deuxième moitié de 2011, par suite de la résorption des perturbations de l'offre, avant de ralentir pour se rapprocher de son potentiel au cours de la période de projection (**Tableau 2** et **Graphique 22**). La Banque prévoit toujours que, durant cette période, la demande globale au Canada continuera de se déplacer des dépenses des ménages et des administrations publiques vers les investissements fixes des entreprises et

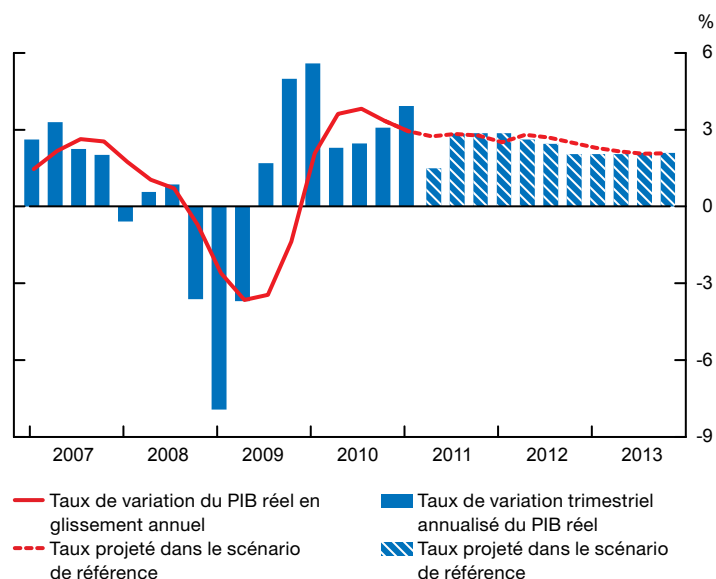
*La croissance économique au Canada devrait rebondir pendant la deuxième moitié de 2011, avant de ralentir pour se rapprocher de son potentiel.*

**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**  
En points de pourcentage<sup>a</sup>

	2010	2011	2012	2013
Consommation	2,0 (2,0)	1,3 (1,6)	1,6 (1,4)	1,1 (0,9)
Logement	0,7 (0,7)	0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (0,1)
Administrations publiques	1,2 (1,3)	-0,1 (-0,2)	-0,3 (-0,6)	0,2 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	0,8 (0,6)	1,6 (1,6)	1,1 (1,1)	0,7 (0,7)
<b>Total partiel : demande intérieure finale</b>	<b>4,7 (4,6)</b>	<b>2,9 (2,9)</b>	<b>2,4 (1,9)</b>	<b>2,0 (1,9)</b>
Exportations	1,8 (1,8)	1,3 (2,5)	1,1 (1,2)	1,1 (1,2)
Importations	-4,0 (-4,0)	-1,7 (-2,4)	-0,8 (-0,7)	-1,0 (-1,0)
<b>Total partiel : exportations nettes</b>	<b>-2,1 (-2,2)</b>	<b>-0,4 (0,1)</b>	<b>0,3 (0,5)</b>	<b>0,1 (0,2)</b>
Stocks	0,6 (0,7)	0,3 (-0,1)	-0,1 (0,2)	0,0 (0,0)
<b>PIB</b>	<b>3,2 (3,1)</b>	<b>2,8 (2,9)</b>	<b>2,6 (2,6)</b>	<b>2,1 (2,1)</b>
<b>Pour mémoire :</b>				
Production potentielle	1,6 (1,6)	1,8 (1,8)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	5,0 (4,9)	4,1 (4,7)	2,9 (3,1)	2,2 (1,9)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2010.

**Graphique 22 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire**



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

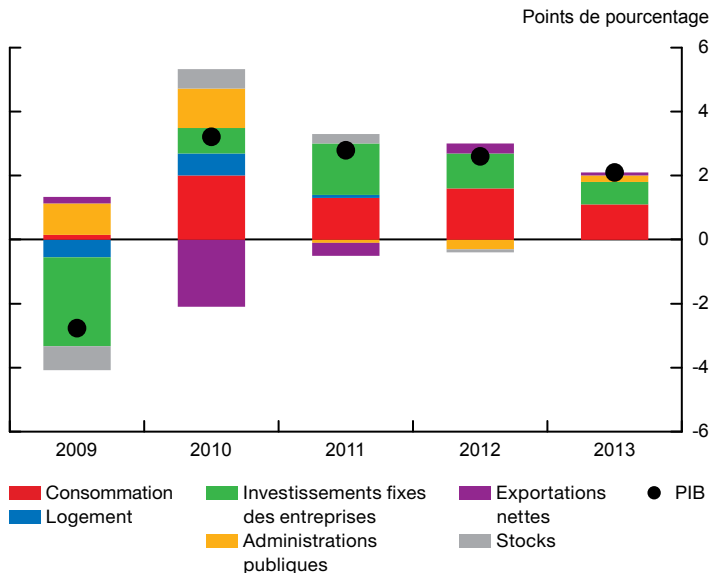
les exportations nettes (**Graphique 23**). Comparativement à ce qui était escompté en avril, l'augmentation des dépenses des ménages devrait être légèrement plus ferme, tandis que la remontée des exportations nettes du pays devrait ralentir compte tenu des révisions à la baisse apportées à la demande projetée aux États-Unis et des problèmes de compétitivité persistants.

La Banque continue d'anticiper un retour de l'économie à son plein potentiel au milieu de 2012.

Le PIB réel devrait augmenter, en moyenne annuelle, de 2,8 % en 2011 et de 2,6 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce que le rythme d'expansion se tasse pour s'établir à 2,1 %, l'économie tournant alors à plein

**Graphique 23 : La demande au Canada devrait reposer de plus en plus sur les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes, et de moins en moins sur les dépenses des administrations publiques et des ménages**

Contribution à la croissance du PIB réel



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

régime. Ce profil de croissance implique un niveau d'activité similaire à ce qui était prévu en avril, la Banque continuant d'anticiper un retour de l'économie à son plein potentiel au milieu de 2012.

Comme en avril, la Banque est d'avis que la progression des dépenses des ménages ralentira sur la période projetée par rapport à la cadence rapide enregistrée tout au long de la reprise, ce qui concorde avec une certaine modération de l'accroissement du revenu disponible des particuliers (**Graphique 24**). On s'attend à ce que le haut niveau d'endettement des consommateurs bride également l'expansion des dépenses des ménages, tandis que le taux d'épargne ne devrait connaître qu'un modeste recul et que le mouvement à la hausse du ratio de la dette au revenu des ménages devrait s'atténuer. Le scénario de référence de la Banque intègre un revenu disponible des particuliers supérieur à celui envisagé en avril, en grande partie du fait des révisions historiques. Dans l'ensemble, les dépenses des ménages devraient être légèrement plus élevées qu'on ne l'envisageait en avril, même si la Banque continue de prévoir que la part des dépenses des ménages dans l'économie diminuera graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique (**Graphique 25**).

La Banque anticipe toujours que la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel sera négative pendant le reste de l'année 2011 et en 2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncé précédemment. Le profil des dépenses publiques a été revu depuis la parution du *Rapport* d'avril pour tenir compte des renseignements les plus récents provenant de tous les ordres de gouvernement ainsi que des modifications apportées aux séries chronologiques des comptes nationaux.

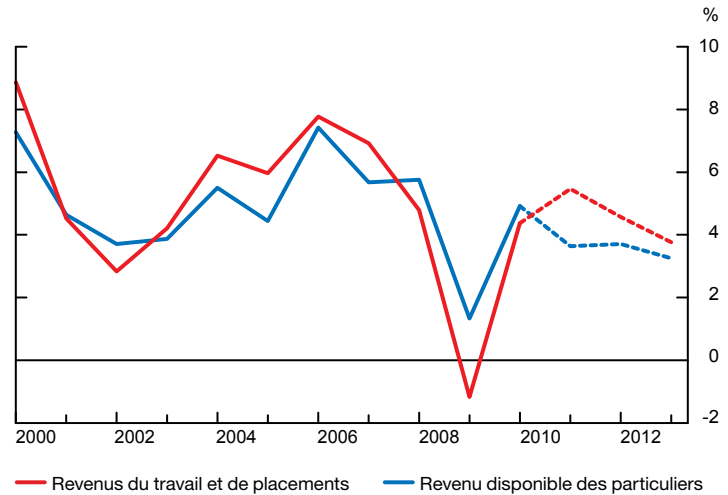
Les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser rapidement durant la période projetée, étant donné l'écart considérable qu'il reste à combler pour compenser le déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession (**Graphique 26**). Ces perspectives optimistes sont

*Dans l'ensemble, les dépenses des ménages devraient être légèrement plus élevées.*

*Les investissements fixes des entreprises devraient continuer de progresser rapidement.*

**Graphique 24 : L'accroissement du revenu disponible des particuliers devrait marquer le pas au cours de la période de projection**

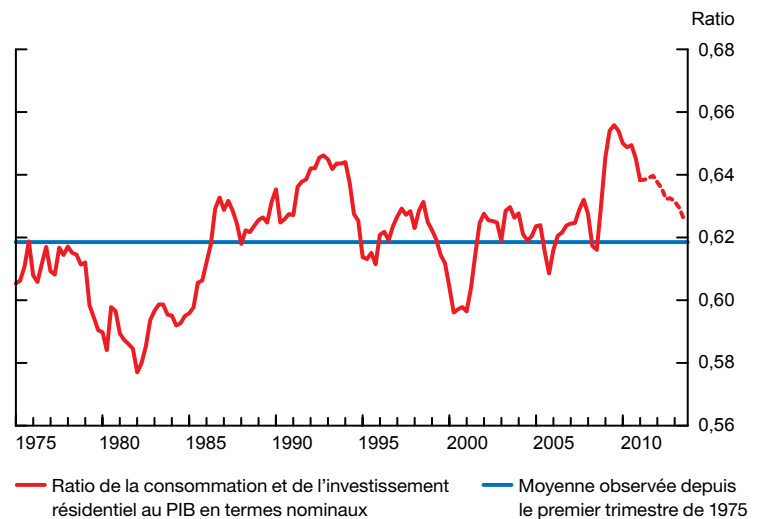
Taux de variation, données annuelles



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

**Graphique 25 : La part des dépenses des ménages dans le PIB devrait diminuer graduellement pour se rapprocher de sa moyenne historique**

Données trimestrielles



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

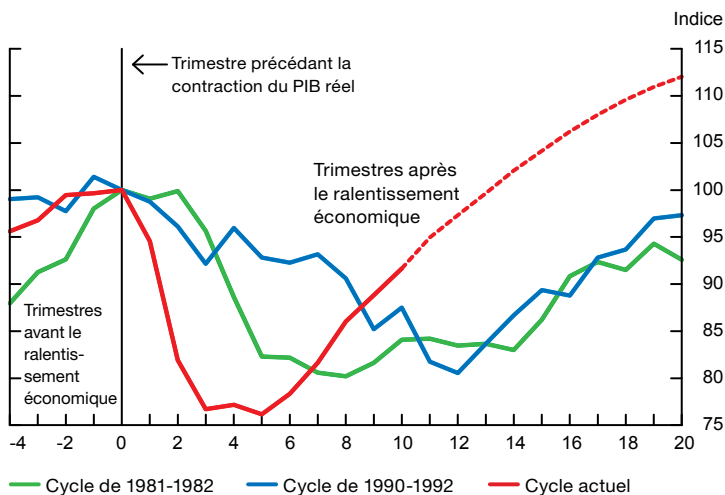
fondées sur la situation financière solide des entreprises canadiennes, des conditions de crédit favorables, le niveau élevé des prix des produits de base et la vigueur du dollar canadien, de même que sur l'incitation à rehausser la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres.

La Banque continue d'escompter une amélioration des exportations nettes sur la période de projection en raison, d'une part, du redressement des exportations lié au raffermissement de la demande extérieure et, d'autre part, du ralentissement de la progression des importations lié à une hausse plus modérée de la demande intérieure. Toutefois, le redressement des expor-



**Graphique 26 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait se poursuivre au rythme robuste observé dernièrement**

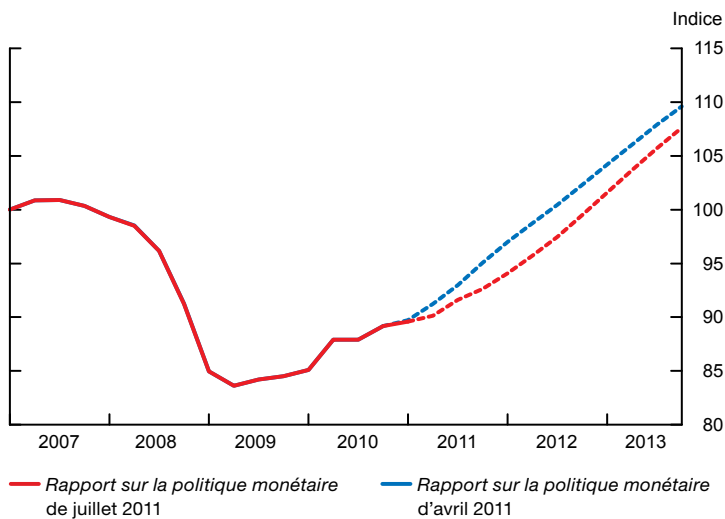
Évolution comparative des investissements fixes des entreprises, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



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

**Graphique 27 : L'activité économique étrangère devrait être plus faible que projeté dans le Rapport d'avril**

Mesure de l'activité étrangère, base 100 de l'indice : 2007T1, données trimestrielles



Nota : La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en intégrant des composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique des autres partenaires commerciaux du Canada.

Source : calculs et projections de la Banque du Canada

tations sera vraisemblablement modeste, le Canada étant toujours aux prises avec des problèmes de compétitivité découlant principalement de la vigueur persistante de sa monnaie (**Note technique 1**). La Banque prévoit maintenant qu'à moyen terme, la reprise attendue des exportations canadiennes sera encore plus limitée qu'elle ne l'envisageait en avril, le rythme de croissance projeté de la demande américaine ayant été révisé à la baisse (**Graphique 27**), même s'il est probable que l'expansion des exportations sera temporairement stimulée, au second semestre de 2011, par la résolution des perturbations dans la chaîne d'approvisionnement. On s'attend toujours

*La Banque prévoit maintenant que la reprise attendue des exportations canadiennes sera encore plus limitée.*

## L'incidence du dollar canadien sur les firmes : messages tirés de l'enquête sur les perspectives des entreprises

Les bureaux régionaux de la Banque consultent chaque trimestre les entreprises pour connaître leur opinion au sujet de l'évolution de l'activité économique au cours des douze prochains mois. Dans le cadre de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises, de nombreuses firmes interrogées sur les facteurs qui déterminent leurs attentes à l'égard des ventes ont indiqué que le niveau élevé du dollar canadien était un frein<sup>1</sup>.

Près de la moitié des participants à l'enquête de l'été 2011 ont rapporté se ressentir de la hausse du dollar canadien. Comme le montre le **Graphique 1-A**, ces répondants tendent à présenter des soldes des opinions plus bas pour les indicateurs de l'activité réelle, à savoir ceux relatifs à la progression future des ventes, à l'investissement et à l'emploi. C'est dans le Centre et l'Est du pays que sont le plus souvent domiciliées les entreprises ayant déclaré que la vigueur du dollar les désavantageait.

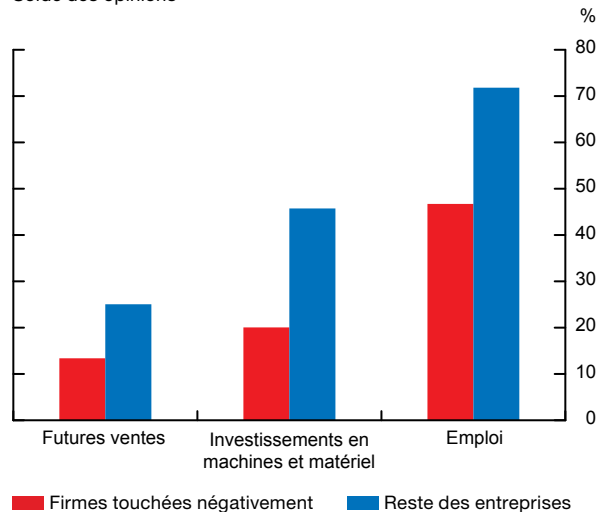
Les entreprises se disant pénalisées par la hausse du dollar canadien invoquent plusieurs raisons. Dans certains cas, la baisse des marges bénéficiaires est essentiellement en cause. Dans d'autres cas, les firmes ont signalé que l'appréciation du dollar contrariait les perspectives de croissance de leurs ventes dans les douze prochains mois. Ce sentiment était plus présent chez les fabricants (**Graphique 1-B**) et parmi les exportateurs dont les États-Unis constituent le principal débouché.

Les effets modérateurs qui s'exercent sur les perspectives de ventes des entreprises en raison de la vigueur du dollar canadien étaient également manifestes lorsque le taux de change s'est établi au-dessus de la parité à la fin de 2007. Si cette année-là

<sup>1</sup> Les bureaux régionaux de la Banque réalisent trimestriellement des entrevues auprès des responsables d'une centaine de firmes dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises. Les rencontres directes qui sont ainsi effectuées permettent aux bureaux régionaux de sonder les firmes au sujet des facteurs qui sous-tendent et influencent leurs perspectives (voir l'article « L'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises » de Monica Martin, dans la *Revue de la Banque du Canada* du printemps 2004). Une large série de questions ont été posées aux participants sur l'appréciation du dollar canadien en complément à plusieurs enquêtes conduites entre l'automne 2003 et l'hiver 2004-2005 et sont résumées dans l'article de Jean Mair, « L'incidence de l'appréciation du dollar canadien sur les entreprises du pays : résultats des enquêtes de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises », paru à l'automne 2005 dans cette même revue.

**Graphique 1-A : Les indicateurs relatifs à l'évolution future de l'activité des entreprises sont plus modérés pour les firmes se disant touchées négativement par la vigueur du dollar**

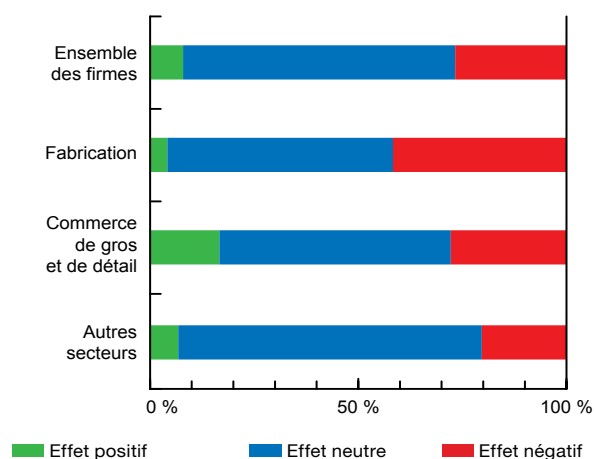
Solde des opinions



Source : réponses recueillies par les bureaux régionaux de la Banque du Canada dans le cadre de l'enquête de l'été 2011 sur les perspectives des entreprises

**Graphique 1-B : Globalement, les entreprises indiquent que l'appréciation du dollar canadien a des répercussions négatives sur les perspectives de ventes**

Effets de la hausse du dollar canadien sur les perspectives de ventes



Source : réponses recueillies par les bureaux régionaux de la Banque du Canada dans le cadre de l'enquête de l'été 2011 sur les perspectives des entreprises

(suite à la page suivante)

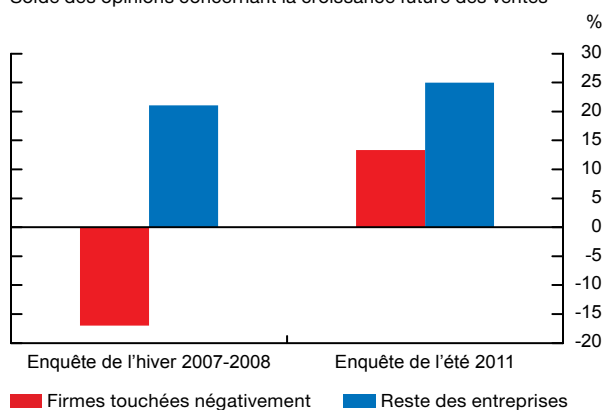
## L'incidence du dollar canadien sur les firmes : messages tirés de l'enquête sur les perspectives des entreprises

les problèmes créés par la force de notre dollar incitaient les répondants à penser que la croissance des ventes ralentirait au cours de l'année à venir, dans l'enquête de l'été 2011, les firmes négativement touchées continuent, dans l'ensemble, d'anticiper une accélération de la progression de leurs ventes durant les douze prochains mois (**Graphique 1-C**). Toutefois, ces entreprises sont en général moins optimistes que les autres participants.

Globalement, les réponses fournies pour l'enquête de l'été 2011 semblent indiquer que les difficultés liées à la vigueur du dollar canadien, conjuguées à l'atonie persistante attendue de la demande aux États-Unis et à une vive concurrence, limitent les perspectives de ventes pour les douze mois à venir parmi les firmes qui ne tirent aucun profit direct ou indirect des prix élevés des matières premières.

**Graphique 1-C : Dans l'enquête de l'été 2011, les firmes touchées négativement restaient confiantes au sujet de la croissance de leurs ventes, mais elles se montraient généralement moins optimistes que les autres participants**

Solde des opinions concernant la croissance future des ventes



Source : réponses recueillies par les bureaux régionaux de la Banque du Canada dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises

à ce que la hausse des importations soit soutenue par une augmentation robuste des investissements des entreprises, vu leur contenu habituellement élevé en importations, et, plus généralement, par une pénétration accrue des importations attribuable à la vigueur persistante du dollar canadien. Les exportations nettes demeureront sensibles aux mouvements de change et au rétablissement attendu de la croissance de la productivité, ainsi qu'aux perspectives d'évolution de la demande extérieure.

### La projection en matière d'inflation

La Banque prévoit qu'au cours de la période de projection, l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera aux environs de 2 %, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées (**Tableau 3** et **Graphique 28**). Des facteurs transitoires devraient faire passer provisoirement le taux d'augmentation de l'indice de référence un peu au-dessus de 2 %. Comme dans le *Rapport d'avril*, la Banque s'attend à ce que les effets modérateurs des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH, qui avaient été répercutés sur les prix il y a un an, se dissipent au cours des trimestres à venir<sup>2</sup>. L'incidence retardée de la montée des prix des produits de base agricoles sur les prix des aliments au Canada devrait aussi exercer

*La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurera aux environs de 2 %.*

<sup>2</sup> Alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence ne prend pas en considération les répercussions directes des changements apportés aux impôts indirects, l'inflation mesurée par l'IPC global rend compte des effets tant directs qu'indirects de ces changements. Du fait que, selon les estimations, l'incidence positive directe des changements a été plus importante que l'effet d'atténuation indirect des remboursements liés à la TVH qui ont été répercutés sur les prix, l'introduction de la TVH en juillet 2010 a provisoirement rehaussé le taux d'inflation mesuré par l'IPC global mais a abaissé le taux d'inflation mesuré par l'indice de référence. Le dernier effet, estimé à -0,3 point de pourcentage, devrait disparaître d'ici la fin de 2011.

**Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<sup>a</sup>**

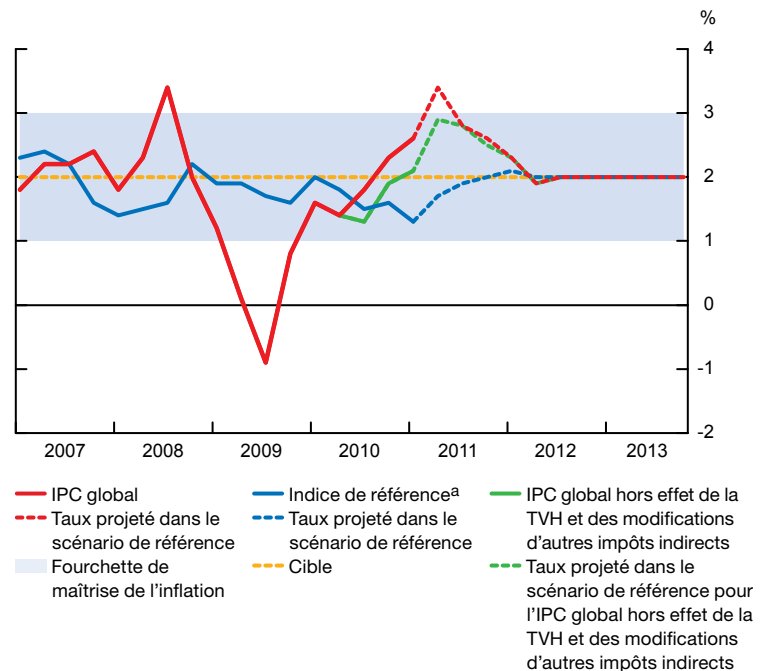
	2010	2011				2012				2013			
	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,1 (3,3)	3,9 (4,2)	1,5 (2,0)	2,8 (2,7)	2,9 (2,7)	2,9 (2,6)	2,6 (2,6)	2,5 (2,3)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3 (3,2)	2,9 (2,9)	2,7 (2,8)	2,8 (3,1)	2,8 (2,9)	2,5 (2,5)	2,8 (2,7)	2,7 (2,6)	2,5 (2,4)	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	1,3 (1,2)	1,7 (1,4)	1,9 (1,7)	2,0 (1,8)	2,1 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (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)	2,3 (2,3)	2,6 (2,4)	3,4 (2,7)	2,8 (2,5)	2,6 (2,5)	2,3 (2,2)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	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)	1,9 (1,9)	2,1 (1,9)	2,9 (2,2)	2,8 (2,5)	2,5 (2,4)	2,3 (2,2)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	85 (85)	94 (94)	103 (108)	97 (109)	98 (109)	100 (109)	101 (108)	102 (107)	102 (106)	103 (105)	103 (104)	103 (104)	103 (103)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2011 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 15 juillet 2011.

**Graphique 28 : L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada devrait retourner progressivement à 2 % d'ici le milieu de 2012**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

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

une pression à la hausse supplémentaire sur l'inflation mesurée par l'indice de référence pendant la deuxième moitié de 2011, incidence qui devrait s'estomper au cours de 2012, contribuant ainsi à stabiliser l'augmentation de cet indice à 2 %. Les prix un peu plus fermes des services compris dans l'indice de référence devraient avoir un effet plus durable sur l'inflation mesurée par celui-ci. Le cours élevé du dollar canadien devrait continuer d'aider à atténuer les pressions inflationnistes.

Au cours des prochains trimestres, la Banque anticipe une chute du rythme d'accroissement de l'IPC global comparativement au niveau élevé enregistré récemment, du fait notamment de la disparition des répercussions de l'introduction de la TVH en juillet 2010 sur le taux d'inflation en glissement annuel. De plus, les prix de l'énergie, après avoir reculé par rapport à leur sommet, devraient demeurer relativement stables et n'augmenter que légèrement. Par conséquent, on prévoit encore que l'inflation mesurée par l'IPC global convergera avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2012.

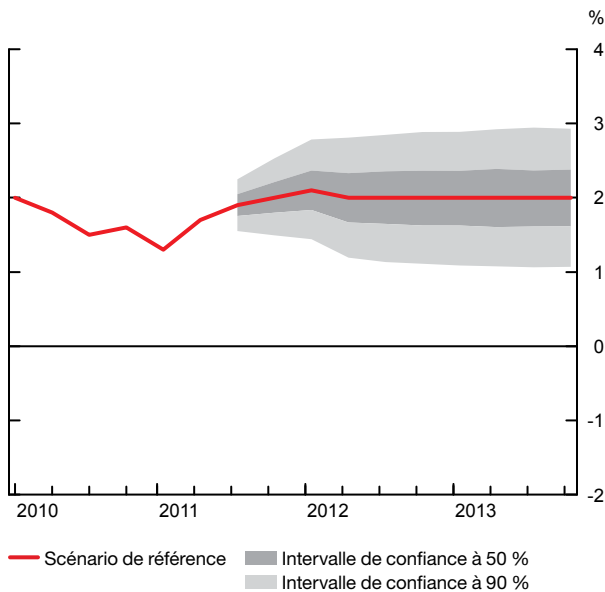
La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation (**Note technique 2**).

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 29** et le **Graphique 30** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du troisième trimestre de 2011 à la fin de 2013<sup>3</sup>.

*La Banque anticipe une chute du rythme d'accroissement de l'IPC global comparativement au niveau élevé enregistré récemment.*

**Graphique 29 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

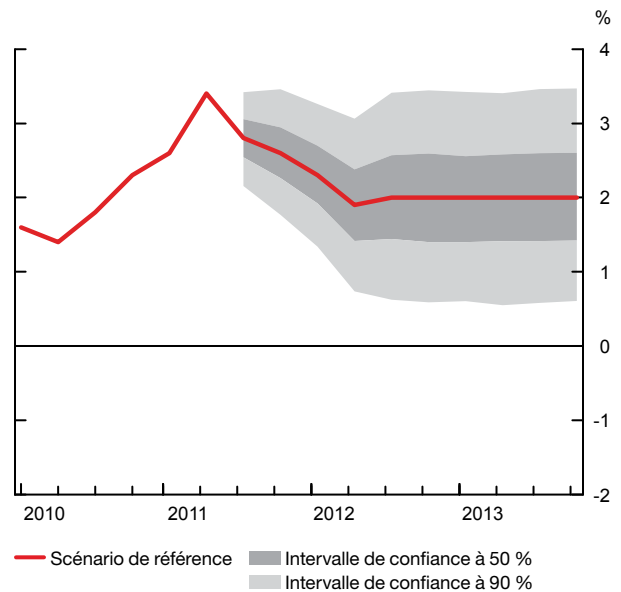
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

**Graphique 30 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

<sup>3</sup> Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Rechercher.

## Vents contraires, vents favorables et taux directeur

La Banque du Canada se sert du taux cible du financement à un jour pour stabiliser l'inflation au niveau visé de 2 %. C'est en faisant varier à la hausse ou à la baisse ce taux cible (le taux directeur) qu'elle influe sur les autres taux d'intérêt, ceux des prêts à la consommation ou à l'habitation, par exemple, et potentiellement sur le taux de change, ce qui finit par se répercuter sur l'activité économique et l'inflation.

À long terme, quand cesse de se faire sentir l'incidence de tous les chocs présents et passés qui, tels des vents contraires ou favorables, ralentissent l'économie ou la stimulent, l'inflation mesurée par l'IPC est censée s'établir à 2 % (et s'y maintenir), la production devrait correspondre au potentiel de l'économie (et ne pas s'en écarter), et le taux cible du financement à un jour devrait égaler son niveau de long terme (et y demeurer).

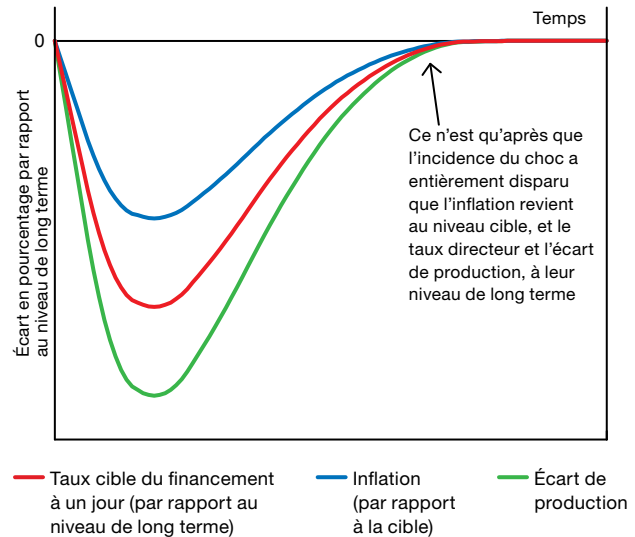
À court terme, cependant, la politique monétaire peut servir à contrebalancer les effets attendus de chocs économiques persistants sur l'inflation et la production. En pareils cas, le taux directeur doit dévier de son niveau de long terme pour donner à l'activité l'élan ou le coup de frein nécessaire pour contre-carrer ces chocs et ramener l'inflation au niveau cible.

Ainsi, si la Banque estime que l'économie canadienne devra affronter des vents contraires en raison d'un recul persistant de la demande d'exportations (consécutif à un choc de demande à l'étranger, par exemple), elle peut compenser l'influence que celui-ci pourrait continuer d'exercer sur le PIB et l'inflation en infléchissant la trajectoire du taux directeur de façon à dynamiser l'économie. Inversement, si l'activité économique est poussée par des vents favorables associés, par exemple, à un choc financier durable (entraînant des écarts de crédit anormalement faibles), la Banque pourrait juger nécessaire de maintenir le taux directeur à un niveau assez élevé par rapport à sa valeur de long terme pour contrer les conséquences inflationnistes escomptées du choc<sup>1</sup>. Dans les deux cas, la Banque doit se forger une opinion quant à l'horizon le plus approprié pour le retour de l'inflation à la cible de 2 %.

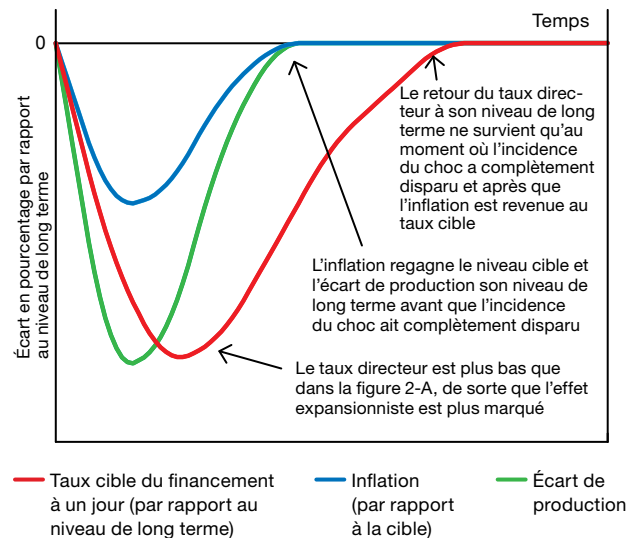
<sup>1</sup> Les chocs dont il est question ici sont des exemples parmi d'autres. Il convient de noter que les chocs réels et financiers peuvent avoir sur l'économie aussi bien l'effet de vents contraires que celui de vents favorables.

Le message à retenir est que le taux directeur peut s'écarter de son niveau de long terme même si l'inflation se situe au taux visé et que le potentiel productif est atteint. Dans le contexte d'une projection établie pour l'inflation, il est ainsi possible que le taux direc-

**Figure 2-A : Réactions à un choc de demande étrangère négatif fondées sur l'application d'une règle simple**



**Figure 2-B : Réactions à un choc de demande étrangère négatif en présence d'une politique monétaire mieux adaptée à la situation**



(suite à la page suivante)

## Vents contraires, vents favorables et taux directeur

teur ne retrouve son niveau de long terme qu'*après* le moment où devraient s'effectuer le retour de l'inflation à la cible de 2 % et celui de la production à son potentiel, ce qui va à l'encontre de l'hypothèse selon laquelle le taux directeur se situe invariablement à son niveau de long terme quand l'inflation atteint la cible et que l'écart de production est résorbé.

Les **figures 2-A et 2-B** illustrent les évolutions hypothétiques de l'inflation, de l'écart de production et du taux cible du financement à un jour en cas de choc de demande étrangère négatif. Dans la première figure, une règle simple à la Taylor<sup>2</sup> est appliquée, à savoir que le taux cible du financement à un jour varie de façon mécanique en fonction des écarts de l'inflation actuelle par rapport à la cible. Dans ce scénario, l'inflation revient au niveau cible en même temps que

la production regagne son niveau potentiel, et le taux à un jour, son niveau de long terme, et après que les effets du choc ont cessé de se faire sentir.

La seconde figure montre ce qui se produit dans le cas plus souhaitable où la banque centrale prend mieux en compte les répercussions défavorables anticipées du recul prolongé de la demande étrangère<sup>3</sup> en maintenant les taux d'intérêt bien en-deçà de leur niveau de long terme. Elle obtient ainsi une neutralisation plus complète des conséquences de la faiblesse de la demande étrangère sur l'économie intérieure, ce qui permet à l'inflation de retrouver plus rapidement son niveau cible (et d'y rester), et à la production d'atteindre à nouveau son potentiel, *avant* que le taux directeur retourne à son niveau de long terme, comme on peut l'observer dans le graphique.

<sup>2</sup> Dans une règle à la Taylor, la définition de la politique monétaire repose sur l'inflation actuelle et la taille actuelle estimée de l'écart de production.

<sup>3</sup> Les délais de transmission de la politique monétaire pourraient empêcher la banque centrale de contrebalancer pleinement les effets *initiaux* du choc sur l'inflation.





# Les risques entourant les perspectives

---

Même si les perspectives mondiales demeurent essentiellement inchangées, les risques se sont intensifiés à l'échelle du globe, surtout en Europe.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections, à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens et à la possibilité que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne soit moindre qu'anticipé.

- Si les efforts déployés pour contenir la demande excédentaire et les tensions inflationnistes grandissantes dans les économies émergentes s'avéraient infructueux, les prix des produits de base et l'inflation à l'échelle mondiale pourraient grimper beaucoup plus rapidement qu'anticipé, entraînant une augmentation des revenus au Canada sous l'effet de la hausse des prix des exportations et intensifiant les pressions sur les prix intérieurs.
- La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escompté. Compte tenu des conditions financières très avantageuses, les emprunts pourraient croître plus rapidement que les revenus.
- Le potentiel de production de l'économie pourrait avoir été surestimé. Bien que les indicateurs du marché du travail témoignent encore d'une marge considérable de capacités inutilisées, divers indicateurs des pressions exercées sur l'appareil de production donnent à penser que l'économie tournerait actuellement plus près de son plein potentiel.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine en Europe, aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

- Les difficultés budgétaires et financières aiguës en Europe pourraient engendrer une baisse généralisée de l'appétit pour le risque et de graves bouleversements sur les marchés mondiaux du financement.
- La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation, du fait des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

- Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.