BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Janvier 2015

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2015

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2015

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

« La faiblesse affichée récemment par les prix du pétrole […] est susceptible de stimuler la croissance mondiale mais de modérer l'expansion et l'inflation au Canada, même si les effets devraient être atténués par la baisse du taux de change et le redressement des exportations hors énergie. »

— Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Déclaration préliminaire prononcée à la conférence de presse suivant la publication de la *Revue du système financier*
Ottawa (Ontario)
10 décembre 2014

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les prix mondiaux du pétrole 2
- Les prix des produits de base non énergétiques 5
- Les prix du pétrole plus bas stimulent l'activité à l'échelle mondiale 6
- Les États-Unis 7
- Les autres régions 8

L'économie canadienne 11

- La tenue récente de l'inflation 12
- Les pressions sur les capacités de production 14
- Les cours plus bas du pétrole pèsent sur l'économie canadienne 17
- Les investissements fixes des entreprises 19
- Les exportations hors énergie 20
- Les dépenses des ménages 22
- L'inflation 23

Les risques entourant les perspectives d'inflation 27

Annexe : L'incidence de la baisse des prix du pétrole sur l'économie canadienne 29

L'économie mondiale

Les prix du pétrole se sont effondrés au cours des six derniers mois. On s'attend à ce que ces prix plus bas stimulent la croissance économique mondiale tout en creusant les écarts entre les économies. Cette évolution survient dans le contexte d'un léger raffermissement de la croissance à l'échelle du globe, alors que les vents contraires tels que la réduction en cours des leviers d'endettement et l'incertitude persistante s'estompent graduellement.

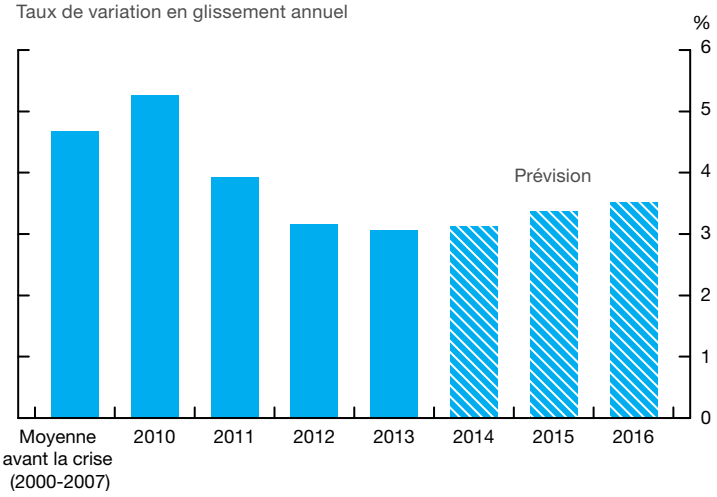
Dans ce paysage mondial contrasté, les États-Unis, le plus grand partenaire commercial du Canada, constituent la principale zone de robustesse. La croissance de l'économie américaine devrait devenir de plus en plus autosuffisante, étant stimulée encore davantage par l'incidence positive marquée du repli des prix du pétrole, en dépit de l'effet modérateur exercé par l'appréciation du dollar É.-U. Dans d'autres économies avancées, particulièrement la zone euro et le Japon, l'expansion devrait demeurer faible malgré les mesures de relance supplémentaires mises en œuvre, les vents contraires que font souffler la réduction des leviers d'endettement et l'incertitude se dissipant graduellement. Ces vents contraires devraient aussi avoir pour effet d'atténuer les effets favorables du recul des cours pétroliers sur les économies avancées. Dans le reste du monde, la progression du PIB devrait être bridée par l'incidence négative des prix du pétrole plus bas sur les pays qui en exportent. Toutefois, la croissance devrait se raffermir peu à peu tout au long de 2016, à mesure que la demande étrangère augmentera dans les économies avancées et que les réformes structurelles axées sur le renforcement de l'expansion seront mises en place.

À la lumière de ces divers facteurs se compensant mutuellement, la Banque prévoit un redressement de la croissance économique mondiale, qui devrait avoisiner 3 1/2 % au cours des deux prochaines années, soit un profil d'expansion similaire à celui présenté dans la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire* (**Graphique 1** et **Tableau 1**)[1].

1 Ce profil de croissance est légèrement inférieur à la dernière estimation effectuée par le Fonds monétaire international.

Graphique 1 : La croissance économique mondiale devrait se redresser graduellement

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016

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

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2013	2014	2015	2016
États-Unis	16	2,2 (2,2)	2,4 (2,2)	3,2 (2,9)	2,8 (2,7)
Zone euro	12	-0,4 (-0,4)	0,8 (0,8)	0,9 (0,8)	1,2 (1,0)
Japon	5	1,6 (1,5)	0,1 (0,8)	0,6 (0,7)	1,6 (0,8)
Chine	16	7,7 (7,7)	7,4 (7,4)	7,2 (7,0)	7,0 (6,9)
Autres pays	51	3,0 (2,9)	2,9 (2,9)	3,1 (3,2)	3,4 (3,4)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,1 (3,1)	3,4 (3,4)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2013 publiées en octobre 2014 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

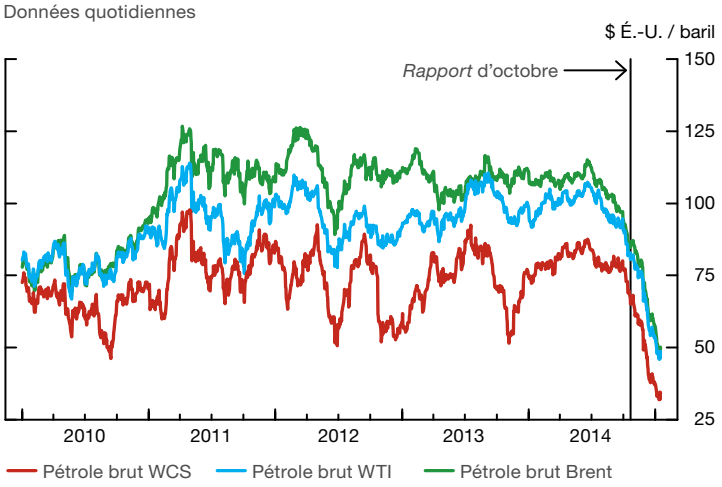
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada.

Les prix mondiaux du pétrole se situent à leur niveau le plus bas en cinq ans

Les prix mondiaux du pétrole brut ont reculé de plus de 40 % depuis octobre et de plus de 55 % depuis le sommet récent qu'ils avaient atteint en juin 2014 (**Graphique 2**). Jusqu'au milieu de 2014, les prix du pétrole étaient passablement stables, l'augmentation étonnamment rapide de la production nord-américaine, surtout de la production de pétrole de schiste aux États-Unis, ayant été à peu près contrebalancée par des interruptions imprévues ailleurs dans le monde. Au deuxième semestre de 2014, toutefois, la production a repris à certains endroits, tandis que l'offre de pétrole de schiste provenant des États-Unis continuait de s'accroître (**Graphique 3**). Parallèlement, la demande mondiale de pétrole a fait l'objet de nombreuses révisions à la baisse. Ces forces ont fait reculer les prix mondiaux du pétrole, qui se sont établis à leur plus bas niveau en plus de cinq ans.

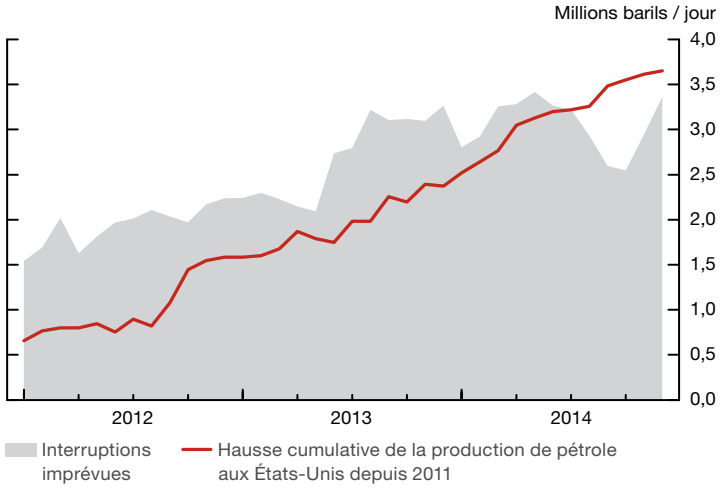
Graphique 2 : Les prix mondiaux du pétrole brut se sont effondrés

Données quotidiennes



Nota : Les sigles WCS et WTI signifient respectivement Western Canada Select et West Texas Intermediate.
Source : Banque du Canada — Dernière observation : 16 janvier 2015

Graphique 3 : La production de pétrole de schiste continue d'augmenter, tandis que les interruptions imprévues ont diminué à l'automne 2014



Nota : La zone ombrée indique les interruptions imprévues (capacité de production moins production effective).
Source : Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis, *Short-Term Energy Outlook*, janvier 2015 — Dernière observation : décembre 2014

Par convention, la Banque postule que les prix de l'énergie demeureront près de leurs niveaux récents. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select se sont établis en moyenne à quelque 60, 55 et 40 dollars É.-U., respectivement, depuis le début de décembre.

Les risques à court terme pesant sur l'hypothèse relative à l'évolution des prix du pétrole sont orientés à la baisse. Les prix en vigueur sont inférieurs à ceux prévus dans le scénario de référence de la Banque, et la croissance de la production pourrait demeurer vigoureuse dans les prochains mois, du fait des investissements et des opérations de couverture réalisés par le passé, ainsi que de la guerre de prix que se livrent actuellement les grands producteurs afin d'obtenir des parts de marché. La demande mondiale de pétrole est habituellement basse pendant les mois d'hiver et pourrait aussi continuer à décevoir dans le contexte d'une croissance économique modérée à l'échelle du globe.

Compte tenu des changements structurels touchant le marché du pétrole, surtout en raison de l'offre de pétrole de schiste américain, une grande incertitude entoure les cours à terme. Celle-ci reflète à son tour celle qui plane sur l'incidence des nouvelles avancées technologiques, la demande et le coût du capital.

À moyen terme, des risques tant à la hausse qu'à la baisse entourent le prix du pétrole.

La plupart des risques à la hausse sont attribuables à des facteurs d'offre. D'après des estimations récentes des coûts de production, environ le tiers de la production actuelle pourrait ne pas être rentable si les prix se maintiennent autour de 60 dollars É.-U., notamment la production à coût élevé aux États-Unis, au Canada, au Brésil et au Mexique (**Graphique 4**). Plus des deux tiers de l'augmentation attendue de l'offre mondiale de pétrole ne seraient également pas viables sur le plan économique. Un repli des investissements privés et publics dans les projets à coûts élevés pourrait nettement réduire la croissance future de l'offre de pétrole, et les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ne disposeraient pas de capacités excédentaires suffisantes pour compenser une diminution importante de l'offre dans les pays non membres.

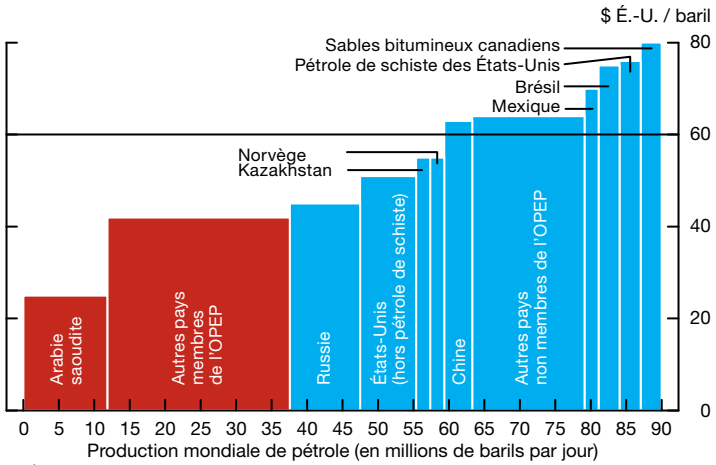
Les prix pourraient aussi grimper si l'OPEP décidait d'abaisser son niveau de production. Enfin, les enjeux géopolitiques sont une source perpétuelle de volatilité des prix du pétrole, et des perturbations de l'offre peuvent survenir à tout moment.

Par contre, de nouvelles avancées technologiques et des mesures de réduction des coûts par les sociétés pétrolières pourraient faire baisser leurs coûts de production et, par le fait même, les coûts d'équilibre de certains projets énergétiques. Plus fondamentalement, la structure du marché mondial du pétrole et le comportement des producteurs changeront peut-être par rapport à ce qui a été observé au cours des dernières décennies. De plus, l'innovation constante axée sur l'amélioration de l'efficience énergétique et des normes environnementales pourrait freiner la demande de pétrole.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques entourant le prix postulé de 60 dollars É.-U. sont orientés à la hausse à moyen terme.

Graphique 4 : Environ le tiers de la production actuelle de pétrole pourrait être peu rentable si les prix se maintiennent autour de 60 $ É.-U. le baril

Moyenne des coûts du cycle complet de production moins dividendes et paiements d'intérêts



Source : Energy Aspects

Les variations des prix de nombreux produits de base ont été plus modestes que celles des prix du pétrole

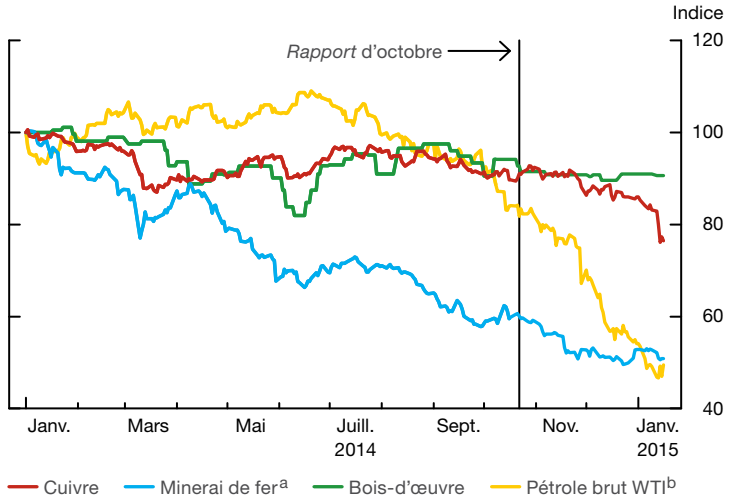
Les prix des produits de base non énergétiques ont diminué légèrement, en moyenne, depuis octobre, une hausse des prix des céréales ayant en grande partie compensé le recul des prix d'autres produits de base.

Les prix des métaux communs, comme le cuivre et le minerai de fer, ont continué à reculer depuis octobre, sous l'effet de la décélération continue de l'expansion de la demande émanant de la Chine, alors que les autorités s'attachent à rééquilibrer l'économie (**Graphique 5**). Ces mouvements de prix ont généralement été moins prononcés que ceux observés sur les marchés du pétrole, cependant, ce qui laisse supposer que les modifications récentes de la demande mondiale n'ont pas joué un rôle déterminant dans les fortes fluctuations des cours pétroliers. Les prix du bois d'œuvre ont aussi fléchi quelque peu, comme c'est souvent le cas en hiver lorsque la construction ralentit.

Globalement, les prix des produits de base non énergétiques devraient demeurer modérés au premier semestre de 2015, puis augmenter graduellement à mesure que l'économie mondiale gagne en vigueur. Ce profil n'a guère changé comparativement à celui qui a été exposé dans le *Rapport* d'octobre. Néanmoins, en raison de la révision marquée à la baisse des perspectives d'évolution des prix du pétrole, l'indice des prix des produits de base de la Banque est d'environ 20 % inférieur au niveau d'octobre.

Graphique 5 : Les variations des prix de nombreux produits de base ont été relativement modestes par rapport à celles des prix du pétrole brut

Base 100 de l'indice : 1er janvier 2014



a. Pour le minerai avec une teneur en fer de 62 % livré en Chine, au port de Qingdao, les séries de données forment un indice des prix au comptant normalisés.

b. Le sigle WTI signifie West Texas Intermediate.

Sources : Bloomberg et Banque du Canada

Dernière observation : 16 janvier 2015

Les prix du pétrole plus bas stimulent l'activité à l'échelle mondiale

Les prix du pétrole plus bas s'apparentent à une réduction d'impôt pour les consommateurs et les entreprises en faisant diminuer les coûts du transport et d'autres biens et services reliés au pétrole. Ainsi, ils sont, au net, positifs pour la croissance mondiale. Toutefois, l'incidence des prix du pétrole plus bas est, certes, très différente pour les pays exportateurs nets comparés aux importateurs nets.

Pour un grand nombre d'économies avancées, de même que pour la Chine et les autres pays émergents importateurs de pétrole, le repli des cours pétroliers a fait grimper le taux de croissance du PIB en raison d'une amélioration des termes de l'échange de ces pays, des gains réalisés au chapitre du revenu réel disponible des consommateurs et d'une réduction des coûts opérationnels.

Dans le contexte économique actuel, toutefois, la Banque s'attend à ce que les vents contraires persistants et d'autres facteurs atténuants influencent la mesure dans laquelle certains pays importateurs de pétrole tirent profit des prix plus bas. Par conséquent, cette baisse devrait être moins bénéfique pour la croissance par rapport à ce qui a été observé dans le passé. Étant donné l'incertitude encore présente et la réduction des leviers d'endettement en cours, certains consommateurs profiteront de la hausse de leur revenu disponible pour rembourser leurs dettes plutôt que pour accroître leurs dépenses.

En Chine, l'incidence à court terme des prix du pétrole plus bas sur le PIB pourrait être contrebalancée par un resserrement des politiques. Le recul des cours pétroliers permettrait aux autorités chinoises de réduire les mesures de soutien à la croissance tout en facilitant la poursuite de réformes qui contribueront à rééquilibrer l'économie et à atténuer les risques au sein du secteur financier.

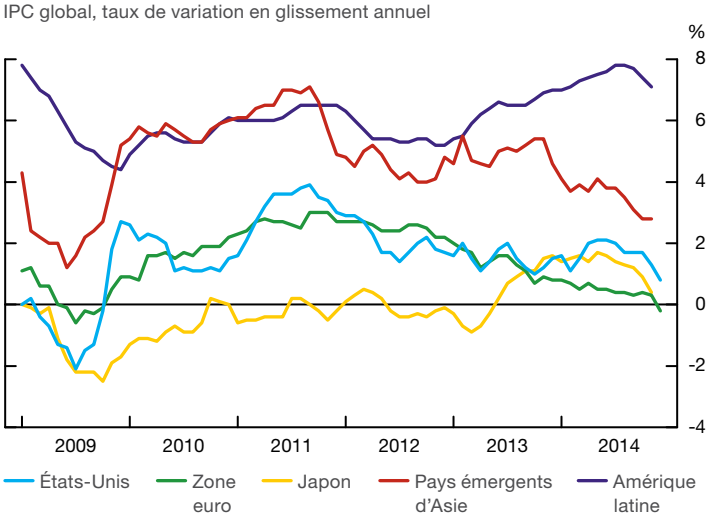
La chute des prix du pétrole a un effet négatif net sur les pays qui en exportent, parce qu'elle entraîne une détérioration de leurs termes de l'échange ainsi qu'une diminution des investissements et des recettes de l'État. Cependant, elle exerce aussi des pressions à la baisse sur la monnaie de ces pays, ce qui aide à atténuer les répercussions défavorables sur leur économie.

Dans certains pays émergents exportateurs de pétrole, le repli marqué des prix a profondément perturbé les marchés financiers, provoquant des sorties de capitaux, un creusement important des écarts de taux entre les titres souverains, ainsi qu'une dépréciation notable de la monnaie et une volatilité intense sur les marchés des changes. Ces perturbations ont été particulièrement vives en Russie, où les bas prix du pétrole sont venus aggraver les difficultés causées par les sanctions économiques. Il existe un risque que cette agitation des marchés financiers se propage à d'autres pays exportateurs de pétrole, voire à d'autres pays émergents, ce qui assombrirait les perspectives de croissance de leur économie.

Le recul des prix du pétrole fera baisser l'inflation globale partout, dans un contexte de capacités excédentaires persistantes et de tensions inflationnistes modérées à l'échelle mondiale (**Graphique 6**). L'incidence de ce recul sur l'inflation est particulièrement importante pour la zone euro, où l'inflation globale est descendue sous zéro, accroissant le risque de désancrage des attentes d'inflation.

Graphique 6 : L'inflation demeure modérée dans la plupart des régions du monde, en particulier dans la zone euro

IPC global, taux de variation en glissement annuel



Nota : Depuis avril 2014, l'inflation au Japon a été réduite de deux points de pourcentage à la lumière des estimations faites par la Banque du Japon de l'effet de la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat, Banque du Japon, ministère des Affaires intérieures et des Communications (Japon) et Fonds monétaire international

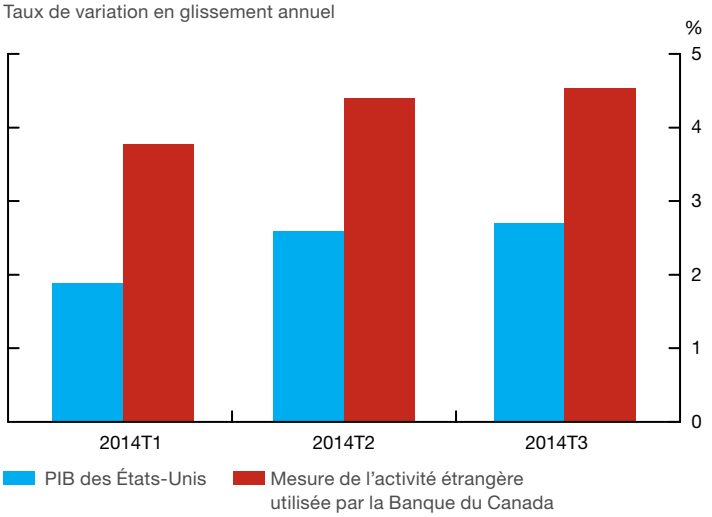
Dernières observations : décembre 2014 (zone euro et États-Unis) et novembre 2014 (autres pays)

L'amélioration des facteurs fondamentaux se poursuit aux États-Unis

L'économie américaine s'est renforcée tout au long de 2014 (**Graphique 7**). Bien que l'activité repose encore sur la politique monétaire expansionniste en cours, les facteurs fondamentaux s'améliorent, ce qui devrait se traduire par de nouveaux gains au chapitre de la demande intérieure privée aux États-Unis. La hausse des investissements des entreprises indique un regain de confiance. Les conditions du crédit, autres que les prêts à l'habitation (pour le financement automobile, par exemple), se sont

Graphique 7 : L'activité économique s'est raffermie aux États-Unis, ce qui a stimulé la demande d'exportations canadiennes

Taux de variation en glissement annuel



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et Banque du Canada

Dernière observation : 2014T3

beaucoup assouplies. De plus, en 2015, les dépenses publiques devraient recommencer à augmenter sur une base annuelle, pour la première fois en cinq ans.

Le marché américain du travail affiche une meilleure tenue. Il s'est créé en moyenne près de 250 000 emplois par mois en 2014, le taux de chômage a fléchi, et d'autres indicateurs du marché du travail, y compris celui utilisé par la Banque pour les États-Unis, montrent une amélioration.

Le repli des cours pétroliers stimulera davantage l'activité économique. L'incidence estimative d'un recul des prix du pétrole du niveau d'environ 110 dollars É.-U. atteint en juin 2014 à celui de 60 dollars É.-U. postulé dans le scénario de référence serait le relèvement du niveau du PIB des États-Unis de quelque 1 % d'ici la fin de 2016.

Dans l'ensemble, les perspectives concernant l'économie américaine sont plus encourageantes qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, en raison de la croissance récente plus vigoureuse que prévu aux États-Unis et de la chute des prix du pétrole, que vient contrebalancer en partie l'appréciation du dollar É.-U. ces derniers mois.

On s'attend à des divergences dans l'orientation des politiques monétaires

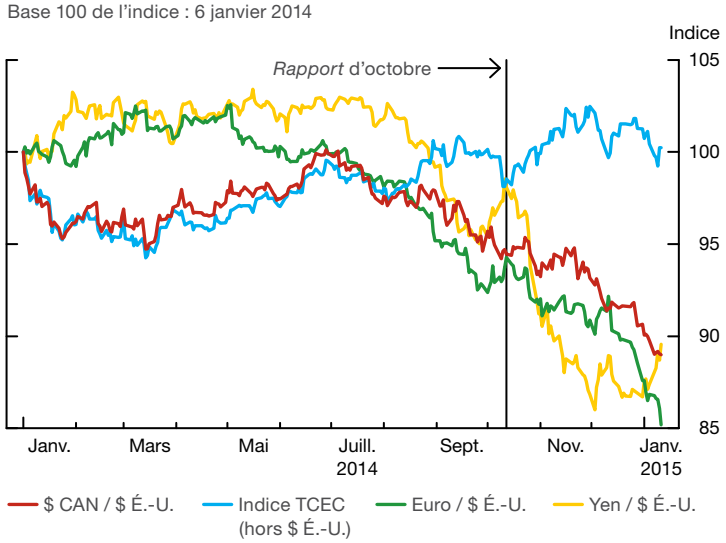
L'expansion économique dans la zone euro et au Japon a fléchi, ce qui s'est traduit par la mise en œuvre de nouvelles mesures de relance et par l'attente d'autres actions. Les deux économies profiteront du recul des prix du pétrole et de la dépréciation de la monnaie, mais ces effets seront atténués par le climat économique morose et incertain. La croissance dans la zone euro restera vraisemblablement anémique, en raison des niveaux d'endettement élevés, des conditions du crédit restrictives et de l'atonie du marché du travail. Au Japon, l'activité étonnamment faible au troisième trimestre a amené la Banque du Japon à renforcer son programme d'assouplissement quantitatif, et l'État, à reporter la majoration prévue de la taxe de vente ainsi qu'à mettre en place de nouveaux stimulants budgétaires. Compte tenu de ces mesures, du repli des prix du pétrole et de l'affaiblissement du yen, la Banque a révisé à la hausse les perspectives de croissance de l'économie japonaise pour 2016, mais elles demeurent modestes.

Du fait de ces évolutions, les divergences entre les politiques monétaires des grandes économies avancées devraient s'accentuer. Les marchés s'attendent à ce que la Banque centrale européenne et la Banque du Japon mettent en place des politiques non traditionnelles pour une période prolongée. En revanche, on prévoit que la Réserve fédérale américaine commencera à normaliser sa politique monétaire en 2015, puisque l'économie du pays continue de se redresser. Ces orientations différentes anticipées ont exercé de nouvelles pressions à la baisse sur les grandes monnaies par rapport au dollar É.-U. Par exemple, l'euro et le yen ont reculé d'environ 10 % par rapport au dollar É.-U. depuis octobre (**Graphique 8**). La faiblesse prévue de l'inflation et l'adoption attendue d'autres mesures de politique monétaire dans certaines économies avancées, conjuguées à la demande accrue d'actifs sûrs (attribuable à l'incertitude liée à la situation géopolitique, à la conjoncture macroéconomique et aux prix du pétrole), ont encore fait baisser les rendements des obligations d'État à long terme dans les économies avancées depuis octobre (**Graphique 9**). Ces taux ont touché de nouveaux creux historiques dans de nombreux pays.

Depuis octobre, le dollar canadien s'est déprécié par rapport au dollar É.-U. du fait de la chute des cours pétroliers et de la vigueur généralisée de la monnaie américaine, mais il n'a guère changé par rapport aux monnaies des autres principaux partenaires commerciaux du pays. Par convention, aux fins de l'établissement de la projection économique, la Banque postule que le dollar canadien se situera près du niveau moyen observé récemment, soit 86 cents, durant la période de projection, comparativement au niveau de 89 cents postulé en octobre.

Graphique 8 : La force généralisée du dollar américain témoigne de la relative amélioration des perspectives de croissance aux États-Unis

Base 100 de l'indice : 6 janvier 2014



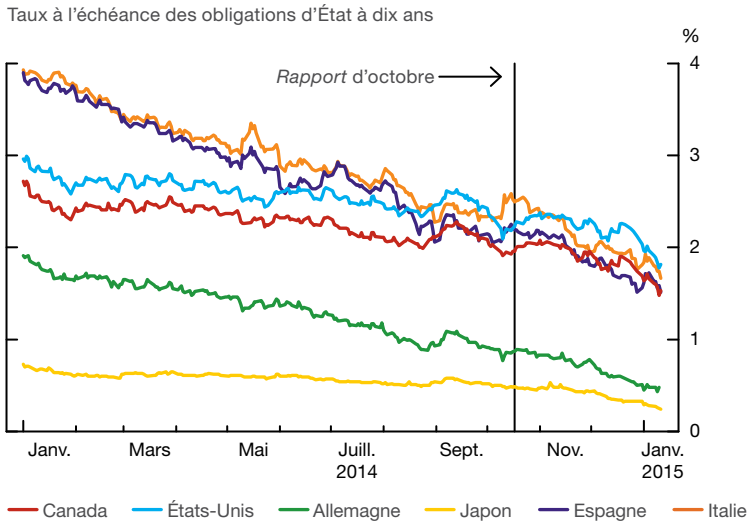
Nota : L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada. Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Sources : Banque du Canada, Banque centrale européenne, et Banque du Japon

Dernière observation : 16 janvier 2015

Graphique 9 : Les taux d'intérêt des obligations d'État à long terme ont diminué dans les économies avancées

Taux à l'échéance des obligations d'État à dix ans



Source : Reuters

Dernière observation : 16 janvier 2015

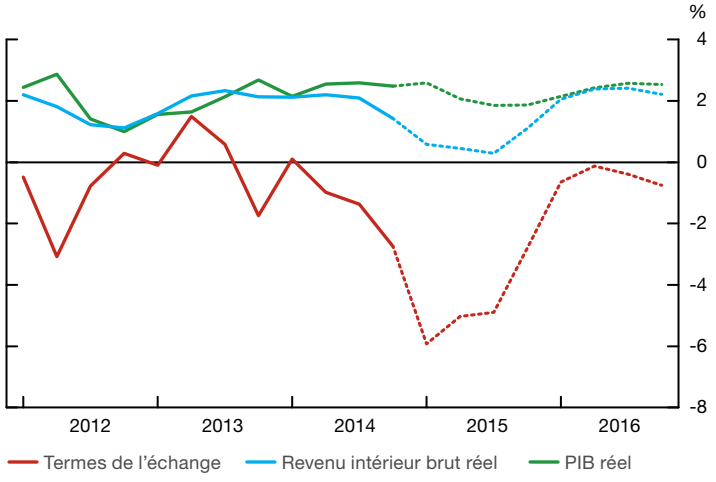
L'économie canadienne

L'inflation au Canada est demeurée près de la cible de 2 % au cours des derniers trimestres. L'inflation mesurée par l'indice de référence est alimentée temporairement par certains facteurs sectoriels et les répercussions de la dépréciation du dollar canadien, qui font contrepoids aux pressions désinflationnistes exercées par la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie et les effets de la concurrence dans le commerce de détail. L'inflation mesurée par l'IPC global a sensiblement fléchi en novembre, en raison des prix plus bas de l'énergie, et chutera encore considérablement dans les mois à venir.

La forte baisse des prix du pétrole pèsera de façon marquée sur l'économie canadienne (**Graphique 10**). Bien que la croissance du PIB réel ait été solide et plus équilibrée ces derniers trimestres, elle devrait ralentir à court terme, les investissements dans le secteur de l'énergie réagissant rapidement aux cours plus bas du pétrole. Par ailleurs, l'affaiblissement des termes de l'échange du Canada aura un effet défavorable sur les revenus et la richesse, et influera de ce fait sur la consommation et les finances publiques. Les conséquences négatives des prix plus bas du pétrole seront graduellement atténuées par la croissance plus vive aux États-Unis, le niveau plus faible du dollar canadien et l'incidence bénéfique des cours moins élevés du pétrole sur l'expansion de l'économie mondiale.

Graphique 10 : La récente chute des cours du pétrole pèsera de façon marquée sur l'économie canadienne

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Étant donné la rapidité et l'ampleur du recul des cours du pétrole, il existe une incertitude substantielle quant au niveau probable de ces derniers et à leur effet sur les perspectives économiques du Canada.

Compte tenu de cette incertitude, la Banque prévoit dans son scénario de référence qu'au premier semestre de 2015, la croissance du PIB réel ralentira pour avoisiner 1 1/2 % et la marge de capacités excédentaires s'accentuera quelque peu. La Banque s'attend à ce que l'économie se raffermisse graduellement, à partir du second semestre de 2015, l'écart de production se résorbant vers la fin de 2016, soit un peu plus tard qu'elle l'escomptait en octobre.

Par rapport aux prévisions d'octobre, le taux de croissance en glissement annuel du PIB réel au quatrième trimestre de 2015 a été revu à la baisse de 0,5 point de pourcentage, à 1,9 %. Au quatrième trimestre de 2016, la croissance a été révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage, à 2,5 %.

Bien que l'inflation mesurée par l'IPC global soit censée chuter par suite de la baisse des prix de l'énergie, et se situer temporairement en deçà de la fourchette de maîtrise de l'inflation en 2015, la Banque s'attend à ce qu'elle remonte à la cible l'année suivante. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait fléchir à court terme et rester près de 2 % durant la période de projection.

L'inflation est demeurée près de 2 % ces derniers trimestres

L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence s'est maintenue près de 2 % ces derniers trimestres, soit à environ un point de pourcentage de plus qu'un an auparavant. L'accroissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence durant la dernière année est attribuable en grande partie à des facteurs sectoriels et aux effets temporaires du niveau plus faible du dollar canadien[2]. Même si l'on ne tient pas compte de ces facteurs, l'inflation sous-jacente a affiché un léger mouvement à la hausse, qui cadre avec la récente tendance indiquée par les autres mesures de l'inflation fondamentale (**Graphique 11**).

Des facteurs sectoriels font augmenter temporairement l'inflation mesurée par l'indice de référence d'environ 0,3 point de pourcentage. Les plus importants de ces facteurs sont les prix de la viande et des communications, qui ensemble ajoutent au taux de variation de l'indice de référence 0,4 point de pourcentage de plus que leur contribution moyenne historique (**Graphique 12**). Des contraintes continues touchant l'offre de bovins ont empêché l'inflation des prix de la viande de s'atténuer. En revanche, les prix des voyages organisés ont nettement diminué en novembre, ce qui a fait baisser l'inflation mesurée par l'indice de référence d'à peu près 0,1 point de pourcentage.

Selon les estimations de la Banque, l'incidence de la dépréciation du taux de change ajoute actuellement de 0,2 à 0,3 point de pourcentage environ à l'inflation mesurée par l'indice de référence[3]. Les répercussions des variations du taux de change sont difficiles à estimer avec précision, et ce, pour au moins deux raisons. En premier lieu, les activités de couverture ont empêché certains prix de laisser transparaître immédiatement le plein effet des mouvements de change. En second lieu, il est difficile de faire la

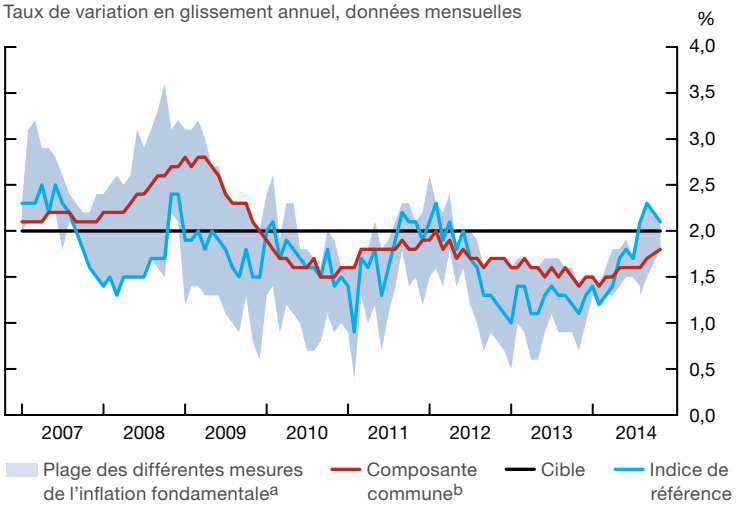
2 Bien que la viande, les communications, les vêtements et les chaussures ne représentent que 12 % du panier servant au calcul de l'indice de référence, ils interviennent pour près des deux tiers dans la hausse en glissement annuel de l'inflation mesurée par cet indice depuis le quatrième trimestre de 2013.

3 L'incidence sur l'inflation mesurée par l'IPC global est estimée être de 0,4 à 0,5 point de pourcentage environ.

distinction entre l'incidence des variations du taux de change sur les prix et les effets de la concurrence dans le commerce de détail, puisque ces deux facteurs influent généralement sur les mêmes catégories de biens à forte teneur en importations. Néanmoins, une comparaison de l'évolution des prix au Canada et aux États-Unis tend à confirmer notre évaluation des répercussions des variations du taux de change (**Graphique 13**).

Graphique 11 : Les différentes mesures de l'inflation fondamentale affichent une hausse

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



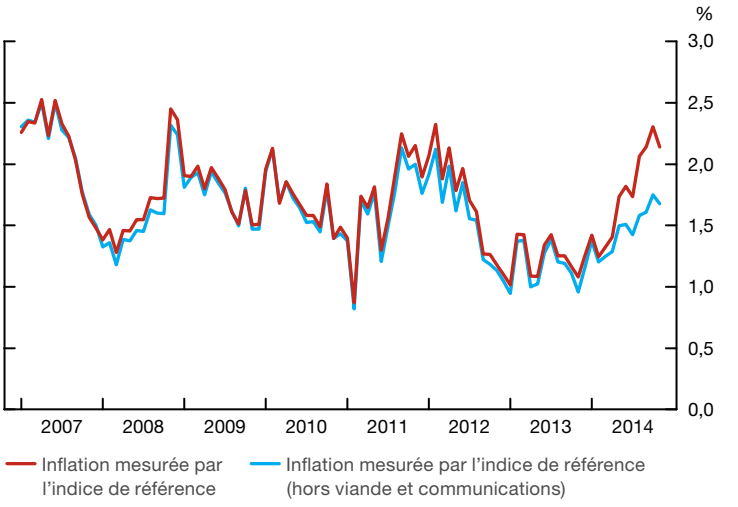
a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin, *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail nº 2013-35, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : novembre 2014

Graphique 12 : Les prix de la viande et des communications stimulent considérablement l'inflation mesurée par l'indice de référence

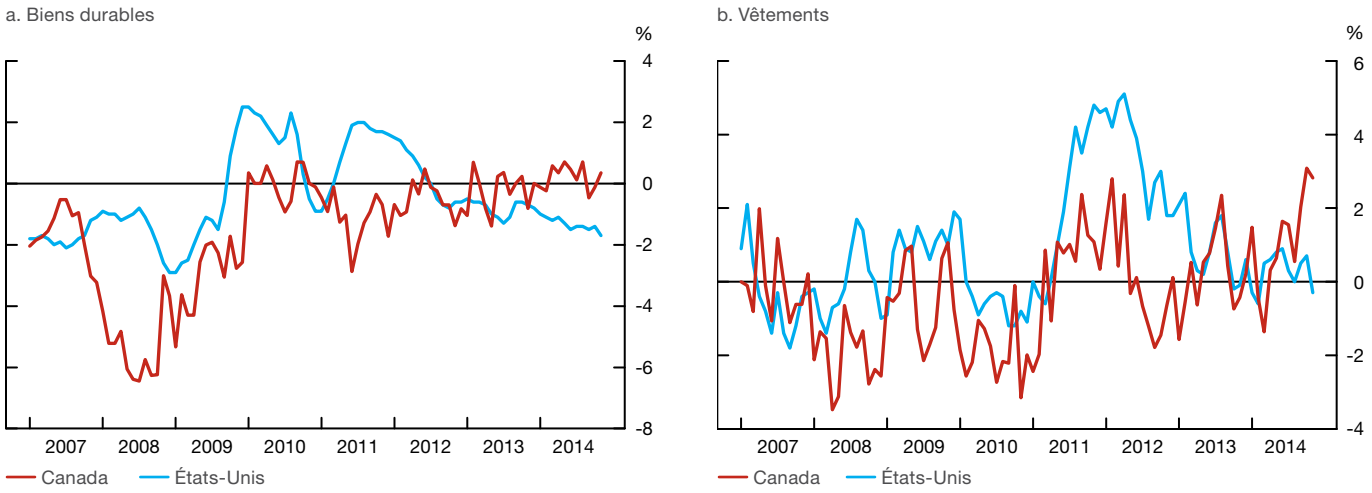
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : novembre 2014

Graphique 13 : Les hausses de prix récentes des biens durables et des vêtements ont été plus marquées au Canada qu'aux États-Unis

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Bureau des statistiques du travail des États-Unis

Dernière observation : novembre 2014

La concurrence dans le commerce de détail et la marge persistante de capacités excédentaires au sein de l'économie exercent un effet modérateur sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. La Banque estime que cette dernière serait d'environ 0,3 à 0,4 point de pourcentage plus élevée sans leurs effets conjugués.

L'inflation mesurée par l'IPC global au quatrième trimestre de 2014 est estimée avoir été de 0,2 point de pourcentage inférieure à ce qui était prévu en octobre. Cette révision à la baisse tient aux prix de l'énergie plus faibles qu'escompté associés à la chute des cours du pétrole[4].

L'économie affiche encore une marge notable de capacités excédentaires

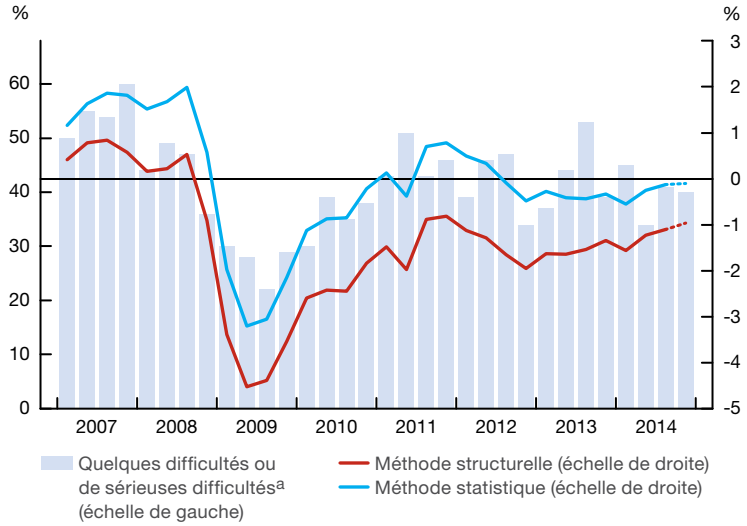
Au troisième trimestre, le PIB réel a progressé plus rapidement que ce qui était anticipé en octobre, à la faveur de nouveaux gains solides au chapitre des dépenses des ménages et des exportations ainsi que d'un rebond des investissements des entreprises. D'après les estimations de la Banque, le PIB réel s'est accru d'environ 2 1/2 % au quatrième trimestre.

Le taux de croissance supérieur aux attentes observé récemment, combiné aux importantes révisions à la hausse des données historiques remontant jusqu'en 2011, a pour effet net que le niveau du PIB réel et celui de la production potentielle au quatrième trimestre de 2014 sont maintenant estimés être de 0,9 % et de 0,7 % plus élevés, respectivement, qu'on ne l'avait postulé en octobre.

Les trois principaux indicateurs dont se sert la Banque pour évaluer l'ensemble des pressions sur la capacité fondée sur la production continuent de témoigner d'une certaine marge de capacités excédentaires, mais envoient des signaux différents quant à l'ampleur de cette dernière (**Graphique 14**).

4 Le recul observé depuis juin des cours du pétrole, exprimés en dollars américains, a contribué à réduire l'inflation mesurée par l'IPC global d'environ 0,8 point de pourcentage.

Graphique 14 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge notable de capacités excédentaires



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.

Nota : Pour le quatrième trimestre de 2014, la valeur estimée de l'écart se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel).

Source : Banque du Canada — Dernière valeur du graphique : 2014T4

Tant les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque que la mesure statistique de l'écart de production donnent à penser que celui-ci est très mince, alors que l'estimation structurelle de cet écart porte à croire qu'il est plus grand, soit d'environ 1 %[5].

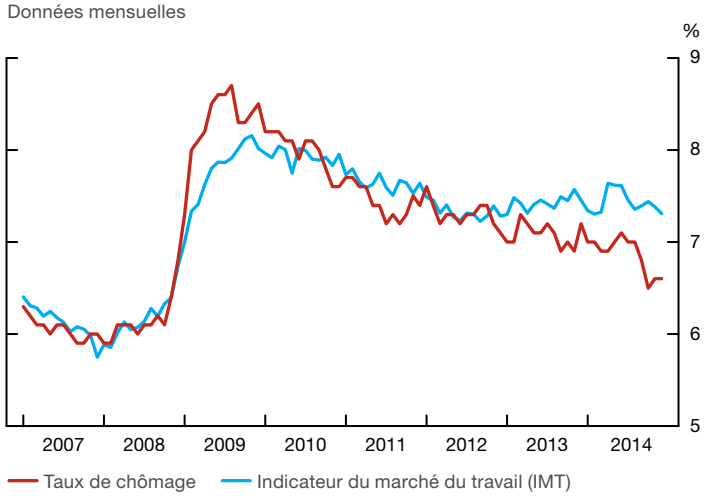
De nombreux indicateurs du marché du travail font ressortir une marge importante de ressources inutilisées au sein de l'économie. Par exemple, l'estimation structurelle de l'écart du facteur travail se situe actuellement autour de –1 1/2 %. L'indicateur exhaustif de la tenue du marché du travail mis au point par la Banque (IMT)[6] continue d'osciller à l'intérieur de la plage des valeurs observées depuis plusieurs années, ce qui laisse entrevoir à la fois une plus grande marge de ressources inutilisées sur le marché du travail et une amélioration moins importante des conditions de ce marché que ne le signale le taux de chômage (**Graphique 15**). Par rapport au taux de chômage, l'amélioration de l'IMT a été bridée par d'autres évolutions sur le marché du travail : le chômage à long terme se situe encore près de son sommet d'après la crise, le nombre moyen d'heures travaillées demeure bas et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi

5 L'estimation structurelle de l'écart de production désigne le cadre intégré, tandis que l'estimation statistique s'entend du filtre multivarié élargi. Pour plus de précisions sur ces méthodes d'évaluation, voir L. Pichette, P. St-Amant, B. Tomlin et K. Anoma (2015), *Measuring Potential Output at the Bank of Canada: The Extended Multivariate Filter and the Integrated Framework*, document d'analyse nº 2015-1, Banque du Canada. On trouvera ces deux estimations de l'écart de production dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/taux/indicateurs/pressions-capacite-inflation/.

6 On peut maintenant consulter cet indicateur dans le site Web de la Banque.

Graphique 15 : La marge de ressources inutilisées sur le marché du travail est plus importante que ne l'indique le taux de chômage

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : décembre 2014

à temps partiel reste élevé[7]. Autre signe des difficultés persistantes sur le marché du travail : le taux d'activité est faible par rapport à ce que laisseraient supposer les seules forces démographiques[8]. Les hausses de salaire sont modérées, les pressions sur l'inflation étant atténuées par le redressement robuste de la productivité du travail en 2014 (**Graphique 16**).

Les mesures de l'utilisation du stock de capital existant révèlent la présence de capacités excédentaires moins importantes, ainsi qu'on s'y attendrait compte tenu des forces destructrices qui accompagnent les récessions plus longues et plus persistantes, comme celle qui a récemment sévi à l'échelle mondiale[9]. L'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier a encore augmenté au troisième trimestre, pour se chiffrer aux alentours de 84 %, soit au-dessus de sa moyenne de long terme (environ 81 %). Ce niveau d'utilisation élevé fait suite à une période d'ajustement difficile pour ce secteur et cadre, en ce qui le concerne, avec l'amorce d'une phase de reconstruction. Selon les réponses recueillies lors de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises, les firmes qui bénéficient du renforcement de la demande américaine et de l'amélioration des exportations ont commencé à ressentir des pressions sur leur capacité de production. Au cours de la dernière année, par exemple, une part grandissante d'exportateurs a évoqué des contraintes relatives à la capacité physique comme obstacle à leur aptitude à répondre à une hausse soudaine de la demande ou des ventes.

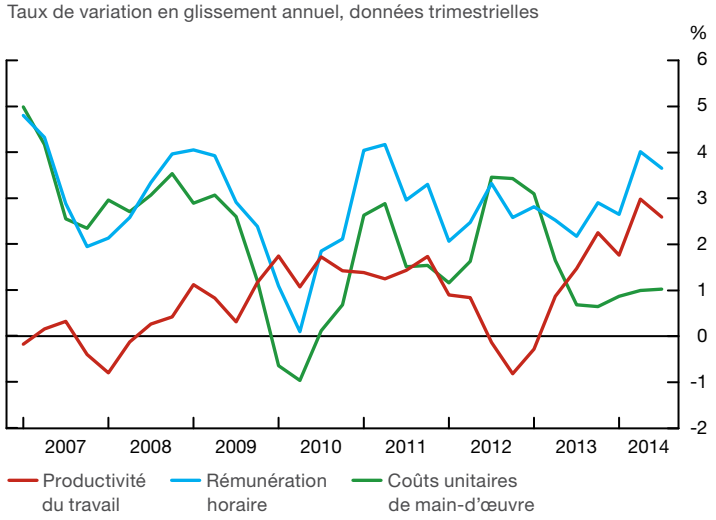
7 Des hausses du travail à temps partiel involontaire ont été enregistrées pour toutes les tranches d'âge et étaient à l'origine de la quasi-totalité de l'augmentation de la part de l'emploi à temps partiel. Pour un complément d'information sur l'évolution des taux d'activité et de l'emploi à temps partiel pour les diverses tranches d'âge et dans les différentes régions, voir C. Cheung, D. Granovsky et G. Velasco, *Changing Labour Market Participation Since the Great Recession: A Regional Perspective*, document d'analyse, Banque du Canada, à paraître.

8 Le taux d'activité des travailleurs dans la force de l'âge (de 25 à 54 ans) a fortement chuté en 2014, ce qui donne à penser qu'au moins une partie de la baisse du taux de participation n'est pas liée aux forces démographiques. Le taux d'activité des jeunes a quant à lui augmenté, mais il demeure bien en deçà des niveaux d'avant la récession.

9 Pour une analyse des ajustements du capital et du facteur travail au cours d'une récession, y compris la reconstruction après une récession plus persistante et destructrice, voir l'Encadré 1 de la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 16 : La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre demeure modérée

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2014T3

À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et de l'incertitude entourant toute estimation ponctuelle, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires se situait entre 1/4 et 1 1/4 % au quatrième trimestre. Cette fourchette laisse entrevoir un excédent de capacités d'environ 1/4 de point de pourcentage moins élevé pour le troisième trimestre qu'on ne l'estimait en octobre.

Un profil d'évolution plus bas des cours du pétrole pèsera de façon importante sur l'économie canadienne

Le profil d'évolution considérablement plus bas des cours du pétrole aura des conséquences indéniablement négatives pour l'économie canadienne en 2015 et dans les années suivantes (voir l'**Annexe**).

À court terme, on prévoit que la croissance du PIB réel ralentira pour descendre en deçà du rythme de croissance de la production potentielle et que le taux de chômage augmentera, sous l'effet d'une contraction rapide des investissements dans le secteur de l'énergie — causée par les cours plus faibles du pétrole — et de la modération de l'activité sur le marché du logement des régions où le secteur de l'énergie est fortement présent. Au premier semestre de 2015, la croissance devrait avoisiner en moyenne 1 1/2 %, ce qui est nettement inférieur au taux de quelque 2 1/2 % qui était anticipé en octobre. Pour illustrer le degré d'incertitude relative à l'hypothèse que pose la Banque dans son scénario de référence concernant les prix du pétrole, si ces derniers demeuraient aux alentours de 50 dollars É.-U. le baril (plutôt que 60 dollars É.-U. le baril comme on le postule dans le scénario de référence), la croissance du PIB réel diminuerait pour s'établir autour de 1 1/4 % au premier semestre de 2015. D'ici la fin de l'année, l'écart de production se creuserait d'environ 1/4 de point de pourcentage de plus.

Les prix moins élevés du pétrole ont pour effet d'annuler environ le tiers de la progression des revenus associée à l'amélioration des termes de l'échange du Canada depuis 2002, ce qui pèsera sur la consommation et les finances publiques durant la période de projection. Au cours de cette période, les répercussions négatives des cours pétroliers plus faibles sur

l'économie canadienne seront graduellement contrebalancées par d'autres effets de ces variations des prix, notamment leur incidence positive nette sur l'économie mondiale — particulièrement l'économie américaine — et la dépréciation du dollar canadien.

La croissance du PIB réel devrait remonter à environ 2 1/4 % au second semestre de 2015, puis poursuivre sa progression pour atteindre quelque 2 1/2 % en moyenne en 2016. La Banque s'attend à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime vers la fin de 2016, soit un peu plus tard qu'elle le prévoyait en octobre (**Tableau 2** et **Tableau 3**, et **Graphique 17**).

Bien que l'incidence nette des cours plus bas du pétrole sur l'économie canadienne soit négative, les effets devraient varier grandement d'une région et d'un secteur à l'autre. Les cours pétroliers moins élevés entraîneront une réduction des investissements des industries énergétiques, brideront l'activité sur le marché du logement des régions où le secteur de l'énergie est fortement présent et inciteront dans une certaine mesure les ménages dont le revenu est tributaire du secteur pétrolier à se constituer

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a, b]

	2013	2014	2015	2016
Consommation	1,4 (1,3)	1,5 (1,4)	1,3 (1,3)	1,0 (1,1)
Logement	0,0 (0,0)	0,2 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0 (-0,1)
Administrations publiques	0,0 (0,1)	0,0 (-0,1)	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (0,4)	0,7 (0,9)
Total partiel : demande intérieure finale	1,6 (1,5)	1,6 (1,3)	1,4 (1,9)	2,0 (2,2)
Exportations	0,6 (0,7)	1,6 (1,5)	1,2 (1,3)	1,3 (1,1)
Importations	-0,4 (-0,4)	-0,5 (-0,5)	-0,5 (-0,8)	-0,9 (-1,0)
Total partiel : exportations nettes	0,2 (0,3)	1,1 (1,0)	0,7 (0,5)	0,4 (0,1)
Stocks	0,2 (0,2)	-0,3 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	2,0 (2,0)	2,4 (2,3)	2,1 (2,4)	2,4 (2,3)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,1 (2,0)	2,0 (1,8)	0,6 (1,7)	2,3 (2,5)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

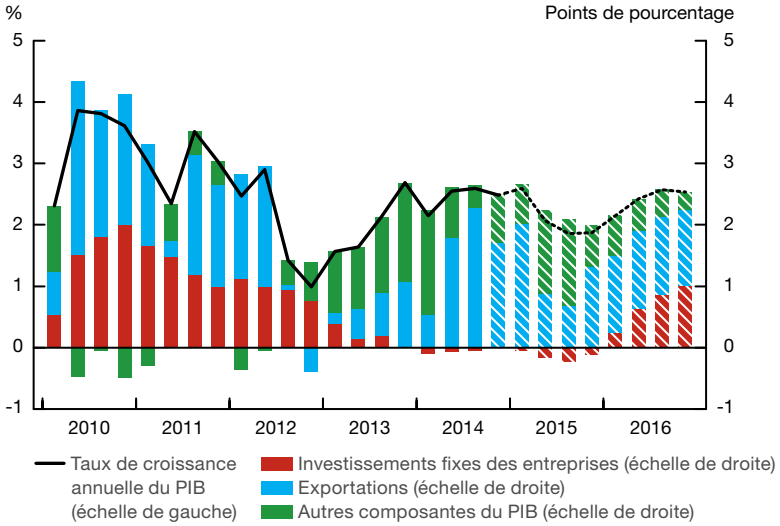
Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2013	2014				2015				2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,9 (2,7)	1,0 (0,9)	3,6 (3,1)	2,8 (2,3)	2,5 (2,5)	1,5 (2,4)	1,5 (2,4)	2,0 (2,4)	2,5 (2,4)	2,6 (2,3)	2,6 (2,3)	2,6 (2,2)	2,3 (2,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,7)	2,1 (2,1)	2,5 (2,5)	2,6 (2,3)	2,5 (2,2)	2,6 (2,6)	2,1 (2,4)	1,9 (2,4)	1,9 (2,4)	2,1 (2,4)	2,4 (2,4)	2,6 (2,3)	2,5 (2,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,7 (1,7)	2,0 (2,0)	2,2 (2,1)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,9 (0,9)	1,4 (1,4)	2,2 (2,2)	2,0 (2,0)	2,0 (2,2)	0,5 (1,6)	0,3 (1,4)	0,5 (1,5)	1,2 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'octobre 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des cours au comptant depuis le début de décembre.

Graphique 17 : La croissance du PIB réel devrait ralentir au premier semestre de 2015

Contribution à la croissance du PIB réel; moyenne mobile sur quatre trimestres



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

une épargne de précaution. À l'inverse, le secteur manufacturier profitera de la demande plus vigoureuse aux États-Unis, des coûts d'expédition moins élevés et du niveau plus faible du dollar canadien.

Si le récent repli des cours du pétrole s'avérait durable, on pourrait assister à un déplacement persistant des investissements et des emplois au détriment des secteurs et des régions énergétiques, ce qui inverserait en partie l'ajustement structurel qui s'était opéré précédemment dans l'économie canadienne.

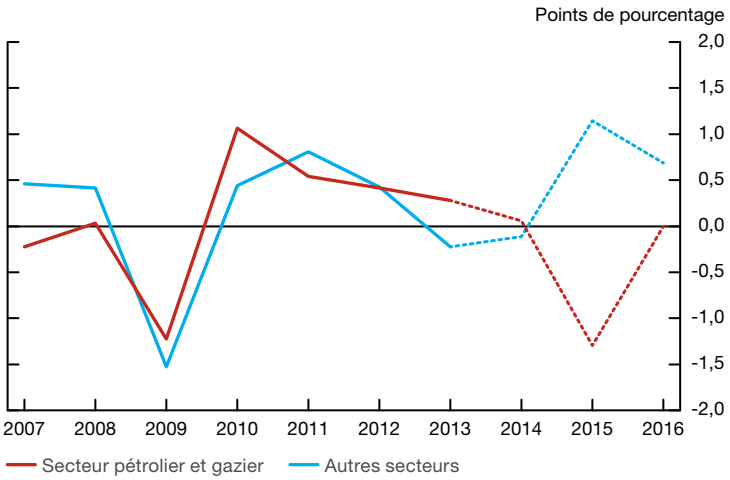
La plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises fournit des renseignements sur les réactions préliminaires des firmes à ce choc. Le solde des opinions concernant la croissance future des ventes ainsi que les intentions d'embauche et de dépenses en immobilisations est plus faible que dans l'enquête précédente. Les répondants font également état d'un niveau d'incertitude plus élevé à l'égard de l'économie. Comme on peut s'en douter, les réponses des entreprises des Prairies sont particulièrement négatives. En revanche, l'humeur des exportateurs a continué de s'améliorer, les entreprises manufacturières se montrant plus positives que celles des autres secteurs en ce qui concerne leurs intentions d'investissement et l'emploi.

Les répercussions les plus importantes des prix plus faibles du pétrole se feront sentir sur les investissements fixes des entreprises

Si les investissements des entreprises ont affiché certains signes encourageants au troisième trimestre de 2014, les perspectives à court terme semblent beaucoup moins favorables. À brève échéance, l'incidence la plus significative des cours moins élevés du pétrole sur le PIB réel du Canada devrait découler d'un recul des investissements dans le secteur pétrolier et gazier, qui, selon les prévisions actuelles, devraient chuter d'environ 30 % en 2015 et demeurer pratiquement inchangés en 2016 (**Graphique 18**). À elle seule, cette baisse entraînerait un repli de quelque 10 % des investissements des entreprises.

Graphique 18 : Les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient connaître une baisse marquée

Investissements fixes des entreprises; contribution à la croissance du PIB réel, données annuelles



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

Les renseignements recueillis lors d'entrevues réalisées par des membres du personnel de la Banque en novembre et décembre 2014 auprès d'entreprises du secteur de l'énergie donnent à penser que les cours plus bas du pétrole se répercutent assez rapidement sur l'investissement, les firmes réduisant déjà l'ampleur des projets qui étaient prévus pour 2015 (**Encadré 1**). Pour un grand nombre de projets, les prix du pétrole se situent aujourd'hui en deçà du seuil actuel de rentabilité sur l'ensemble du cycle[10]. Des contraintes financières semblent aussi jouer un rôle non négligeable. Il est également probable que les conséquences négatives du choc des prix du pétrole se transmettront aux entreprises qui soutiennent le secteur pétrolier, notamment les transporteurs ferroviaires.

Le rythme de croissance de la production et des exportations canadiennes d'énergie devrait ralentir sous l'effet des prix du pétrole plus bas. Selon les prévisions actuelles, les exportations d'énergie afficheront un taux d'expansion annuel moyen d'environ 1 %, comparativement à quelque 6 % en 2014.

Les exportations hors énergie continuent de progresser

Les exportations de produits non énergétiques ont rebondi au cours de la dernière année, la croissance demeurant forte au troisième trimestre de 2014. La croissance de ces exportations est particulièrement évidente dans les catégories plus sensibles aux mouvements de change (**Graphique 19**). La reprise des exportations hors énergie devrait se poursuivre durant la période de projection, à la faveur du niveau moins élevé du dollar canadien et de l'activité étrangère accrue.

10 Les coûts des projets sur l'ensemble du cycle incluent les charges associées aux acquisitions de terrains, à l'ingénierie, à la construction et à la modularisation des infrastructures ainsi qu'au démarrage des projets, de même que les charges d'exploitation, les frais généraux et administratifs, les impôts et les réinvestissements de maintien.

Encadré 1

Investissements dans le secteur du pétrole et du gaz : le point de vue des acteurs

À l'occasion d'entretiens menés par la Banque en novembre et en décembre avec des sociétés d'énergie, celles-ci ont mis l'accent sur un certain nombre de déterminants de leurs dépenses d'investissement. Les prix à court terme, des considérations liées aux bilans et l'accès au financement ainsi que les questions de coûts en général ont été les facteurs les plus souvent cités à cet égard (**Graphique 1-A**). Ces facteurs ont une incidence plus prononcée sur les plans d'investissement des petites et moyennes entreprises, dont les activités se concentrent sur des projets de plus courte durée, que sur ceux des grandes qui exploitent des gisements de sables bitumineux sur le long terme.

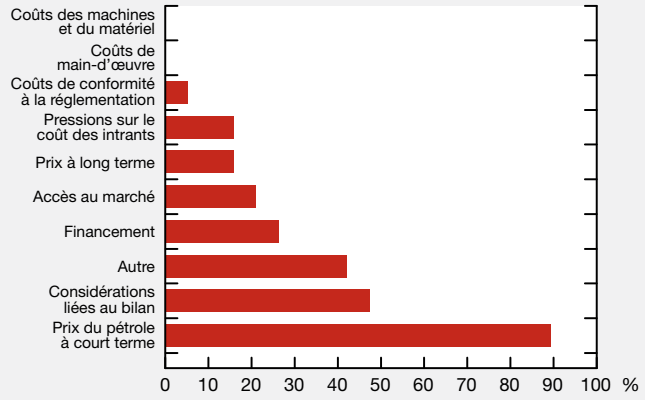
Les prix à court terme ont presque invariablement été évoqués comme le facteur ayant le plus influencé les décisions au moment où les entreprises ont établi leurs plans de dépenses en capital pour 2015. La quasi-unanimité avec laquelle les entreprises énergétiques, même les plus importantes dont les projets ont une longue durée de vie, ont cité les prix de l'énergie à court terme comme le principal déterminant des plans de dépenses en capital dénote la rapidité et l'ampleur inattendues du recul des cours pétroliers.

Des considérations bilancielles et l'accès au financement sont deux autres aspects importants dont l'incidence sur les dépenses d'investissement à court terme a été relevée. Devant la baisse des prix, nombreuses sont les entreprises énergétiques qui ont adopté une attitude de prudence dans le but de protéger leur bilan et d'assurer la continuité de leurs activités et leur survie. Ne sachant ce que l'avenir leur réservait, elles ont délaissé les dépenses en capital, préférant préserver leur trésorerie.

Les sociétés ont aussi déclaré que le recul des prix des hydrocarbures avait entraîné un durcissement des conditions de financement sur les marchés de capitaux auxquels le secteur énergétique fait appel habituellement, et beaucoup d'entreprises ont indiqué que le financement externe était devenu trop coûteux ou qu'elles n'y avaient plus accès. Ce phénomène est particulièrement manifeste dans le cas des producteurs de petite et moyenne taille et de ceux qui sont en général plus lourdement endettés. La capacité d'investissement de ces firmes s'en trouve nettement compromise, même dans les projets viables, puisqu'elles disposent d'entrées de trésorerie considérablement réduites pour financer leurs activités. Cette situation touche surtout les producteurs autres que les exploitants de sables bitumineux, car ils doivent investir chaque année dans de nouveaux forages pour compenser le déclin parfois marqué de leur production.

Graphique 1-A : Les prix du pétrole à court terme sont le facteur influant sur les dépenses d'investissement en 2015 le plus souvent cité

Pourcentage des entreprises



Source : Banque du Canada

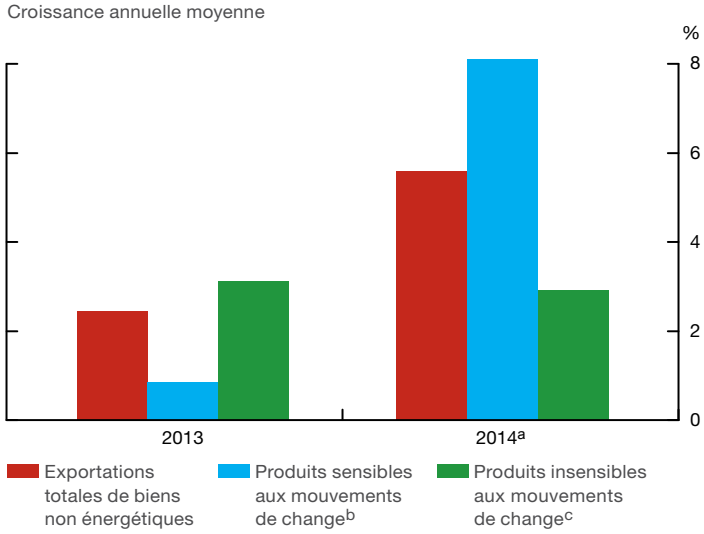
Un certain nombre d'entreprises signalent aussi que la hausse du coût des intrants est devenue une source de préoccupations pour l'industrie. Aux prises avec des cours plus faibles et une demande plus basse, les entreprises prévoient réduire l'ensemble de leur structure de coûts. Les compressions des dépenses en capital traduisent ainsi à la fois une réduction du nombre de projets ainsi qu'une diminution des dépenses dans les projets retenus.

Les opérations de couverture ne semblent pas mettre les plans d'investissement des exploitants à l'abri des effets néfastes de la détente des prix pétroliers. Pratique courante dans l'industrie, le recours à ce genre d'opérations contribue à réduire l'exposition de la poursuite des activités au risque de chute des cours. Toutefois, les entreprises qui multiplient les opérations de couverture signalent en général avoir effectué dans leurs dépenses d'investissement budgétées des coupes comparables à celles faites par les firmes qui ne procèdent pas à ce genre d'opérations.

Dans l'ensemble, la réduction prévue de près de 30 % des dépenses d'investissement dans le secteur du pétrole et du gaz en 2015 témoigne d'un recalibrage des attentes des entreprises à l'égard des cours des hydrocarbures pour l'année en cours et les années suivantes. En novembre et en décembre, bon nombre de sociétés estimaient que les prix du pétrole se redresseraient à moyen terme. Cette anticipation empêche les intentions d'investissement de connaître un recul encore plus marqué.

Graphique 19 : Le dynamisme des exportations hors énergie a été particulièrement évident dans les catégories de produits plus sensibles aux mouvements de change

Croissance annuelle moyenne



a. De janvier à novembre 2014

b. Principales catégories : machines industrielles (matériel et pièces), matériaux de construction et d'emballage, pneus, moteurs et pièces de véhicules automobiles, autres machines électroniques et électriques (matériel et pièces), plastiques et caoutchouc

c. Principales catégories : voitures particulières et camions légers, produits intermédiaires de métal, alimentation, boissons et produits du tabac, produits de l'agriculture et de la pêche, produits chimiques de base et produits chimiques industriels

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Des signes donnent à penser que, à l'extérieur du secteur de l'énergie, la matérialisation espérée de certains facteurs successifs — augmentation de la demande étrangère, raffermissement des exportations, amélioration de la confiance et des investissements des entreprises, et croissance de l'emploi — se produit graduellement. Certains secteurs, comme le transport et la fabrication, profiteront des prix moins élevés du pétrole par la voie d'une réduction du coût des intrants, ce qui pourrait stimuler encore un peu plus l'investissement. En outre, abstraction faite du secteur pétrolier et gazier, les investissements fixes des entreprises devraient se renforcer à mesure que le regain des exportations hors énergie sera perçu comme viable.

Toutefois, il existe une incertitude considérable quant au rythme de matérialisation de ces facteurs successifs ainsi qu'à l'incidence de la chute des cours du pétrole sur ce processus.

Les dépenses des ménages devraient ralentir

Les dépenses des ménages étaient toujours vigoureuses au troisième trimestre de 2014, les ventes de véhicules automobiles enregistrant encore des gains solides et le secteur du logement affichant une activité robuste.

Durant la période de projection, la croissance de la consommation devrait ralentir à mesure que les effets négatifs des prix plus bas du pétrole sur les termes de l'échange entraîneront une hausse du chômage et pèseront sur la croissance des revenus et la richesse[11]. À brève échéance, les économies réalisées par les ménages sur leurs achats d'énergie pourront être

11 L'incidence du choc des prix du pétrole sur les revenus disponibles ne sera que partiellement atténuée par certains changements de nature fiscale annoncés récemment par le gouvernement fédéral.

réaffectées. Étant donné les risques accrus de mise à pied, les ménages dont les revenus dépendent du secteur pétrolier seront toutefois plus enclins à accumuler une épargne de précaution ou à rembourser leurs dettes. D'autres ménages pourraient au contraire opter pour un accroissement de leurs dépenses en produits et services.

Le choc des prix du pétrole influera aussi sur l'activité dans le secteur du logement des régions où l'industrie énergétique est fortement présente. Une diminution des mises en chantier ainsi qu'une chute marquée des reventes et du rapport entre les ventes et les inscriptions ont été constatées en Alberta en décembre. À court terme, l'activité dans le secteur de l'habitation devrait demeurer élevée ailleurs au pays, à la faveur des taux hypothécaires très bas, bien qu'il reste à voir dans quelle mesure le ralentissement déjà évident du marché albertain se répercutera sur d'autres régions. Dans l'ensemble, l'investissement résidentiel devrait décliner graduellement en proportion du PIB durant la période de projection.

Les déséquilibres dans le secteur des ménages demeurent élevés et devraient augmenter légèrement à court terme, étant donné la vigueur continue des prix des habitations et des ventes de maisons existantes dans certaines régions[12]. Les régions où le secteur de l'énergie est fortement présent seront plus susceptibles de subir un recul des prix des maisons et une hausse du chômage, ce qui accroîtrait les vulnérabilités du secteur financier. Dans l'ensemble, les répercussions du choc des prix du pétrole sur les déséquilibres dans le secteur des ménages dépendront grandement de l'effet de ce choc sur les revenus et l'emploi.

Les prix plus bas du pétrole auront en outre des conséquences considérables pour les finances publiques, particulièrement dans les provinces productrices. Les hypothèses relatives aux dépenses publiques contenues dans le scénario de référence sont essentiellement les mêmes qu'en octobre et tiennent compte des mesures fiscales déjà annoncées, comme c'est d'usage à la Banque.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous 1 % en 2015

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait diminuer jusqu'au milieu de 2015, à mesure que l'élan temporaire que certains facteurs sectoriels donnent à l'inflation ne sera plus perceptible dans les données sur l'inflation. Par la suite, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer assez stable, près de 2 %, les pressions à la baisse issues de l'offre excédentaire et de la concurrence dans le commerce de détail se dissipant, et les pressions à la hausse liées aux répercussions de la dépréciation du dollar canadien s'estompant (**Graphique 20**).

Si l'on se fonde sur l'hypothèse de prix du pétrole de 60 dollars É.-U., l'inflation mesurée par l'IPC global devrait chuter nettement et se maintenir en deçà de la fourchette de maîtrise de l'inflation en 2015 (**Graphique 21**). Étant donné l'ampleur du choc des prix du pétrole, le profil de l'inflation mesurée par l'IPC global est entaché d'un niveau d'incertitude exceptionnel. Ainsi, l'hypothèse d'une hausse (baisse) de 10 % des cours du pétrole dans le scénario de référence se traduirait par une projection de l'inflation mesurée par l'IPC global plus élevée (plus basse) de 0,3 point de pourcentage sur l'année à venir.

---

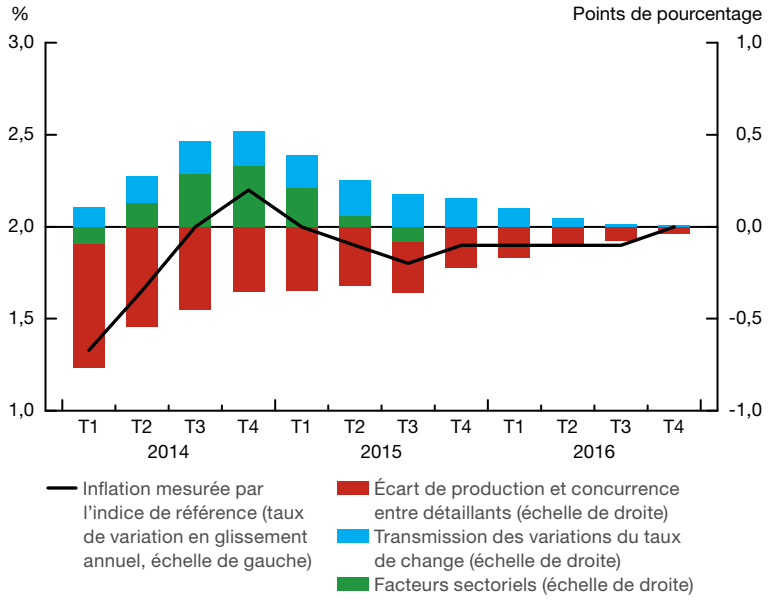
12 Pour une évaluation plus détaillée des vulnérabilités dans le secteur des ménages, se reporter à la livraison de décembre 2014 de la *Revue du système financier*, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/2014/12/rsf-decembre-2014.

Alors que l'économie atteindra son plein potentiel vers la fin de 2016 et s'y maintiendra, l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait avoisiner 2 % de façon durable.

Les attentes relatives à l'inflation à court terme mesurée par l'IPC global ont été fortement révisées à la baisse, mais les anticipations à moyen terme restent bien ancrées. Comparativement à celles du mois d'octobre, les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état d'une diminution de 0,8 point de pourcentage du taux d'augmentation escompté

Graphique 20 : L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer assez stable, près de 2 %

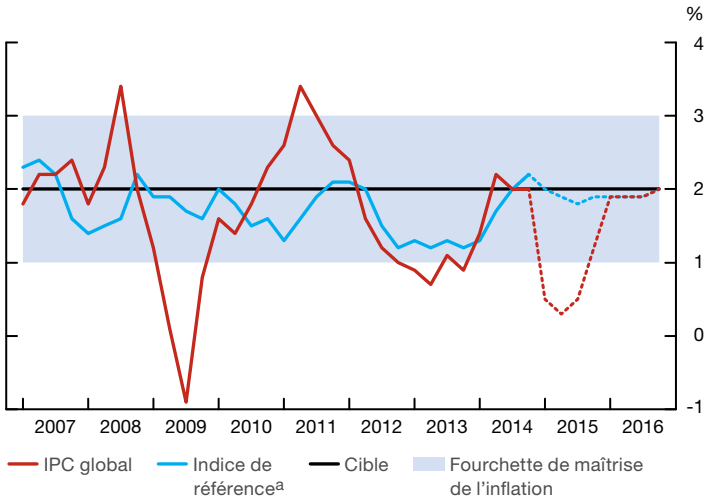
Contribution à l'écart par rapport à la cible de 2 %, en points de pourcentage



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

Graphique 21 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait reculer sous 1 % en 2015

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

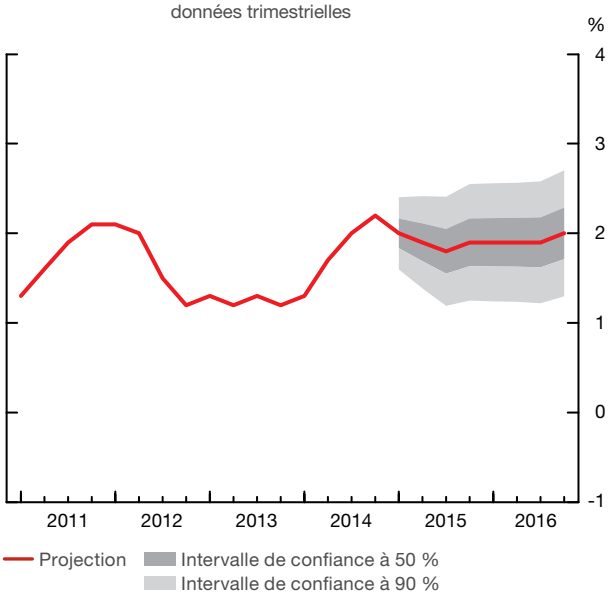
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

de l'IPC global, qui s'établit à 1,1 % pour 2015. Pour 2016, les prévisions se rapportant à l'inflation mesurée par l'IPC global se chiffrent à 2,1 %. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet hiver par la Banque montrent que la majorité des entreprises prévoient toujours que l'inflation se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % au cours des deux prochaines années, et font ressortir un mouvement des attentes d'inflation vers la moitié inférieure de cette dernière. La tendance centrale est à environ 1 3/4 %.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global est de ± 0,3 point de pourcentage[13]. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 22** et **Graphique 23**)[14].

Graphique 22 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

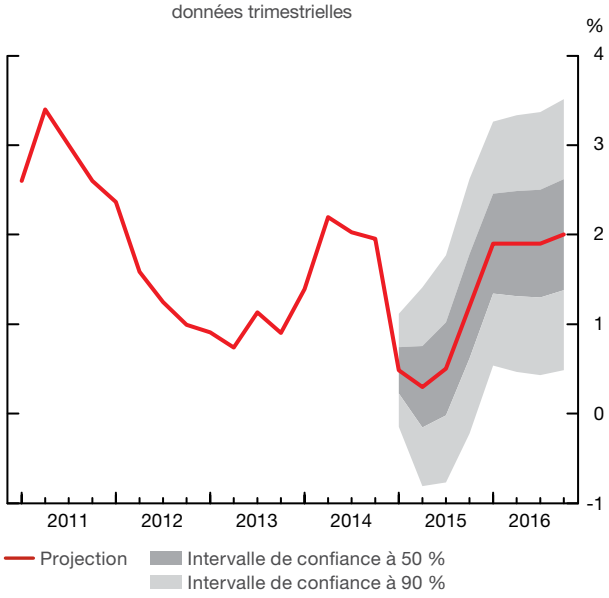
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 23 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

13 Voir l'Encadré 1 de la livraison d'octobre 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

14 Ces graphiques reflètent les erreurs qui entachent les projections pour la période allant jusqu'à huit trimestres à compter du trimestre en cours. Ces erreurs sont fondées sur les projections d'inflation des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire* et de ses mises à jour et sont calculées à partir des données trimestrielles de la période allant du premier trimestre de 2003 au deuxième trimestre de 2014.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants :

1) Demande privée plus vigoureuse aux États-Unis

La demande privée plus vigoureuse qu'escompté aux États-Unis constitue le plus important risque à la hausse touchant l'inflation au Canada. Le récent dynamisme de la demande, combiné à l'élan imprimé par la baisse des cours du pétrole, pourrait stimuler encore davantage l'activité et réveiller les esprits animaux aux États-Unis. De ce fait, les entreprises augmenteraient plus que prévu leur embauche et leurs investissements, ce qui favoriserait les dépenses des ménages et l'activité économique en général. L'activité robuste aux États-Unis aurait des retombées positives sur la croissance dans le reste du monde, en particulier sur la demande à l'égard des exportations canadiennes hors énergie.

2) Risques tant à la hausse qu'à la baisse liés aux cours du pétrole

Les cours du pétrole ont chuté de façon marquée depuis le milieu de 2014, du fait d'importants facteurs à l'œuvre du côté de l'offre et du fléchissement de la progression de la demande mondiale. Il existe un risque que les prix du pétrole diminuent davantage si les grands producteurs continuent d'accroître l'offre dans un contexte de croissance économique modérée à l'échelle du globe. Par contre, ces prix pourraient augmenter si d'autres interruptions notables se produisaient ou si des producteurs ayant des coûts plus élevés réduisaient leurs investissements, faisant ainsi baisser l'offre plus tôt que prévu. Certes, des prix du pétrole plus bas profiteraient aux consommateurs, mais l'effet sur le Canada, dans l'ensemble, serait négatif, car les termes de l'échange du pays et le revenu intérieur reculeraient. La persistance de prix du pétrole plus bas qu'escompté pourrait aussi avoir une incidence significative sur les investissements et l'activité dans le secteur pétrolier et la chaîne d'approvisionnement connexe du secteur manufacturier. Une hausse des cours du pétrole atténuerait une partie des retombées néfastes qui se sont déjà fait sentir.

3) Croissance plus lente dans les économies émergentes

Il existe un risque que la croissance en Chine et dans d'autres économies émergentes soit beaucoup plus lente que prévu. Ce risque pourrait être déclenché par divers facteurs, dont une décélération provoquée par le secteur du logement et des tensions financières en Chine; une situation géopolitique qui minerait la confiance à l'échelle du globe; ou un effet de contagion attribuable aux vulnérabilités considérables que la chute des prix pétroliers a mises en évidence chez les exportateurs de pétrole des économies émergentes. Il se pourrait également que la croissance potentielle des économies émergentes ait été beaucoup surestimée. Un ralentissement de ces économies pèserait sur la croissance économique américaine et canadienne par les canaux du commerce, des liens financiers et de la confiance, et exercerait un surcroît de pressions à la baisse sur les prix des produits de base.

4) Affaiblissement des exportations et des investissements des entreprises au Canada

Des données récentes indiquent encore qu'une reprise généralisée des exportations hors énergie est en cours, en phase avec le renforcement continu de l'économie américaine et la dépréciation passée du dollar canadien. Cependant, la capacité réduite dans de nombreux secteurs d'exportation pourrait limiter la mesure dans laquelle les exportateurs continueront de profiter de la demande extérieure plus vigoureuse et du dollar canadien plus faible. Parallèlement, même si les données pour le troisième trimestre de 2014 font état d'un début de redressement des investissements des entreprises, en particulier dans les machines et le matériel, la concrétisation d'un risque à la baisse planant sur les exportations nuirait aussi aux investissements. La Banque prévoit déjà une réduction sensible des investissements dans le secteur pétrolier et gazier en 2015. Si l'on se fonde sur le recul des prix du pétrole observé en 1986, dont l'ampleur est similaire au fléchissement actuel, les dépenses d'investissement dans ce secteur pourraient être encore plus faibles. Dans l'ensemble, une diminution des exportations et des investissements des entreprises constituerait un risque à la baisse en matière d'inflation.

5) Déséquilibres dans le secteur canadien des ménages

Un atterrissage en douceur reste le scénario le plus probable dans le secteur du logement; en effet, on s'attend à ce que l'investissement résidentiel recule graduellement tout au long de la période de projection. Toutefois, parce que les prix des maisons et les niveaux d'endettement avoisinent des sommets inégalés par rapport aux revenus, les ménages demeurent vulnérables à des chocs négatifs. L'ampleur exacte de l'incidence de la baisse des prix du pétrole sur le revenu et les dépenses des ménages et, en fin de compte, sur les déséquilibres présents dans ce secteur est très incertaine. Néanmoins, on peut vraisemblablement s'attendre à une nouvelle augmentation du ratio de la dette au revenu. Si celle-ci se matérialisait, une correction désordonnée de ces déséquilibres pourrait avoir des répercussions négatives considérables sur d'autres pans de l'économie et sur l'inflation.

Annexe : L'incidence de la baisse des prix du pétrole sur l'économie canadienne

L'extraction de pétrole et de gaz ne compte que pour environ 6 % du PIB, mais les variations des prix du pétrole ont des effets non négligeables sur l'économie canadienne. Cette situation tient en partie au poids des investissements dans le secteur pétrolier et gazier, qui concentre à peu près 30 % des investissements totaux des entreprises. De plus, comme le Canada est un exportateur net de pétrole, les prix de l'or noir influent grandement sur les revenus nationaux et le dollar canadien[1].

Dans la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque a mis en évidence cinq canaux clés par lesquels les variations des prix des produits de base se répercutent sur l'économie canadienne (**Figure A-1**). Compte tenu de ces canaux, l'incidence nette du fléchissement des prix pétroliers sur l'économie canadienne est négative.

Le **Tableau A-1** représente l'incidence estimative d'un mouvement du prix du pétrole brut Brent selon lequel les cours du baril de pétrole passent d'environ 110 dollars É.-U. — leur niveau en juin 2014 — à une valeur comprise entre 50 et 70 dollars É.-U., par contraste avec un scénario qui les maintient à 110 dollars É.-U. durant toute la période de projection. Dans le cadre de ces estimations, il s'agit de considérer les effets de la variation des prix du pétrole abstraction faite d'autres chocs. Ces effets totaux sont le résultat d'une série complexe d'adaptations favorisées par la souplesse de l'économie canadienne.

Les résultats colligés dans la présente annexe excluent toute réaction des autorités monétaires au choc des prix du pétrole[2].

1 La part des exportations de pétrole dans le total des exportations canadiennes s'élève à environ 14 %.

2 Le scénario de référence de même que les résultats des simulations qui sont exposés dans le rapport de J. Dorich, M. K. Johnston, R. R. Mendes, S. Murchison et Y. Zhang, intitulé *ToTEM II : An Updated Version of the Bank of Canada's Quarterly Projection Model*, tiennent compte des mesures de politique monétaire destinées à atténuer la baisse de la demande globale et la réduction des pressions inflationnistes découlant de la chute des prix du pétrole (rapport technique nº 100, Banque du Canada, octobre 2013).

Figure A-1 : Les prix du pétrole se répercutent sur l'économie canadienne par plusieurs canaux

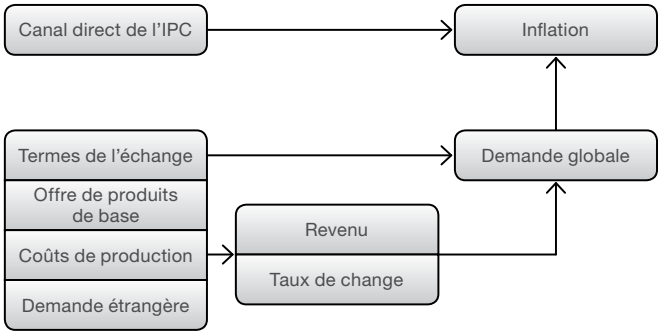


Tableau A-1 : La baisse des prix du pétrole a une incidence nette négative sur le PIB réel au Canada

	2015T4 (%)	2016T4 (%)
Production	**-1,0** (de -0,7 à -1,3)	**-1,4** (de -1,0 à -1,8)
Consommation	**-0,7** (de -0,5 à -0,9)	**-1,3** (de -0,9 à -1,7)
Investissements	**-4,7** (de -3,3 à -6,0)	**-5,2** (de -3,7 à -6,6)
Logement	**-0,1** (de 0,0 à -0,1)	**-0,6** (de -0,4 à -0,8)
Exportations	**-0,4** (de -0,2 à -0,6)	**0,1** (de 0,1 à 0,1)

Nota : Les chiffres en caractères gras représentent l'incidence d'une baisse des prix du pétrole, qui passent de 110 à 60 dollars É.-U., comparativement à un scénario qui les maintient à 110 dollars É.-U. durant toute la période de projection. Les chiffres entre parenthèses représentent les incidences estimatives de baisses des prix du pétrole, qui passent de 110 dollars É.-U. à une valeur comprise entre 70 et 50 dollars É.-U. Tous ces scénarios tablent sur l'absence de réaction des autorités monétaires à la diminution des prix du pétrole.

Source : Banque du Canada

(suite à la page suivante)

Annexe (*suite*)

Termes de l'échange, revenus et dépenses des ménages

Comme le Canada est un exportateur net de pétrole, le recul des prix du pétrole jusqu'à une valeur comprise entre 50 et 70 dollars É.-U. se traduit par un repli de 7 à 12 % des termes de l'échange d'ici la fin de 2016. Une telle dégradation entraîne à son tour une perte de revenu global et de richesse totale : le revenu intérieur brut chute de 3,3 à 5,8 %, dont plus des deux tiers s'expliquent par l'influence directe sur les termes de l'échange. La diminution des revenus donne également lieu à une aggravation des déséquilibres dans le secteur des ménages, le ratio de la dette au revenu disponible progressant d'environ 4 points de pourcentage.

Certes, les effets sur les revenus sont particulièrement marqués dans les régions productrices de pétrole, mais ils se répandent dans toute l'économie canadienne par divers mécanismes :

- La baisse des salaires et de la demande de main-d'œuvre dans le secteur pétrolier s'étend dans une certaine mesure à d'autres secteurs et régions.
- Le recul des profits dans le secteur pétrolier nuit aux portefeuilles d'investissement de Canadiens partout au pays.
- Le commerce interprovincial propage les effets du ralentissement du secteur pétrolier. Ainsi, près d'un tiers des répercussions en matière d'emploi sur la chaîne d'approvisionnement nationale qui découlent du secteur des sables bitumineux se font sentir à l'extérieur de l'Alberta[3].
- La politique budgétaire fédérale permet d'atténuer les différences entre les régions quant à l'incidence des fluctuations des prix du pétrole.

La détente des prix du pétrole a également un effet direct sur certaines composantes de l'IPC, en particulier l'essence, le mazout et les transports. À court terme, cet effet direct sur l'IPC augmente le pouvoir d'achat des consommateurs, ce qui amortit les retombées du niveau plus faible des revenus. Au fil du temps, toutefois, les effets de revenu finissent par l'emporter. D'ici la fin de 2016, la consommation est inférieure de 0,9 à 1,7 % au niveau qu'elle afficherait sans la baisse des prix du pétrole.

Le marché du logement s'affaiblit également en raison de la chute des prix du pétrole et des revenus. Une contraction de la demande de main-d'œuvre dans les régions productrices de pétrole a tendance à ralentir les mouvements migratoires observés ces dernières années et peut même les inverser. La migration interprovinciale à destination de l'Alberta a d'ailleurs considérablement diminué au troisième trimestre de 2014, et ce, avant que ne se produise la majeure partie de la baisse des prix du pétrole. L'évolution des mouvements migratoires devrait accroître les effets de la réduction des revenus sur le marché du logement dans les régions productrices de pétrole.

Investissements des entreprises, exportations et taux de change

La production dans le secteur pétrolier se caractérise par une forte intensité de capital. En conséquence, l'évolution des investissements dans ce secteur constitue l'un des principaux canaux par lequel les chocs des prix du pétrole se répercutent sur l'économie canadienne. Un fléchissement de ces prix comprime les profits liés à l'extraction, ce qui fait baisser l'offre de pétrole sur le marché. Ce canal de l'offre de produits de base provoque un repli de la production, des exportations et des investissements dans le secteur pétrolier.

À l'inverse, l'abaissement des coûts de production pour les sociétés qui utilisent le pétrole comme intrant entraîne une hausse des profits, de la production et des investissements dans les segments de l'économie non dépendants du pétrole. Cet effet compensatoire ne suffit toutefois pas à empêcher le recul des investissements totaux des entreprises, causé par la chute des prix du pétrole. Globalement, les investissements des entreprises diminuent de 3,7 à 6,6 % d'ici la fin de 2016. La grande part des biens d'équipement qui est importée de l'étranger vient atténuer l'effet de la diminution des investissements sur le PIB.

Le taux de change facilite aussi grandement l'adaptation de l'économie canadienne à un choc des prix du pétrole. Les investissements au Canada sont financés tant par des capitaux canadiens que par des capitaux étrangers. Le ralentissement des investissements se traduit par une réduction des entrées nettes de capitaux étrangers, ce qui, parallèlement à la diminution des revenus des exportations pétrolières, affaiblit le huard.

Toutes choses égales par ailleurs, la baisse du taux de change pénalise encore plus les investissements, car elle entraîne un renchérissement des biens importés. Néanmoins, l'ajustement du taux de change a aussi un effet bénéfique sur la compétitivité des exportations canadiennes hors énergie sur les marchés internationaux, ce qui dope les ventes et, en fin de compte, les investissements. En outre, dans le contexte actuel, la baisse des prix du pétrole s'explique surtout par l'abondance de l'offre à l'échelle mondiale. Une diminution de prix découlant d'une offre généreuse stimule l'activité économique des principaux partenaires commerciaux du Canada. D'où un renforcement encore plus net de la demande étrangère à l'égard des exportations canadiennes hors énergie. L'incidence

(*suite à la page suivante*)

3 Conference Board du Canada (2012), *Fuel for Thought: The Economic Benefits of Oil Sands Investment for Canada's Regions*, octobre.

Annexe (*suite*)

globale de la baisse des prix du pétrole sur les exportations canadiennes est modérée, la hausse des exportations hors énergie venant contrebalancer le tassement des exportations de produits énergétiques. En raison de l'évolution des prix du pétrole, les investisseurs et les capitaux délaisseraient le secteur pétrolier pour se tourner vers des secteurs et régions qui tirent parti de la dépréciation du dollar, comme le secteur manufacturier dans les provinces centrales du Canada.

Inflation

La chute des prix du pétrole pèse sur la demande globale dans l'économie canadienne : elle provoque un repli de 1 à 1,8 % de la production et exerce des pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Ce phénomène est compensé en partie seulement par d'autres pressions inflationnistes liées à la dépréciation du dollar canadien. L'inflation mesurée par l'IPC global recule encore plus, certaines de ses composantes étant directement touchées par le glissement des prix du pétrole.