



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2012



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

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 jour². 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, rue Wellington
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)

© 2012 Banque du Canada



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2012

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.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 13 avril 2012.

La Banque prendra toutes les mesures qui s'imposent pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. C'est ainsi qu'elle peut contribuer à ce que les Canadiens puissent épargner et investir en toute confiance.

Dans les prochaines années, les entreprises canadiennes devront elles aussi analyser et agir. Leur décision de se recentrer, de se rééquiper et de se renouveler sera déterminante pour la rapidité avec laquelle notre prospérité augmentera dans les décennies à venir.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
2 avril 2012
Waterloo (Ontario)*

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
La conjoncture financière mondiale	4
La zone euro	8
Les États-Unis	9
Le Japon	12
Les économies de marché émergentes	12
Les cours des produits de base	14
Les implications pour l'économie canadienne	15
Le dollar canadien	16
Encadré 1 : La hausse des cours du pétrole et son incidence sur l'économie canadienne	17
L'économie canadienne	19
Les conditions financières	19
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	22
L'économie réelle	24
Encadré 2 : Le taux d'épargne, la richesse immobilière et l'endettement ..	27
L'inflation	32
Les risques entourant les perspectives	37

Vue d'ensemble

Le profil de croissance de l'économie mondiale s'est amélioré depuis janvier. On prévoit que l'Europe émergera lentement de la récession au deuxième semestre de 2012, même si les risques entourant ces perspectives demeurent élevés. Le profil de croissance de l'économie américaine est légèrement plus solide, compte tenu de l'équilibre entre, d'une part, une certaine amélioration de la situation sur le marché du travail, des conditions financières et de la confiance, et, d'autre part, l'assainissement budgétaire qui s'amorce ainsi que la réduction en cours du levier d'endettement des ménages. On s'attend à ce que, durant la période de projection, le rythme de l'activité dans les économies émergentes ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de l'économie mondiale, les perturbations du côté de l'offre et les risques géopolitiques ont maintenu les cours des produits de base à des niveaux élevés. En particulier, les cours internationaux du pétrole ont continué à grimper et sont maintenant nettement plus élevés que les prix payés aux producteurs canadiens. Si cette évolution des prix se poursuivait, elle pourrait atténuer le rythme accru de l'activité économique.

Dans l'ensemble, l'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait en janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confronté le Canada se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'escompté précédemment. Par conséquent, la confiance des entreprises et des ménages se redresse plus vite que prévu en janvier. La Banque s'attend à ce que la demande intérieure privée soit à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, alors que l'endettement de ceux-ci continue de s'accroître, ce qui demeure le principal risque interne. Les investissements des entreprises devraient rester robustes, du fait de la situation financière solide de celles-ci, des conditions de crédit très favorables, du niveau toujours élevé des termes de l'échange et des pressions concurrentielles accrues. On anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion au cours de la période projetée, conformément aux récents budgets des gouvernements fédéral et provinciaux. La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.

La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,4 % en 2012 et en 2013 avant de ralentir pour se situer à 2,2 % en 2014. La marge de capacités inutilisées est un peu moins importante que la Banque ne l'avait anticipé en janvier et celle-ci s'attend maintenant à ce que l'économie se remette à tourner à plein régime au premier semestre de 2013.

Du fait des capacités excédentaires moindres et des prix plus élevés de l'essence, la Banque s'attend à ce que le profil de l'inflation soit un peu plus ferme qu'elle ne l'envisageait en janvier. Après avoir ralenti au cours du présent trimestre, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, avoisiner 2 % durant le reste de la période de projection, alors que l'économie atteint son potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Malgré l'amélioration récente des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix du pétrole soient plus élevés qu'attendu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

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 17 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans un contexte de capacités excédentaires moindres au sein de l'économie et d'inflation sous-jacente plus élevée, il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuellement en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

L'économie mondiale

L'évolution récente donne à penser que le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable que celui projeté dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier (Tableau 1). L'incertitude entourant les perspectives à l'échelle du globe, qui avait atteint des niveaux très élevés, s'est atténuée, mais on peut s'attendre à ce que la volatilité persiste. Les conditions économiques sont meilleures aux États-Unis, et les mesures de politique destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro ont contribué à une certaine amélioration de la situation sur les marchés européens des titres d'emprunt et de la conjoncture financière internationale.

◀ *L'évolution récente donne à penser que le profil de croissance de l'économie mondiale est un peu plus favorable.*

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	20	1,7 (1,8)	2,3 (2,0)	2,5 (2,2)	3,6
Zone euro	15	1,5 (1,5)	-0,6 (-1,0)	0,8 (0,9)	1,4
Japon	6	-0,7 (-0,8)	1,9 (1,9)	1,6 (1,7)	1,6
Chine	14	9,2 (9,1)	8,1 (8,2)	8,0 (8,0)	8,0
Autres pays	46	4,3 (4,2)	3,4 (3,1)	3,5 (3,2)	3,7
Ensemble du monde	100	3,8 (3,7)	3,2 (2,9)	3,4 (3,3)	3,8

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*, septembre 2011

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

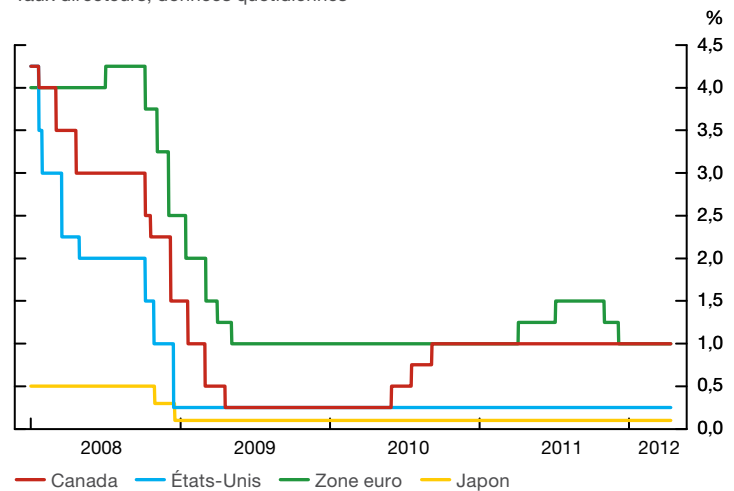
Toutefois, l'économie mondiale continue d'être confrontée à des défis considérables. Dans l'ensemble, la croissance devrait ralentir en 2012, pour s'établir à 3,2 %, puis remonter à 3,4 % en 2013 et à 3,8 % en 2014¹. Malgré l'incidence positive des récentes interventions des autorités, on s'attend toujours à ce que la zone euro connaisse une récession jusqu'au troisième trimestre de 2012, suivie d'une lente reprise, la croissance subissant encore les effets de l'austérité budgétaire, de la réduction du levier d'endettement des banques et du faible niveau de la confiance. L'expansion aux États-Unis devrait continuer d'être modeste jusqu'à la fin de 2014, en raison de l'effet modérateur exercé par la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement budgétaire et des retombées négatives persistantes de la crise européenne. Durant la période de projection, on s'attend à ce

◀ *Toutefois, l'économie mondiale continue d'être confrontée à des défis considérables.*

¹ Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2014 dans ce cas-ci.

Graphique 1 : Les banques centrales des économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas

Taux directeurs, 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 : 13 avril 2012

que dans les économies émergentes, le rythme de l'activité ralentisse mais demeure robuste, étant alimenté par un léger assouplissement des politiques macroéconomiques. L'amélioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale et les perturbations du côté de l'offre ont maintenu les cours mondiaux des produits de base à un niveau élevé, en particulier le pétrole brut, dont les prix comportent également une prime de risque liée aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Cela devrait freiner quelque peu la cadence de l'activité économique mondiale.

En réaction à des pressions inflationnistes sous-jacentes modérées, les banques centrales des économies avancées ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas (Graphique 1), et certaines ont procédé à de nouvelles opérations d'assouplissement quantitatif. Les banques centrales de quelques pays émergents ont continué à inverser le resserrement passé de leurs politiques face aux perspectives de décélération de la croissance économique intérieure.

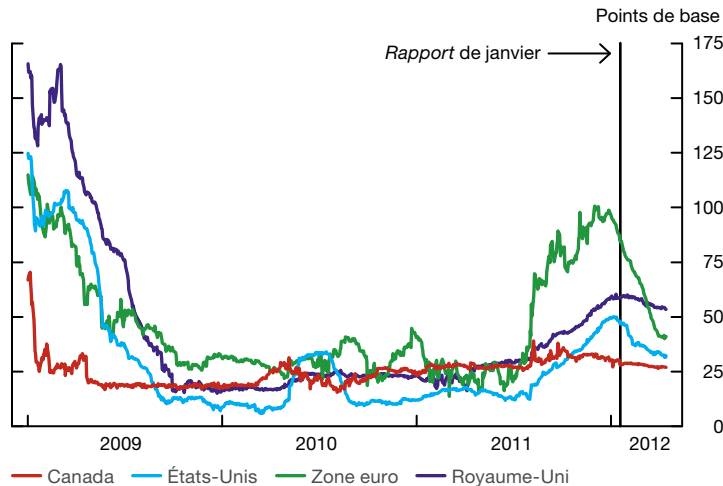
La conjoncture financière mondiale

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont améliorées dans l'ensemble.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont améliorées, dans l'ensemble, depuis la parution du *Rapport* de janvier. Les mesures prises en Europe pour résoudre la crise de la dette souveraine et du financement bancaire ainsi que les perspectives de croissance plus encourageantes aux États-Unis ont rendu les marchés plus optimistes pendant cette période. Ce climat a en outre été conforté par les simulations de crise aux États-Unis, qui ont révélé que les plus grandes banques américaines détendraient une quantité suffisante de fonds propres si elles devaient faire face à une situation macroéconomique extrêmement défavorable. Plus récemment, toutefois, on a observé une nouvelle intensification des inquiétudes entourant la dette souveraine de certains pays périphériques de la zone euro, surtout l'Espagne, et la confiance des investisseurs a diminué quelque peu.

Graphique 2 : Les conditions de financement des banques européennes se sont améliorées depuis la parution du *Rapport de janvier*

Écarts entre les taux d'emprunt interbancaires à trois mois et les taux des swaps trois mois indexés sur le taux à un jour, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 avril 2012

Les autorités publiques européennes ont mené un certain nombre d'initiatives au cours de la dernière année dans le but de renforcer la stabilité financière et la confiance. Elles ont convenu d'un deuxième plan d'aide financière à la Grèce jumelé à un programme de restructuration substantielle de la dette grecque détenue par le secteur privé, relevé les ratios de fonds propres de catégorie 1 auxquels sont soumises les banques, adopté un nouveau pacte budgétaire et fait passer le filet de sécurité destiné aux États membres de la zone euro de 500 à 700 milliards d'euros². En outre, la Banque centrale européenne (BCE) a mis à la disposition des banques de la région environ 1 billion d'euros de liquidités au moyen de deux opérations de refinancement à plus long terme et a abaissé les exigences de garantie³. Par conséquent, les conditions de financement des institutions financières européennes se sont améliorées (**Graphique 2**). Les rendements des obligations d'État de la zone euro, à l'exception de l'Espagne, ont diminué, et les écarts de taux entre les titres souverains et les obligations allemandes se sont rétrécis (**Graphique 3**). Ensemble, ces facteurs permettent de croire que le risque à court terme d'une grave crise de liquidité dans le secteur bancaire de la zone euro a diminué.

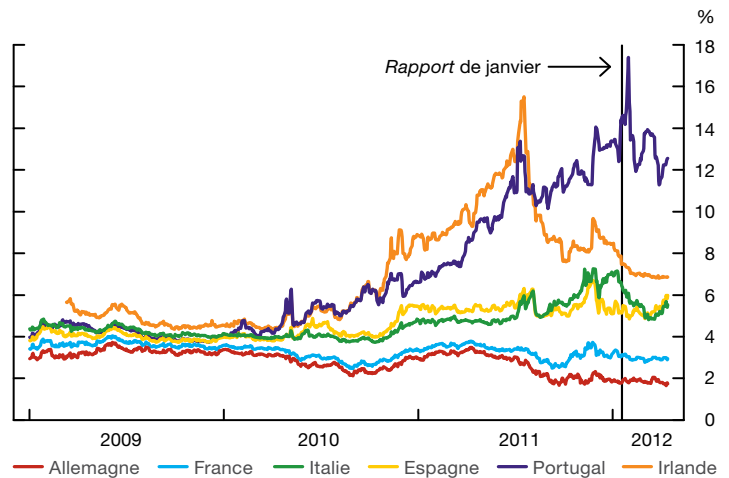
Les rendements des obligations d'État dans la plupart des grandes économies avancées ont fluctué de façon considérable depuis la parution du *Rapport de janvier*. Après avoir augmenté en réaction à l'amélioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale, les rendements sont presque revenus à leur niveau initial, le climat sur les marchés s'étant détérioré ces dernières semaines (**Graphique 4**). En particulier, les rendements des obligations allemandes sont tombés à leurs creux historiques.

² La capacité de prêt combinée du Fonds européen de stabilité financière et du Mécanisme européen de stabilité (MES) est de 700 milliards d'euros, dont 500 milliards représentent la capacité de prêt permanente du MES. Les 200 milliards restants consistent en des engagements existants envers la Grèce, l'Irlande et le Portugal.

³ Les opérations de refinancement à plus long terme ont été menées en décembre 2011 et en février 2012. Les injections nettes de liquidités se sont chiffrées à environ 500 milliards d'euros, déduction faite de l'emprunt auprès de la BCE sous forme d'opérations à court terme arrivant à échéance, telles que les opérations principales de refinancement assorties d'une échéance d'une semaine.

Graphique 3 : Sauf en Espagne, les rendements des obligations d'État des pays de la zone euro ont diminué depuis la publication du Rapport de janvier

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



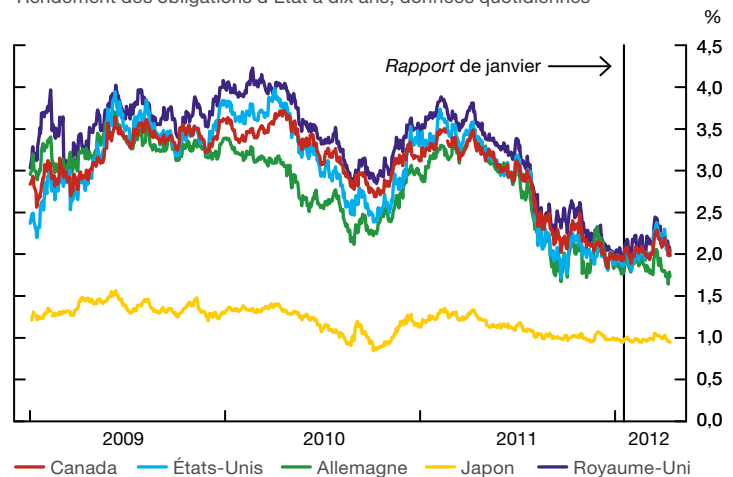
Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 avril 2012

Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État dans la plupart des grandes économies avancées n'ont guère varié depuis la publication du dernier Rapport

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



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 avril 2012

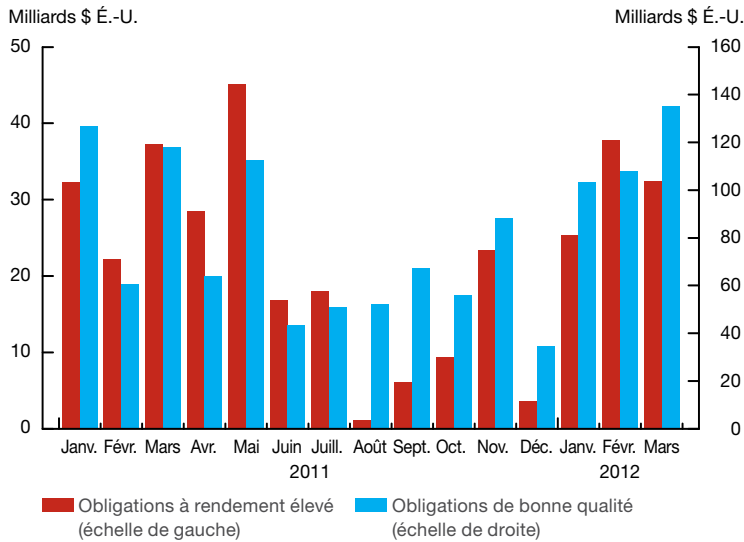
Les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté.



En Europe, les cours des actions se sont repliés quelque peu depuis janvier sous l'effet des nouvelles craintes concernant la situation de la dette, mais ont grimpé dans la plupart des autres économies. Les écarts de rendement sur obligations de sociétés se sont amenuisés à l'échelle du globe, en particulier dans le cas des obligations des émetteurs financiers et des obligations à rendement élevé, et les rendements des obligations de sociétés américaines de bonne qualité ont récemment touché des creux inégalés. Dans ce contexte changeant, les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté depuis le début de l'année, les entreprises financières et non financières ayant tiré profit du meilleur accès aux marchés primaires (Graphique 5).

Graphique 5 : Les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont fortement augmenté depuis le début de l'année

Émission à l'échelle du globe d'obligations de sociétés libellées en dollars américains, données mensuelles

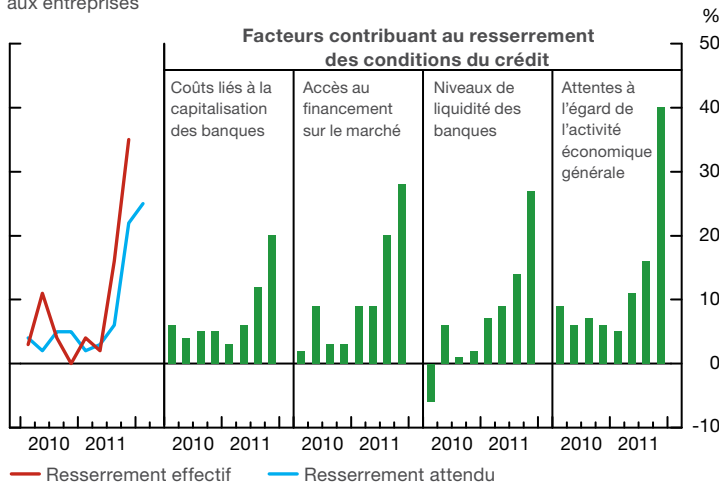


Source : Bloomberg

Dernière observation : mars 2012

Graphique 6 : Les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit depuis la publication du dernier Rapport

Pourcentages nets des banques ayant resserré les conditions du crédit aux entreprises



Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (Bank Lending Survey). On entend par « resserrement effectif » le resserrement qui s'est déjà produit, tandis que le « resserrement attendu » renvoie au resserrement additionnel que les banques anticipent.

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T4

Malgré l'amélioration générale de l'humeur des marchés financiers depuis janvier, les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit aux ménages et aux entreprises (Graphique 6). L'évolution en Europe s'est aussi répercutée sur les conditions d'octroi de prêts bancaires aux États-Unis. Les banques étrangères exerçant des activités dans ce pays ont durci leurs critères d'octroi de crédit aux sociétés américaines, alors que les banques tant américaines qu'étrangères ont resserré leurs

conditions d'octroi de prêts aux banques qui ont leur siège en Europe et aux entreprises non financières ayant une forte exposition aux économies européennes.

Même si les opérations accrues d'apport de liquidité menées par la BCE n'ont pas réussi à améliorer directement la santé financière fondamentale des banques, elles ont fourni à ces dernières la marge de manœuvre nécessaire pour restructurer leurs bilans de façon ordonnée. On s'attend donc à ce que les tensions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement des banques dans la zone euro persistent, mais qu'elles soient moins intenses que prévu en janvier.

La zone euro

La zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011, laquelle devrait durer jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2012.

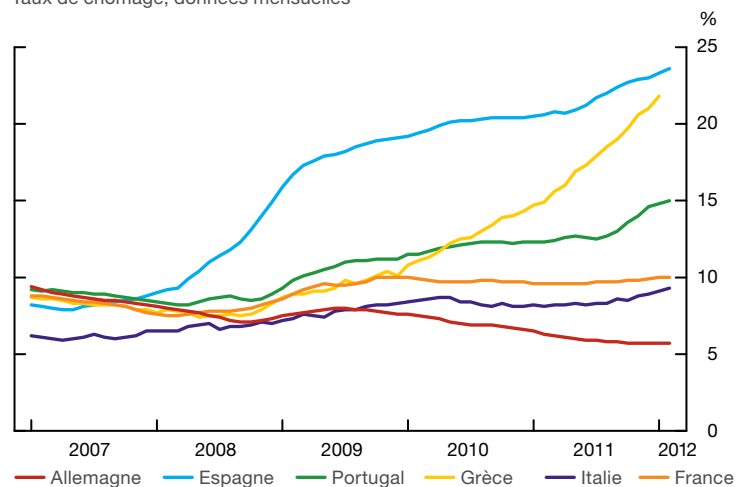


La zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011, le PIB réel s'étant replié de 1,2 %, comme prévu. Toutefois, la situation économique s'est quelque peu améliorée dernièrement. On a observé un redressement modeste de la confiance des entreprises et des ménages, et les indices des directeurs d'achat laissent entrevoir que le recul de la production sera probablement un peu moins prononcé au premier semestre de 2012.

L'écart entre les conditions économiques des grandes économies et des pays périphériques de la zone euro est saisissant. Le taux de chômage en Allemagne continue d'avoisiner les creux historiques enregistrés après la réunification, alors qu'en Espagne, au Portugal et en Grèce, les taux de chômage se situent à des niveaux inégalés (**Graphique 7**). Les indicateurs comme les coûts unitaires de main-d'œuvre portent à croire que les pays périphériques ont accompli peu de progrès pour ce qui est de réduire leur écart de compétitivité avec les grandes économies. Face à l'atonie économique persistante, certains pays périphériques ont beaucoup de mal à réaliser les importants ajustements budgétaires et les profondes réformes structurelles qui s'imposent afin de restaurer la compétitivité et d'assurer le maintien d'une situation budgétaire viable.

Graphique 7 : L'écart entre les taux de chômage des grandes économies et des pays périphériques de la zone euro est saisissant

Taux de chômage, données mensuelles



Source : Eurostat

Dernières observations : janvier et février 2012

On prévoit que la zone euro sera en récession jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2012, l'assainissement budgétaire, la réduction du levier d'endettement des banques, les conditions financières difficiles et les effets négatifs de la perte de confiance devant donner lieu à une contraction marquée de la demande intérieure. Une modeste reprise de l'activité économique devrait s'amorcer au deuxième semestre de 2012, soutenue par un redressement de la croissance des exportations attribuable à un raffermissement graduel de la demande extérieure. La demande intérieure devrait croître quelque peu à compter de 2013, à la faveur d'un assouplissement progressif des conditions financières et d'un regain de confiance. Comparativement à ce qui était énoncé dans le *Rapport* de janvier, la récession en cours devrait être un peu moins profonde, en raison des effets négatifs moins prononcés que prévu de la réduction du levier d'endettement des banques et des faibles niveaux de confiance. Toutefois, les perspectives de croissance pour le reste de la période de projection correspondent à nos prévisions de janvier.

La montée des cours des produits de base et l'augmentation des impôts indirects et des prix administrés résultant de l'assainissement budgétaire ont poussé l'inflation globale à 2,6 % en mars dans la zone euro. Néanmoins, les pressions inflationnistes devraient s'amoinrir au cours de la période projetée face aux importantes capacités inutilisées.

Les États-Unis

Le PIB réel des États-Unis a crû de près de 2,5 % au second semestre de 2011, contre moins de 1 % au premier semestre, et l'évolution économique récente a été largement positive. En moyenne, le rythme mensuel de créations d'emplois a été plus vif depuis le quatrième trimestre de 2011, et la confiance des consommateurs et des entreprises a fait montre d'une plus grande résilience qu'anticipé. On estime que les déterminants de la dépense des ménages sont maintenant plus favorables, du fait des révisions à la hausse du revenu des particuliers au deuxième semestre de 2011, alors que la montée récente des cours des actions a fait augmenter l'avoir net des ménages. Les retombées de la crise de la zone euro sur les conditions financières et la confiance aux États-Unis seront vraisemblablement moins prononcées qu'escompté. Par conséquent, les perspectives de croissance économique dans ce pays sont plus encourageantes au cours de la période de projection qu'on ne le prévoyait en janvier, malgré les effets négatifs du renchérissement du pétrole.

En dépit de ce profil d'évolution plus positif, la progression du PIB réel des États-Unis devrait être relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, étant freinée par l'assainissement budgétaire et la poursuite de la réduction du levier d'endettement des ménages (**Graphique 8**). L'activité économique devrait se raffermir de façon plus notable par la suite, à mesure que les effets de ces facteurs se dissiperont. Globalement, la croissance du PIB réel devrait passer de 2,3 % en 2012, à 2,5 % en 2013 et à 3,6 % en 2014.

Les conditions monétaires devraient demeurer très expansionnistes : la Réserve fédérale américaine a récemment annoncé qu'elle repoussait, au moins jusqu'aux derniers mois de 2014, la période durant laquelle elle prévoit que les conditions économiques nécessiteront le maintien des taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas⁴. Par contre,

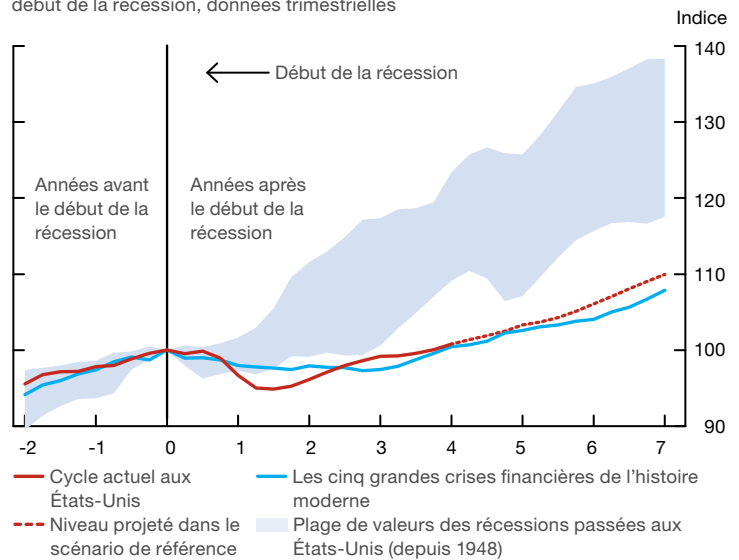
◀ *Aux États-Unis, la confiance des consommateurs et des entreprises a fait montre d'une plus grande résilience qu'anticipé.*

◀ *La progression du PIB réel des États-Unis devrait être relativement modeste.*

⁴ La Réserve fédérale des États-Unis a aussi adopté une cible explicite d'inflation de 2 %, mesurée par la variation annuelle de l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages.

Graphique 8 : Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance de l'économie américaine.

► l'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur considérable sur la croissance de l'économie américaine, se chiffrant à environ 1 point de pourcentage en 2012, à 2,5 points en 2013 et à un demi-point en 2014, ce qui correspond aux attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier (Graphique 9). Ce freinage budgétaire prévu tient compte de la fin des programmes de relance adoptés pendant la récession, de l'expiration des baisses des cotisations sociales à la fin de 2012 et des compressions budgétaires débutant en 2013. La hausse projetée de la croissance du PIB réel des États-Unis entre 2013 et 2014 repose dans une large mesure sur l'évolution attendue de la politique budgétaire⁵.

La reprise des dépenses de consommation devrait rester assez modeste en regard du passé, les ménages redressant leur situation financière dans un contexte de faiblesse persistante des prix des logements, d'assainissement des finances publiques, de gains limités au chapitre de l'emploi et de prix du pétrole élevés.

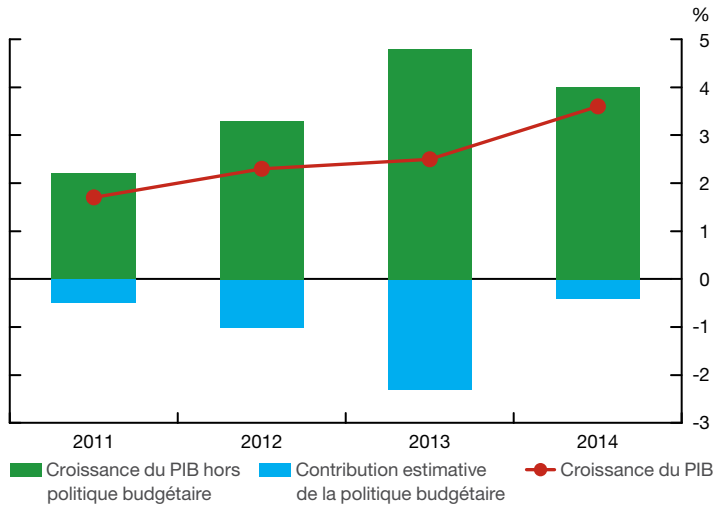
L'investissement résidentiel est encore très faible.

► L'investissement résidentiel est encore très faible. La progression observée récemment est attribuable en partie à une hausse de la construction d'immeubles d'appartements, le chômage important et les conditions du crédit hypothécaire tendues ayant entraîné un déplacement de la demande allant de l'accession à la propriété vers la location (Graphique 10). Les stocks de logements inoccupés et de propriétés pouvant faire l'objet de saisie demeurent près de leurs récents niveaux records, ce qui restreint la

⁵ Les autorités publiques américaines pourraient décider d'adopter des politiques dont l'effet serait de réduire l'ampleur escomptée du freinage budgétaire en 2013. Cela pourrait se produire si l'on retardait certaines ou la plupart des compressions budgétaires prévues au cours de l'année. L'accélération de l'expansion économique en 2013 qui découlerait de ces actions pourrait se faire au détriment de la croissance en 2014, toutefois (selon le moment où les compressions seraient opérées).

Graphique 9 : L'assainissement budgétaire devrait exercer un effet modérateur sur la croissance du PIB réel américain

Données annuelles

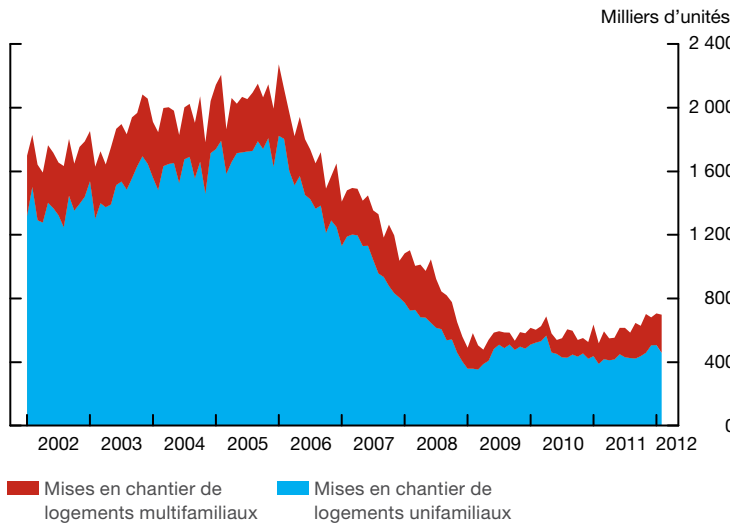


Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects de ces dépenses sur d'autres composantes de la demande globale. La contribution estimative de la politique budgétaire a été réévaluée rétrospectivement à la lumière de nouvelles données concernant les dépenses publiques américaines.

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

Graphique 10 : Le nombre de mises en chantier aux États-Unis reste modeste

Mises en chantier aux États-Unis, données mensuelles



Source : Bureau du recensement des États-Unis

Dernière observation : février 2012

construction de nouvelles maisons et exerce des pressions à la baisse sur le prix des habitations. Les taux d'inoccupation élevés et les conditions du crédit difficiles ont également modéré la croissance de la construction non résidentielle. La construction tant résidentielle que non résidentielle devrait se maintenir à de bas niveaux, mais on s'attend à ce qu'elle reprenne peu à peu au cours de la période de projection, à la faveur de la réduction de l'offre excédentaire de logements invendus, d'un assouplissement graduel des conditions d'emprunt et du raffermissement de l'économie.

Les exportations et les investissements des entreprises devraient apporter un soutien important à l'expansion économique aux États-Unis.

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient apporter un soutien important à l'expansion économique aux États-Unis durant la période projetée. Malgré l'effet modérateur des faibles taux d'utilisation des ressources, les investissements des entreprises devraient progresser à un bon rythme jusqu'à la fin de 2014, favorisés par la solidité financière des entreprises, des bénéfices appréciables et le faible coût du capital. Bien que la croissance des exportations soit appelée à ralentir quelque peu en 2012, en raison de la récente appréciation du dollar É.-U. et d'une décélération de la demande étrangère, elle devrait rebondir en 2013-2014 grâce à la reprise de la demande mondiale.

Compte tenu du rythme modeste de la croissance de l'économie américaine, on s'attend à ce que l'offre excédentaire ne se résorbe que progressivement au cours de la période de projection. Par conséquent, les tensions inflationnistes sous-jacentes devraient demeurer modérées.

Le Japon

Au Japon, le PIB réel a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre de 2011, les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement causées par les inondations en Thaïlande ainsi que le niveau élevé du yen et l'essoufflement de la demande extérieure ayant entraîné un repli marqué des exportations. Étant donné le rétablissement rapide de ces chaînes d'approvisionnement, les indicateurs donnent à penser que la croissance au Japon est redevenue légèrement positive au premier trimestre de 2012. Durant la période projetée, l'expansion du PIB réel devrait s'établir annuellement aux environs de 1,7 % en moyenne, soutenue par la poursuite de la reconstruction des infrastructures. Les exportations ne devraient progresser que légèrement en 2012, puis gagner de la vigueur à compter de 2013, sous l'influence du raffermissement de la demande mondiale. L'inflation se situant bien en deçà de l'objectif de 1 % annoncé récemment, la Banque du Japon a décidé d'accroître la taille de son programme d'achat d'actifs de 10 billions de yens, soit environ 2 % du PIB, au moyen de l'achat d'obligations d'État.

Les économies de marché émergentes

La croissance du PIB réel de la Chine au premier trimestre a ralenti à 8,1 % en glissement annuel, sous l'effet du recul de la demande extérieure et du resserrement antérieur des politiques monétaire et macroprudentielle. L'activité dans le secteur du logement a fléchi et les prix des propriétés se sont repliés par rapport au sommet où ils s'étaient hissés en août 2011 (**Graphique 11**). L'expansion des exportations a décéléré de manière plus abrupte, en réaction à l'affaiblissement de la demande émanant d'Europe, qui représente environ le cinquième des exportations chinoises (**Graphique 12**). Le taux d'accroissement des prix à la consommation en Chine se situait à 3,6 % en mars 2012, ce qui est nettement inférieur au sommet de 6,5 % atteint en juillet 2011, du fait principalement de la diminution rapide de la hausse des prix des aliments. En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont commencé à assouplir la politique monétaire. Elles ont réduit le taux des réserves obligatoires de 100 points de base depuis décembre et un nouvel assouplissement est attendu.

Le PIB réel de la Chine devrait croître de quelque 8 % en moyenne par année jusqu'à la fin de 2014.

Le PIB réel de la Chine devrait croître de quelque 8 % en moyenne par an jusqu'à la fin de 2014, ce qui correspond au taux attendu dans le *Rapport* de janvier. Une appréciation modeste du taux de change réel de la monnaie chinoise et le plan visant à stimuler les dépenses des ménages annoncé par le gouvernement devraient favoriser un déplacement progressif de la

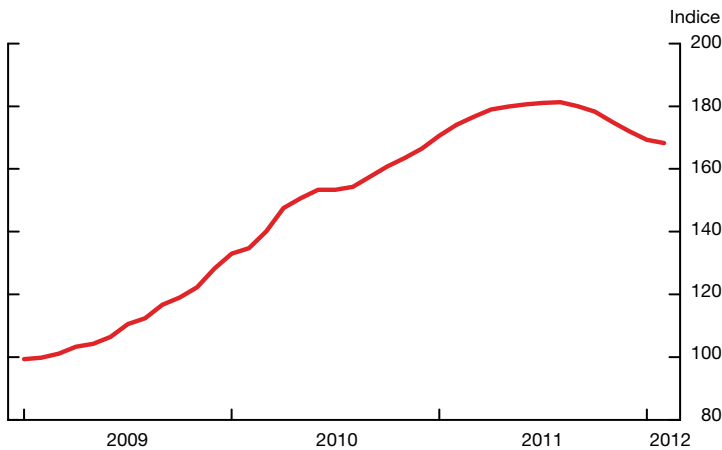
demande allant des exportations et de l'investissement vers la consommation. Cependant, les déséquilibres mondiaux sont encore une source d'inquiétude et on prévoit qu'ils demeureront élevés durant la période projetée.

La progression du PIB réel d'autres économies émergentes devrait aussi décélérer en 2012, sous l'effet surtout du ralentissement de la demande extérieure, du resserrement antérieur des politiques et des pressions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement des banques internationales dans certains pays. Toutefois, on s'attend à une accélération de la croissance économique en 2013-2014, à la faveur d'une reprise de l'expansion des exportations vers les économies avancées. Les perspectives de croissance pour ces économies émergentes ont été révisées à la hausse par rapport à la projection de janvier, ce qui tient au raffermissement de la demande étrangère, à un certain assouplissement des conditions financières et au renchérissement des produits de base, dont profitent de nombreux producteurs de matières premières de ce groupe.

◀ On s'attend à une accélération de la croissance économique dans d'autres pays émergents en 2013-2014.

Graphique 11 : Les prix des propriétés en Chine ont commencé à se replier

Prix des appartements existants, base 100 de l'indice : décembre 2008, données mensuelles

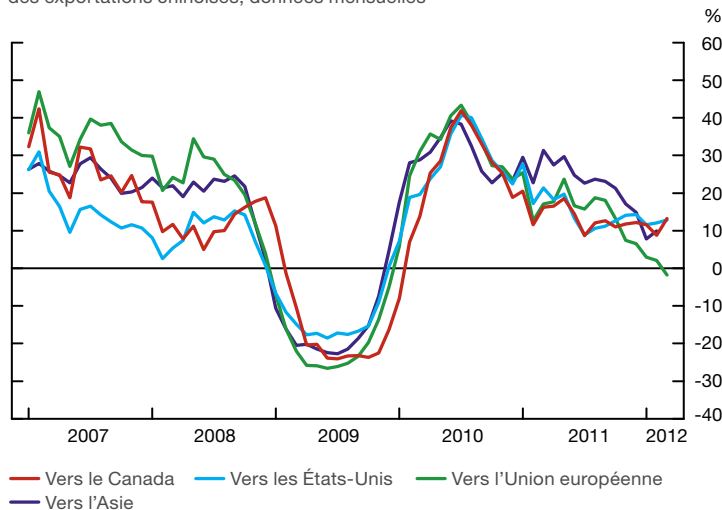


Sources : SouFun Holdings Ltd. et ambassade du Canada en Chine

Dernière observation : février 2012

Graphique 12 : L'expansion des exportations chinoises a décéléré

Taux de croissance en glissement annuel de la moyenne mobile sur trois mois des exportations chinoises, données mensuelles



Source : Administration générale des douanes de la Chine

Dernières observations : février et mars 2012

Les cours mondiaux des produits de base sont généralement demeurés à des niveaux élevés.

Les prix du pétrole devraient être supérieurs à ceux auxquels on s'attendait dans la dernière livraison du Rapport.

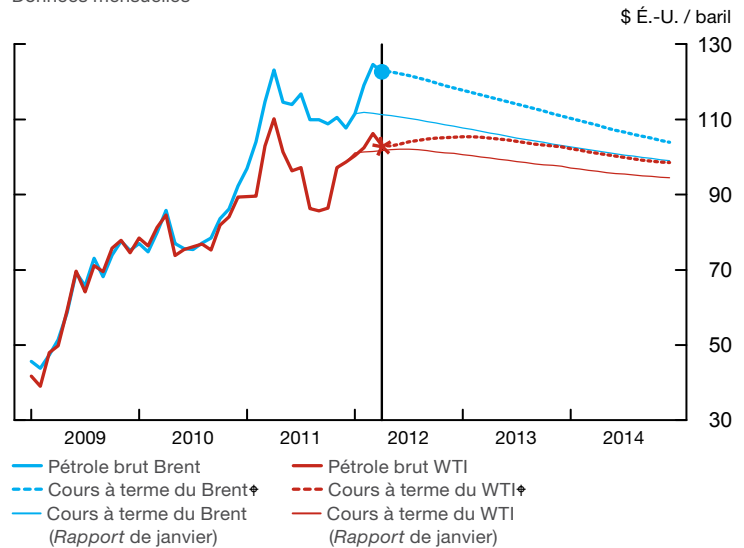
Les cours des produits de base

Les cours mondiaux des produits de base sont généralement demeurés à des niveaux élevés, mais ont évolué dans des sens quelque peu différents ces derniers mois. Les tensions géopolitiques accrues au Moyen-Orient, conjuguées aux perturbations de la production dans certains pays et à l'amélioration des perspectives de l'économie mondiale, ont poussé les cours du pétrole brut Brent au-dessus des niveaux anticipés au moment de la parution du *Rapport* de janvier. Les cours du brut West Texas Intermediate (WTI), par contre, ont peu changé depuis janvier, ce qui s'explique par l'abondance de l'offre dans le Midwest américain. Résultat, l'écart entre les cours du Brent et les cours du WTI s'est élargi, passant à environ 20 dollars É.-U. le baril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du Brent et du WTI devraient rester élevés dans un avenir rapproché, pour ensuite baisser en réaction au retour à la normale de l'offre à l'échelle mondiale (Graphique 13). Les prix du pétrole devraient être supérieurs à ceux auxquels on s'attendait dans la dernière livraison du *Rapport*, ce qui est conforme à la révision à la hausse des perspectives concernant la demande.

Les prix du gaz naturel ont reculé en Amérique du Nord, les réductions de production n'ayant pas réussi à compenser l'incidence des températures exceptionnellement douces. La courbe la plus récente des cours à terme laisse entrevoir une augmentation des prix du gaz naturel jusqu'à la fin de 2014, soutenue par l'accroissement de la part de marché du gaz naturel dans la production d'électricité. Les prix du gaz naturel devraient néanmoins se maintenir à des niveaux relativement bas et inférieurs au profil d'évolution anticipé dans le *Rapport* de janvier (Graphique 14).

Graphique 13 : On s'attend à ce que les cours du pétrole demeurent élevés

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut WTI (13 avril 2012)

● Cours au comptant du pétrole brut Brent selon les contrats à échéance rapprochée (13 avril 2012)

♠ Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.

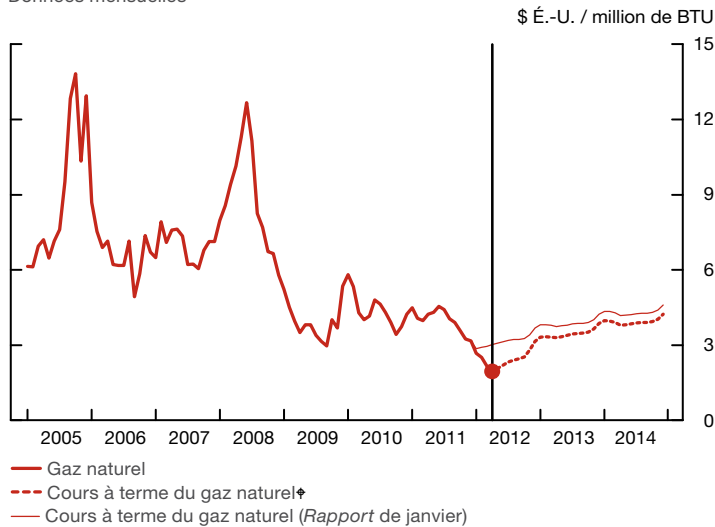
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

Source : Banque du Canada

Les cours des produits de base non énergétiques ont augmenté ces derniers mois, sous l'influence du raffermissement de la demande mondiale ainsi que des inquiétudes suscitées par l'offre sur les marchés agricoles. Les prix des produits agricoles devraient reculer durant la période de projection, parallèlement à l'amélioration de l'offre, tandis que les prix des produits forestiers devraient monter progressivement, en phase avec une reprise modeste dans le secteur américain du logement. Les prix des métaux devraient rester aux niveaux actuels jusqu'à la fin de 2013, puis grimper en 2014, à la faveur du renforcement de la croissance économique mondiale.

Graphique 14 : Les prix du gaz naturel devraient se maintenir à des niveaux relativement bas

Données mensuelles



● Cours au comptant du gaz naturel (13 avril 2012)

† Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.

Nota : Les valeurs des prix du gaz naturel pour avril 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012.

Source : Banque du Canada

Les implications pour l'économie canadienne

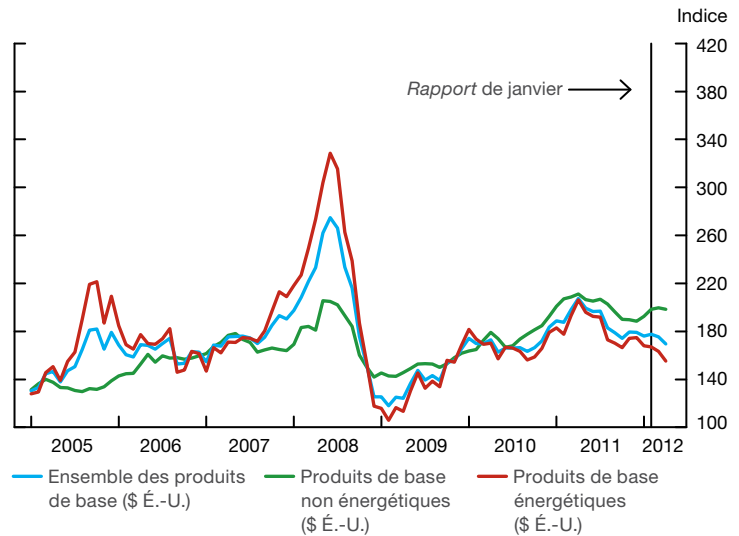
La demande d'exportations canadiennes demeure faible. La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que la moitié du recul enregistré durant la dernière récession, en raison surtout de l'atonie persistante au sein du secteur américain du logement. Cette mesure devrait s'accroître régulièrement au cours de la période projetée, la composition de la demande extérieure devenant plus favorable aux exportations canadiennes, et dépasser son niveau d'avant la récession au second semestre de 2013. Le profil d'évolution anticipé de la mesure de l'activité est légèrement supérieur à celui envisagé dans le *Rapport de janvier*, ce qui est conforme à la révision à la hausse des perspectives de l'économie américaine.

La montée des cours mondiaux des produits de base a généralement des effets positifs sur la richesse et le revenu au sein de l'économie canadienne, qui passent par l'amélioration des termes de l'échange. Or, l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a reculé depuis janvier (Graphique 15), en raison principalement de la pondération relativement

◀ La demande d'exportations canadiennes demeure faible.

Graphique 15 : Les cours des produits de base ont reculé depuis la publication du dernier Rapport

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 avril 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : avril 2012

forte des cours du gaz naturel dans l'indice⁶. De plus, bien que les cours mondiaux du pétrole aient nettement augmenté depuis janvier, les prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole brut ont diminué (Encadré 1). Les termes de l'échange du Canada se sont donc détériorés. L'IPPB et les termes de l'échange devraient s'inscrire en hausse jusqu'à la fin de 2014, grâce à un léger redressement des prix du gaz naturel, à l'augmentation soutenue des prix des produits de base non énergétiques et à un rétrécissement attendu de l'écart entre les prix des exportations et ceux des importations canadiennes de pétrole brut.

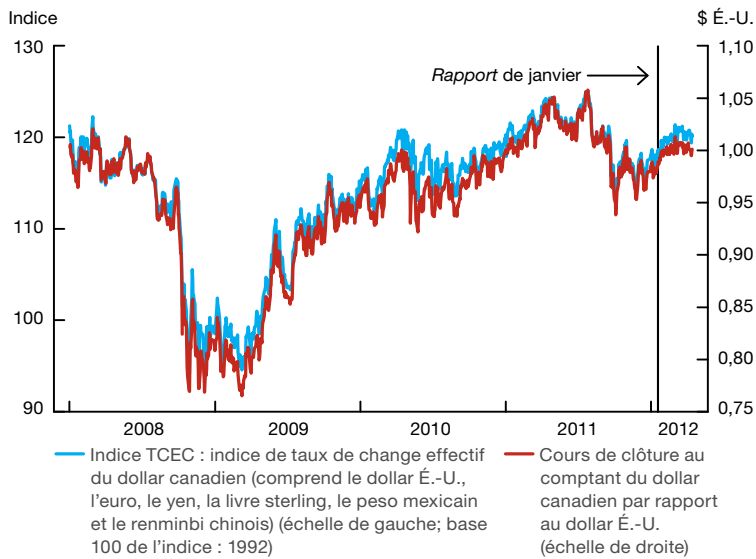
Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 101 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mars et devrait rester à ce niveau durant la période de projection (Graphique 16), comparativement au niveau de 98 cents É.-U. postulé dans le Rapport de janvier.

6 De fortes fluctuations des prix relatifs des produits de base peuvent, à l'occasion, créer un certain écart entre l'IPPB et les prix des produits de base payés aux producteurs canadiens, puisque les pondérations de l'IPPB sont actualisées avec un décalage de quatre ans, à mesure que sont publiées les nouvelles données sur la production provenant des tableaux d'entrées-sorties préparés par Statistique Canada. Par exemple, la vive hausse des cours du pétrole ces dernières années par rapport à ceux du gaz naturel et la modification de la valeur de la production canadienne qui en a découlé ont vraisemblablement amené l'IPPB à sous-évaluer le niveau global des prix des produits de base au Canada. L'écart sans précédent observé récemment entre les cours du pétrole brut canadiens et mondiaux, dont il est question dans l'Encadré 1, a probablement fonctionné à l'inverse, puisque l'IPPB utilise le WTI comme approximation des cours du pétrole canadiens. En préparant sa projection relative à l'économie canadienne, la Banque utilise l'éventail complet des fluctuations des prix des produits de base qui sont pertinents pour le Canada, y compris celles qui ne sont pas entièrement reflétées dans l'évolution de l'IPPB. La Banque continuera d'évaluer les méthodes lui permettant d'améliorer la capacité de l'IPPB à mesurer les prix des produits de base au Canada.

Graphique 16 : La valeur du dollar canadien a légèrement augmenté depuis la publication du dernier Rapport

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 avril 2012

Encadré 1

La hausse des cours du pétrole et son incidence sur l'économie canadienne

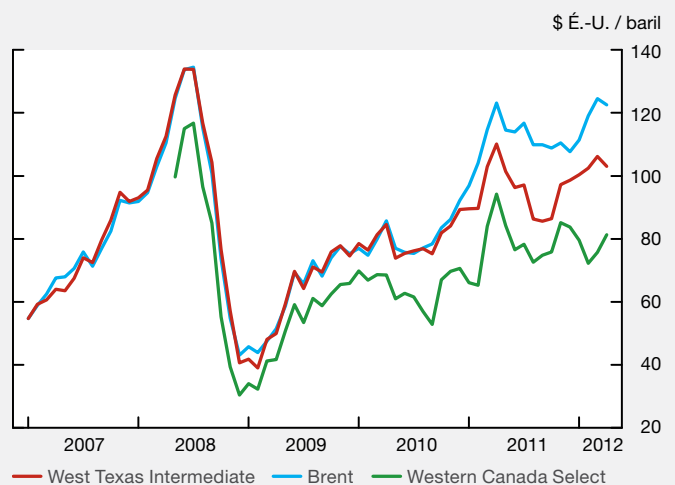
Les cours mondiaux du pétrole, mesurés par ceux du brut de référence Brent, se sont élevés de 15 % environ depuis leur dernier creux, touché en octobre 2011. Leur remontée, attribuable surtout à des réductions d'approvisionnement et à l'augmentation des tensions politiques au Moyen-Orient, a une incidence à la fois sur l'activité mondiale et sur l'économie canadienne.

Les différents types de pétrole n'ont pas tous renchéri au même degré. Les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, tels que le West Texas Intermediate (WTI), demeurent bien inférieurs à leurs pendants internationaux en raison des surplus qui s'accumulent au terminal de Cushing (Oklahoma), point de livraison du WTI (**Graphique 1-A**). De plus, en 2012, les bruts canadiens comme le Western Canada Select (WCS) se sont négociés à la baisse, en grande partie sous l'effet conjugué de la forte croissance de l'offre, de mises hors service temporaires de raffineries et d'oléoducs au Canada et dans le Midwest américain et du manque généralisé de capacité pipelinère pour acheminer le brut vers d'autres régions. Cette évolution a eu pour effet de creuser un écart de prix sans précédent entre le Brent et le WCS (**Graphique 1-B**).

La poussée récente des cours du pétrole a des implications légèrement négatives pour l'économie mondiale.

Graphique 1-A : Les cours des bruts en Amérique du Nord demeurent bien inférieurs à leurs pendants internationaux

Données mensuelles



Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

Sources : Banque du Canada et Bloomberg

Dernière observation : avril 2012

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

Les hausses qui sont principalement induites par des perturbations de l'approvisionnement et le relèvement des primes de risque accentuent les pressions inflationnistes et freinent l'activité à l'échelle du globe. Les États-Unis, qui sont touchés à la fois par les prix du WTI et les cours mondiaux en tant que pays importateur net de pétrole, devraient voir leur croissance économique bridée, le renchérissement de l'or noir entraînant un recul du revenu disponible réel, une détérioration des termes de l'échange et une augmentation du coût des intrants pétroliers.

Parce qu'il est un exportateur net de pétrole, le Canada est habituellement favorisé par les hausses de prix de l'or noir, en particulier lorsque celles-ci résultent d'un accroissement de la demande globale dans le monde. La progression du revenu réel du pays associée à l'amélioration de ses termes de l'échange et à la montée de la demande à l'égard de ses exportations hors produits de base fait alors plus que compenser l'alourdissement des coûts pour les entreprises et les ménages¹.

Cependant, les augmentations des cours du pétrole qui sont liées à des facteurs d'offre ont moins d'effets positifs sur le revenu réel du Canada, car le repli de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux du pays déprime la demande de ses exportations hors produits de base. Les retombées peuvent être encore plus limitées, ou même devenir négatives, si le cours du pétrole importé grimpe plus que celui du pétrole exporté.

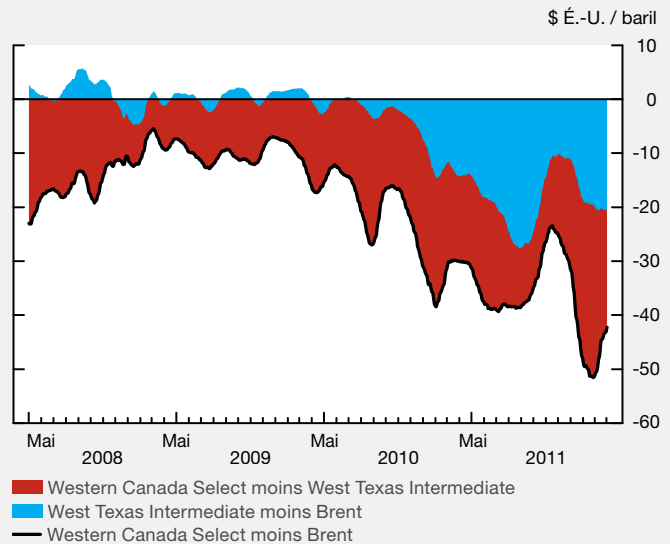
Voilà qui explique pourquoi l'évolution des prix de l'or noir depuis janvier s'est révélée défavorable pour le Canada. En effet, celle-ci a été déterminée par des facteurs d'offre et le fait que le prix du pétrole importé (lié en grande partie au cours du Brent) s'est accru alors que celui du pétrole exporté (plutôt lié aux cours du WTI et du WCS) s'est replié. Le renchérissement des importations canadiennes de pétrole gonfle les coûts de production des entreprises du pays et exerce des pressions à la hausse sur les prix de l'essence, dont la moitié environ est produite à partir de pétrole raffiné indexé sur le cours du Brent². À elle seule, la

¹ On trouvera une description détaillée des canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influencer sur la croissance économique au Canada dans la Note technique 2 de la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

² Pour en savoir plus sur la relation entre les prix du pétrole brut et de l'essence au Canada, voir la Note technique 3 du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2011.

Graphique 1-B : L'écart entre les cours canadiens et mondiaux du brut s'est élargi pour atteindre des niveaux record

Données quotidiennes



Nota : Les valeurs pour avril 2012 sont des estimations basées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 avril 2012. Les cours du Brent se fondent sur les prix des contrats à terme à échéance rapprochée.

Sources : Banque du Canada et Bloomberg Dernière observation : avril 2012

dégradation des termes de l'échange pour le pétrole abaisse le revenu réel disponible pour l'achat de biens et de services étrangers et, par conséquent, le revenu intérieur brut réel du pays. Le fléchissement du revenu réel peut, à son tour, freiner les dépenses en biens et services produits au pays.

Avec l'accroissement du taux d'utilisation des capacités dans les raffineries qui ont subi des pannes temporaires et l'inversion prévue du sens de l'écoulement du pétrole dans l'oléoduc Seaway, les cours des bruts canadiens et du brut WTI devraient se rapprocher dans les mois à venir, contribuant ainsi à améliorer les termes de l'échange du Canada³. On s'attend toutefois à ce que l'écart de prix entre le WTI et le Brent persiste un certain temps, tant que le terminal de Cushing ne sera pas désengorgé par l'ajout d'une capacité pipelinrière aux États-Unis ou au Canada.

³ L'inversion du sens de l'écoulement dans l'oléoduc Seaway, qui achemine actuellement le pétrole de la côte américaine du golfe du Mexique vers Cushing, devrait être réalisée en juin. On prévoit que le réseau inversé atteindra sa pleine capacité au premier trimestre de 2013.

L'économie canadienne

La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne croisse à un rythme modéré durant la période de projection et à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence reste près de la cible de 2 %. Elle continue de prévoir que, pendant cette période, l'expansion économique sera alimentée par la hausse de la demande intérieure privée. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une contribution minimale à la croissance globale, compte tenu de la mollesse de la reprise de l'activité économique à l'étranger et des problèmes qui se posent toujours au Canada sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien.

L'économie canadienne fait preuve d'un dynamisme un peu plus grand que la Banque ne l'anticipait dans le *Rapport* de janvier. Les vents contraires extérieurs auxquels est confrontée l'économie canadienne se sont quelque peu apaisés, la reprise aux États-Unis s'étant révélée plus résiliente, et les conditions financières plus avantageuses, qu'escompté précédemment. En outre, comme la confiance s'est redressée plus vite que prévu en janvier, la Banque est d'avis qu'au cours des trimestres à venir, l'incertitude mondiale aura un effet modérateur moins prononcé sur les dépenses des ménages et des firmes du Canada.

Les conditions financières

L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore globalement très avantageux (**Graphique 17**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

Dans le contexte d'une amélioration des conditions financières à l'échelle mondiale, les conditions du crédit aux entreprises canadiennes ont recommencé à s'assouplir au premier trimestre, comme l'indiquent tant les résultats de l'[enquête que la Banque mène auprès des responsables du crédit](#) que ceux de son [enquête sur les perspectives des entreprises](#) (**Graphique 18**) (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque).

Les marchés financiers au Canada ont continué d'afficher une bonne tenue ces derniers mois, face aux fluctuations qui se sont manifestées en Europe. Les rendements des obligations du gouvernement canadien se situent juste au-dessus des bas niveaux observés au moment de la parution du *Rapport* de janvier et ont généralement évolué en parallèle avec les grands marchés étrangers. Les rendements des obligations de sociétés sont également demeurés à des niveaux très bas et le volume des émissions a augmenté (**Graphique 19**). Cette évolution positive est due en partie à la demande

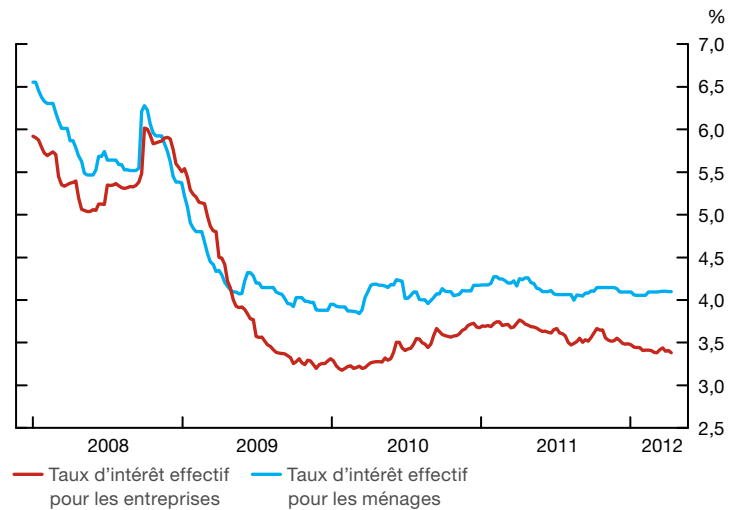
◀ *La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne croisse à un rythme modéré.*

◀ *Les vents contraires extérieurs auxquels est confrontée l'économie canadienne se sont quelque peu apaisés.*

◀ *Les marchés financiers au Canada ont continué d'afficher une bonne tenue.*

Graphique 17 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



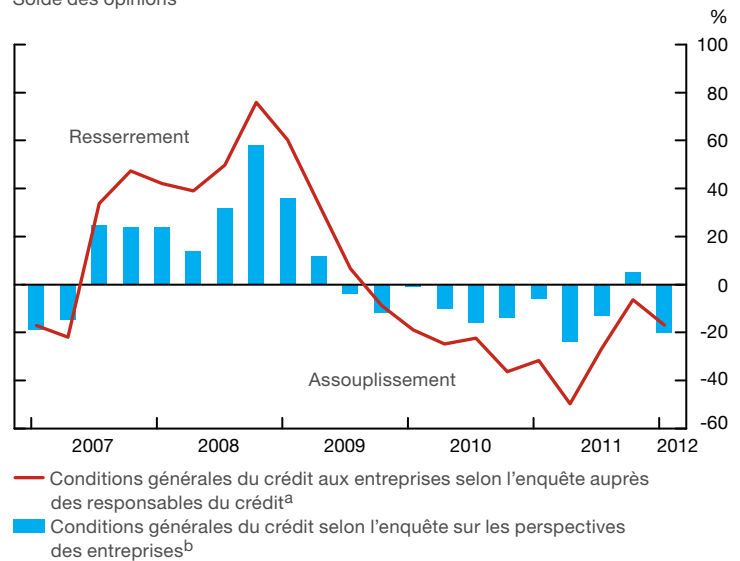
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 avril 2012

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes ont recommencé à s'assouplir au premier trimestre de 2012

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 : 2012T1

internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du Canada, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux. Bien que l'indice composite S&P/TSX ait quelque peu fléchi depuis janvier, les cours des actions des banques canadiennes, qui affichaient une meilleure tenue que ceux des titres des établissements d'autres économies avancées pendant une période d'incertitude accrue l'an dernier, ont encore monté.

Dans ce contexte, les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. La croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement accentuée ces derniers mois, ce qui concorde avec un certain assouplissement des conditions du crédit et une intensification de la croissance des investissements des entreprises. Cependant, compte tenu de leur solide situation financière globale, les sociétés non financières continuent d'avoir peu besoin de financement externe.

Le crédit demeure également très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques, principalement en raison du niveau exceptionnellement bas des taux hypothécaires fixes à long terme. Le rythme d'expansion des prêts aux ménages a cependant diminué au cours des derniers mois (**Graphique 20**), après avoir enregistré une croissance comparativement rapide sur une longue période, qui a porté les taux d'endettement des ménages à des niveaux record par rapport au revenu disponible.

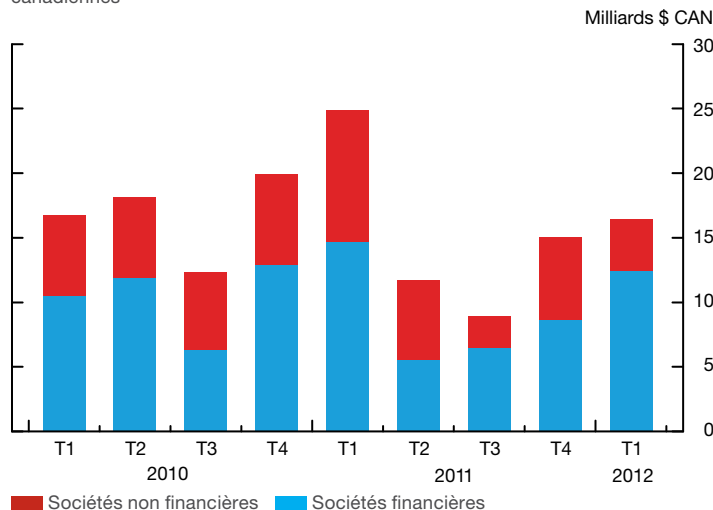
À la faveur d'une amélioration de la confiance au Canada ces derniers mois, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti, parallèlement à une préférence moindre pour la liquidité. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large a aussi quelque peu fléchi ces derniers temps, mais demeure en phase avec les pressions inflationnistes relativement modérées attendues à l'avenir.

◀ La croissance des prêts aux entreprises s'est légèrement accentuée.

◀ Le crédit demeure également très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques.

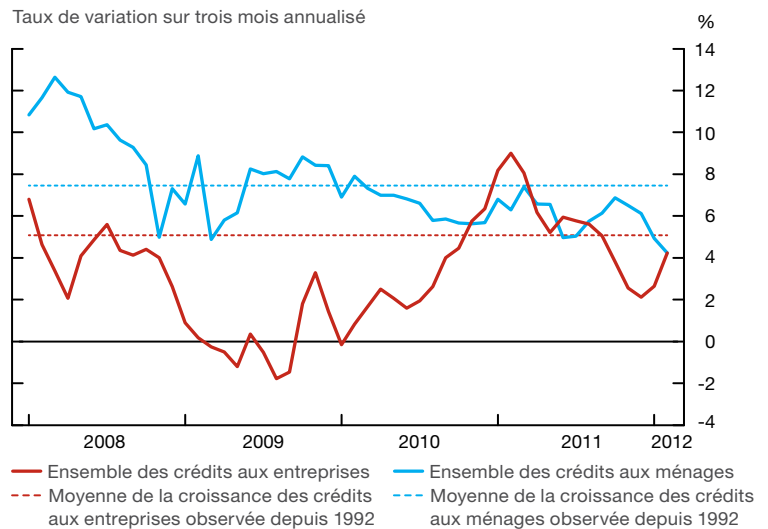
Graphique 19 : Le volume des émissions d'obligations canadiennes a augmenté

Émission d'obligations de sociétés libellées en dollars canadiens par des firmes canadiennes



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T1

Graphique 20 : La croissance du crédit aux entreprises s'est accentuée, tandis que celle du crédit aux ménages a ralenti

Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2012

La Banque juge à présent que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est moins importante qu'escompté précédemment.

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

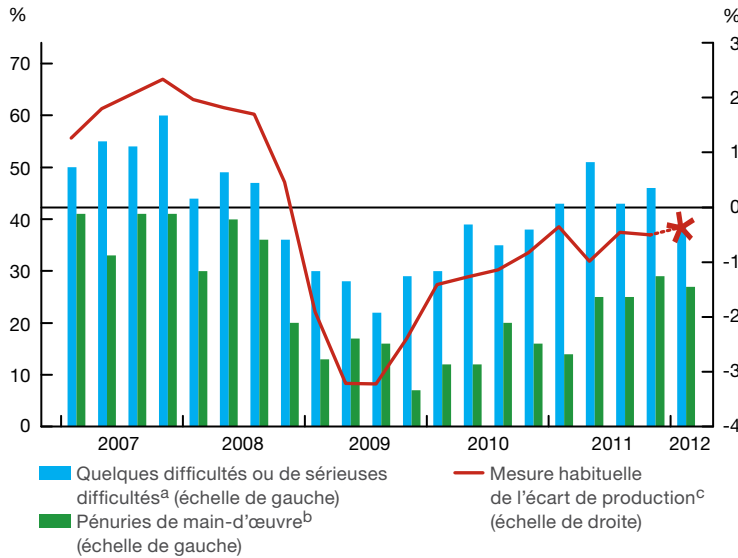
La Banque juge à présent que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est moins importante qu'escompté précédemment, estimant que le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2012 était de 0,3 % supérieur à ce qu'elle avait prévu dans le *Rapport* de janvier. Ce changement tient aux révisions à la hausse du taux d'expansion déclaré du PIB pour le troisième trimestre de 2011 et du taux estimatif de croissance pour le premier trimestre de 2012, qui se chiffre maintenant à 2,5 %, ainsi qu'à la croissance de 1,8 % au quatrième trimestre, laquelle a été *grosso modo* conforme aux attentes formulées en janvier. Dans l'ensemble, ces résultats rendent compte de la vigueur accrue de la consommation des ménages et des investissements des entreprises au Canada, de même que d'une activité à l'étranger plus forte que prévu. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production — qui s'établissait à -0,4 % au premier trimestre de 2012 — tend également à indiquer que les capacités excédentaires au sein de l'économie étaient moins grandes qu'envisagé auparavant (**Graphique 21**). Ces constatations concordent avec les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque au cours des derniers trimestres, selon lesquels la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique.

L'évolution des indicateurs du marché du travail cadre avec la persistance d'une offre excédentaire légèrement plus importante. Malgré des améliorations notables observées en mars, l'emploi et le taux de chômage ont globalement peu changé comparativement aux niveaux d'il y a six mois (**Graphique 22**). De même, la hausse abrupte, pendant la récession, de la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel ne s'est résorbée qu'en partie, ce qui donne à penser que le marché du travail continue de compter des ressources inutilisées. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, le pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre est aussi resté en dessous de sa moyenne historique.

La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2012.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2012, soit une marge de capacités excédentaires plus faible que ce qu'elle escomptait en janvier.

Graphique 21 : L'économie canadienne demeure en situation d'offre excédentaire



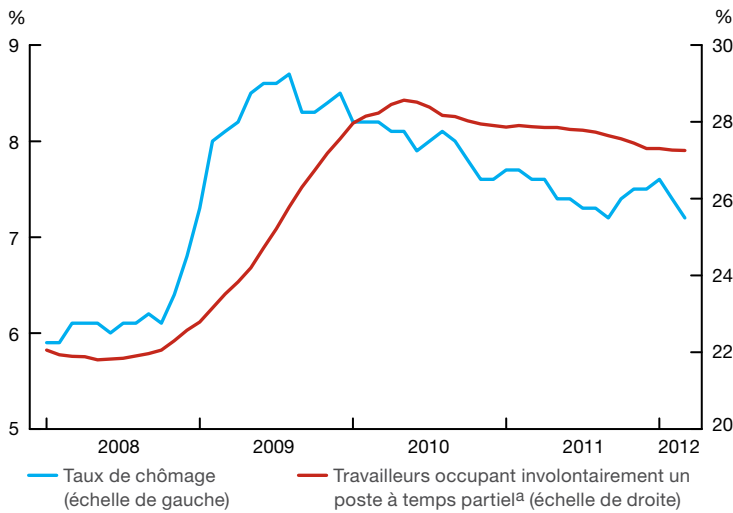
- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- 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 premier trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T1

Graphique 22 : Des indicateurs révèlent qu'il reste une certaine marge de ressources inutilisées sur le marché du travail

Données mensuelles



- a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

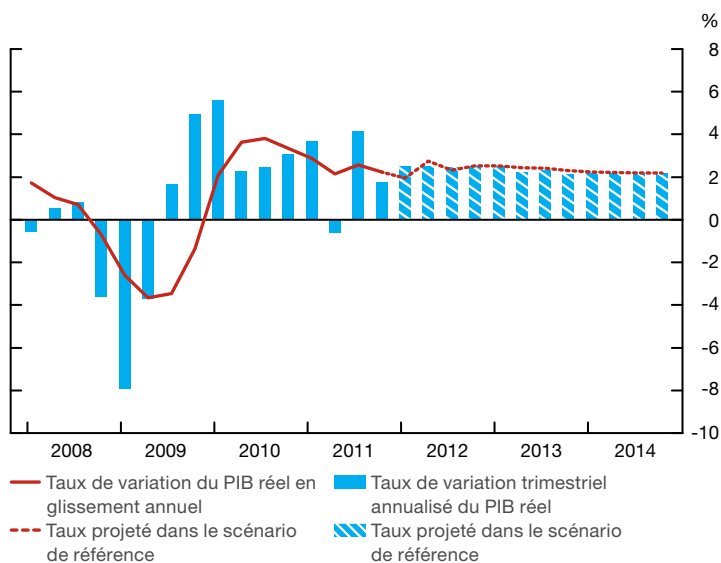
Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2012

L'économie réelle

La Banque s'attend à ce que l'économie continue de croître à un rythme modéré durant la période de projection (Graphique 23). Le taux d'augmentation du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait s'établir à 2,4 % en 2012 et en 2013, avant de ralentir pour se situer à 2,2 % (ce qui correspond au taux d'accroissement de la production potentielle) en 2014 (Tableau 2). Soutenue par des conditions financières avantageuses au pays, la demande intérieure privée devrait être à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada sur la période de projection (Graphique 24).

Graphique 23 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



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

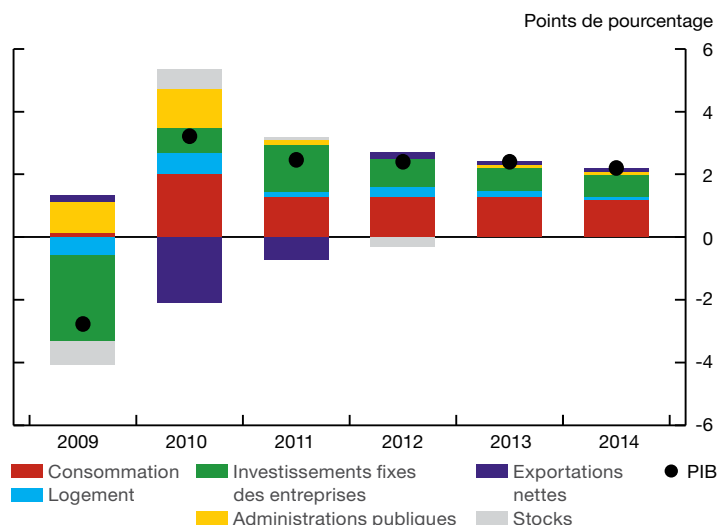
Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage^a

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,3 (1,1)	1,3 (1,1)	1,3 (1,4)	1,2
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	0,2 (0,2)	0,1
Administrations publiques	0,2 (0,3)	0,0 (-0,1)	0,1 (0,2)	0,1
Investissements fixes des entreprises	1,5 (1,3)	0,9 (0,6)	0,7 (1,0)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (2,9)	2,5 (1,9)	2,3 (2,8)	2,1
Exportations	1,3 (1,3)	1,7 (1,1)	1,1 (1,0)	1,3
Importations	-2,1 (-2,0)	-1,5 (-0,8)	-1,0 (-1,0)	-1,2
Total partiel : exportations nettes	-0,7 (-0,7)	0,2 (0,3)	0,1 (0,0)	0,1
Stocks	0,1 (0,2)	-0,3 (-0,2)	0,0 (0,0)	0,0
PIB	2,5 (2,4)	2,4 (2,0)	2,4 (2,8)	2,2
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,4)	2,2 (1,9)	2,5 (3,0)	2,4

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 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 2011.

Graphique 24 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir presque entièrement à la demande intérieure privée

Contribution à la croissance du PIB réel



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

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

	2011	2012				2013				2014			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	1,8 (2,0)	2,5 (1,8)	2,5 (1,8)	2,4 (2,1)	2,5 (2,6)	2,5 (3,1)	2,2 (3,1)	2,3 (3,0)	2,2 (2,8)	2,2	2,2	2,2	2,2
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,1)	2,0 (1,7)	2,7 (2,3)	2,3 (1,9)	2,5 (2,1)	2,5 (2,4)	2,4 (2,7)	2,4 (2,9)	2,3 (3,0)	2,2	2,2	2,2	2,2
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,2)	2,1 (2,1)	1,9 (2,0)	1,8 (1,9)	1,8 (1,7)	1,8 (1,9)	2,1 (1,9)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,8)	2,4 (2,2)	2,0 (1,5)	2,2 (1,7)	2,2 (1,7)	2,1 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	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)	2,5 (2,7)	2,3 (2,1)	1,9 (1,4)	2,1 (1,6)	2,1 (1,6)	2,1 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI ^b (niveau)	94 (94)	103 (101)	103 (102)	104 (102)	105 (101)	105 (100)	105 (99)	104 (98)	103 (98)	102	101	99	99
Brent ^b (niveau)	109 (109)	118 (112)	122 (111)	121 (110)	119 (109)	117 (107)	115 (106)	113 (105)	112 (103)	110	108	106	104

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

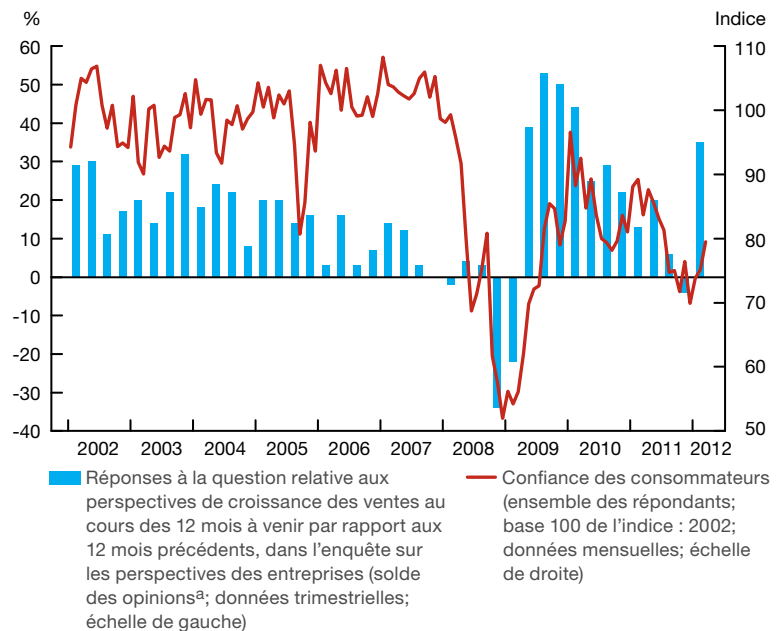
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 avril 2012.

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont légèrement plus fermes qu'en janvier, l'économie devant faire montre, tout au long de 2012, d'un plus grand dynamisme que prévu, même si le rythme de croissance projeté pour 2013 est à présent un peu plus modeste qu'anticipé auparavant (Tableau 3). Le profil trimestriel plus robuste pendant la majeure partie de l'année 2012 témoigne notamment d'un climat plus optimiste qu'on ne l'avait d'abord supposé, ce qui cadre avec le raffermissement des perspectives économiques aux États-Unis et dans le monde⁷. Le profil de

◀ Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont légèrement plus fermes qu'en janvier, l'économie devant faire montre, tout au long de 2012, d'un plus grand dynamisme que prévu.

⁷ Au premier semestre de 2012, la croissance devrait également être stimulée par des facteurs temporaires liés à la reconstitution des stocks de véhicules automobiles, qui fait suite à la réduction massive survenue dans les derniers mois de 2011 en raison des inondations en Thaïlande, ainsi qu'à la reprise d'une production plus normale du secteur pétrolier après les perturbations de la fin de l'année dernière.

Graphique 25 : La confiance des consommateurs et des entreprises s'est raffermie depuis le récent creux



a. Pourcentage d'entreprises qui prévoient un taux de croissance plus élevé diminué du pourcentage de celles qui prévoient un ralentissement

Sources : Conference Board du Canada et Banque du Canada Dernières observations : 2012T1 et mars 2012

croissance de la consommation et des investissements est plus élevée en début de période qu'envisagé antérieurement, reflétant en partie une remontée plus rapide de la confiance (Graphique 25). La hausse des cours mondiaux du pétrole depuis janvier ne devrait toutefois pas fournir une nouvelle impulsion à la demande intérieure, par l'intermédiaire d'une augmentation des revenus réels, étant donné que les prix que touchent les producteurs canadiens ont diminué alors que ceux que paient les consommateurs au pays ont augmenté (Encadré 1). Néanmoins, par suite du dynamisme plus marqué enregistré récemment par la demande intérieure privée, le profil des importations devrait être plus vigoureux qu'on ne le prévoyait en janvier, ce qui devrait contrebalancer la contribution accrue à la croissance économique apportée par le renforcement de l'activité à l'étranger et des exportations du Canada que laisse entrevoir la présente projection.

La progression des dépenses des ménages s'est redressée ces derniers trimestres.



La progression des dépenses des ménages (qui englobent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel) s'est redressée ces derniers trimestres et devrait se poursuivre à une cadence modérée jusqu'à la fin de 2014. La Banque est toujours d'avis que la consommation augmentera à un taux un peu inférieur au rythme d'expansion modéré projeté du revenu disponible des particuliers (Graphique 26), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne (Encadré 2). La croissance de l'investissement résidentiel, qui est actuellement soutenue par des conditions de financement hypothécaire très favorables (Graphique 27), devrait ralentir au cours de la période de projection. Le ratio des dépenses des ménages au PIB devrait néanmoins demeurer relativement élevé pendant la période projetée (Graphique 28). Dans ce contexte, on prévoit que le ratio de la dette au revenu des ménages s'accroîtra encore.

On prévoit que le ratio de la dette au revenu des ménages s'accroîtra encore.



Encadré 2

Le taux d'épargne, la richesse immobilière et l'endettement

Le taux d'épargne des particuliers au Canada s'est établi à 3,4 % au quatrième trimestre de 2011, soit à un niveau proche de la moyenne des dix dernières années. Ce taux est cependant largement inférieur à ce qui a été observé antérieurement. Le taux d'épargne s'est situé en moyenne aux environs de 9 % depuis 1961; si l'on fait abstraction de la période allant du milieu des années 1970 jusqu'à la fin des années 1980, qui s'est caractérisée par une inflation à la fois forte et variable, le taux d'épargne moyen s'est chiffré à 6,5 % (**Graphique 2-A**)¹.

Les taux d'épargne historiquement faibles de la dernière décennie se sont inscrits sur fond d'innovations financières considérables, de hausses à la fois fortes et durables des prix des maisons et d'investissements résidentiels importants. Depuis 2001, la valeur du patrimoine immobilier résidentiel des Canadiens a doublé pour atteindre environ 3 billions de dollars.

Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que les ménages cherchent à consommer une partie de la hausse de leur richesse immobilière, soit en profitant du gonflement de l'avoir propre foncier pour en extraire des liquidités à dépenser ou, se sentant plus riches, en augmentant la part du revenu courant affecté à la consommation. Dans un cas comme dans l'autre, il en résulterait un recul du taux d'épargne mesuré des particuliers. Les estimations empiriques de la propension marginale des Canadiens à consommer la richesse immobilière à long terme vont de 6 à 16 %, à condition que l'enrichissement soit perçu comme permanent². Cet effet de richesse immobilière sur la consommation pourrait s'être accentué avec le temps, à la faveur des innovations financières ayant permis de mobiliser plus facilement la plus-value des logements³.

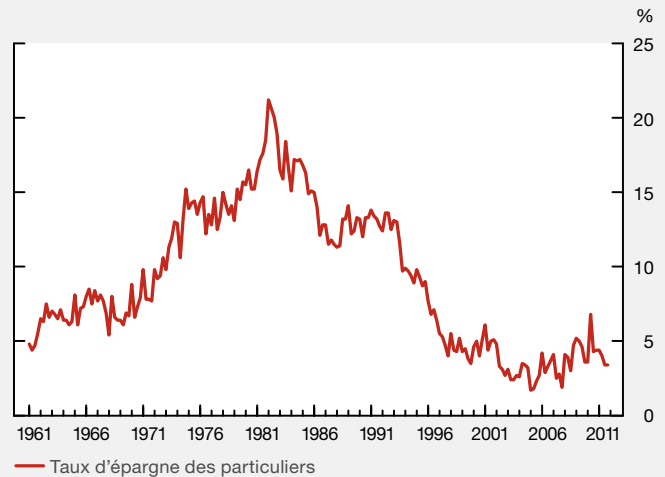
Des recherches réalisées à la Banque confirment que l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier par le biais d'emprunts s'est beaucoup accrue depuis dix ans, et qu'elle est responsable d'une grande partie de la hausse de l'endettement des ménages et a fortement contribué à soutenir la consommation⁴. Le montant des liquidités extraites au moyen de lignes de crédit garanties par l'avoir

foncier et de refinancements hypothécaires nets est passé de 8 milliards de dollars en 2001 à 64 milliards en 2010 (**Graphique 2-B**). Les résultats d'enquêtes indiquent qu'environ la moitié des liquidités prélevées est consacrée à la consommation immédiate ou au remboursement d'autres dettes, pour la plupart constituées d'emprunts à taux plus élevé ayant eux-mêmes servi à financer la consommation passée. Dans l'ensemble, on estime que les liquidités

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Le taux d'épargne des particuliers reste bas

Données trimestrielles

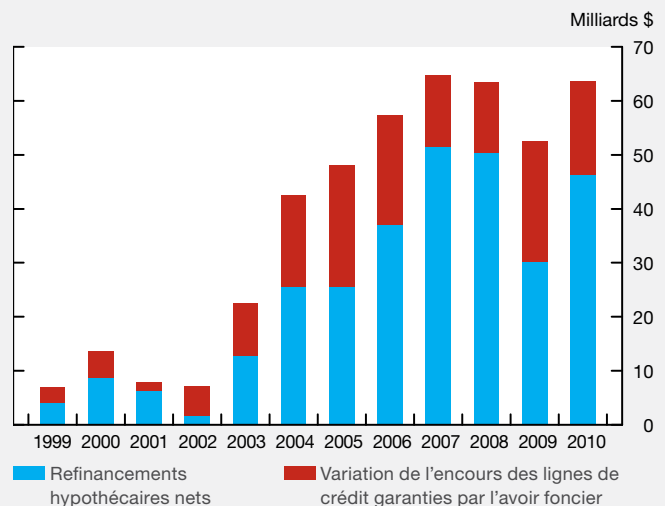


Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011T4

Graphique 2-B : L'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier a beaucoup augmenté au cours des dix dernières années

Composantes de l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier, données annuelles



Source : J. Bailliu, K. Kartashova et C. Meh, « Les emprunts et les dépenses des ménages au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver 2011-2012, p. 18-32

Dernière observation : 2010

1 Le contexte de forte inflation des années 1970 et 1980 explique pour une bonne part les taux d'épargne élevés constatés au cours de cette période. Il n'empêche que les taux d'épargne ont été plus bas durant la dernière décennie que dans les années 1960, période où l'inflation était tout aussi faible et stable.

2 Voir P. Catte, N. Girouard, R. Price et C. André (2004), « La contribution des marchés du logement à la résilience économique », *Revue économique de l'OCDE*, n° 38, et C. Bertaut (2002), *Equity Prices, Household Wealth and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 724.

3 En principe, l'avoir propre peut être transformé en liquidités de deux façons : par le recours au crédit ou par la vente d'actifs.

4 Voir J. Bailliu, K. Kartashova et C. Meh (hiver 2011-2012), « Les emprunts et les dépenses des ménages au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, p. 18-32.

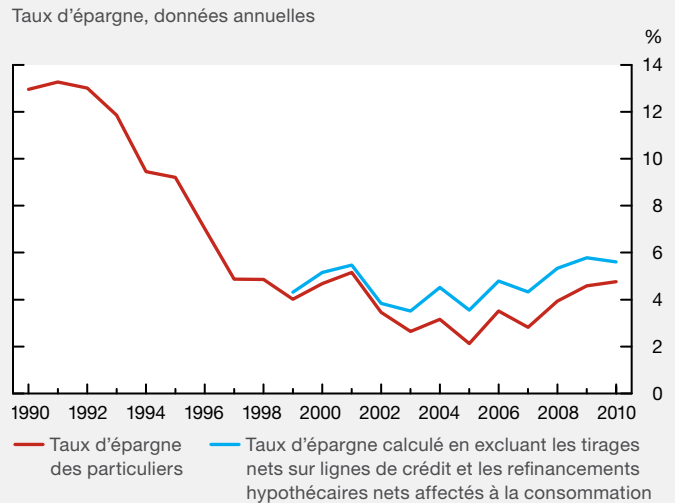
Encadré 2 (suite)

dégagées de l'avoir foncier ont permis de régler environ 3 % des dépenses de consommation au Canada ces dernières années, comparativement à moins de 1 % en 2001. Si l'on prend cette fois comme mesure du taux d'épargne des particuliers un taux calculé en excluant de la consommation totale la consommation financée directement à l'aide de lignes de crédit garanties par l'avoir foncier et de refinancements hypothécaires nets, on obtient pour la décennie récente un taux d'épargne moyen avoisinant 5 %, proche de celui observé durant la deuxième moitié des années 1990 (Graphique 2-C)^{5,6}.

On ne peut indéfiniment financer une hausse de la consommation par l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier. Lorsque la proportion des propriétaires qui tirent parti de l'appréciation de leur patrimoine immobilier au moyen de lignes de crédit garanties aura atteint son sommet, le taux d'épargne devrait augmenter, et le niveau de consommation diminuer par rapport au revenu. Les propriétaires qui auront

entamé leur capital immobilier seront plus vulnérables à une baisse du prix des maisons, laquelle pourrait restreindre encore davantage la consommation.

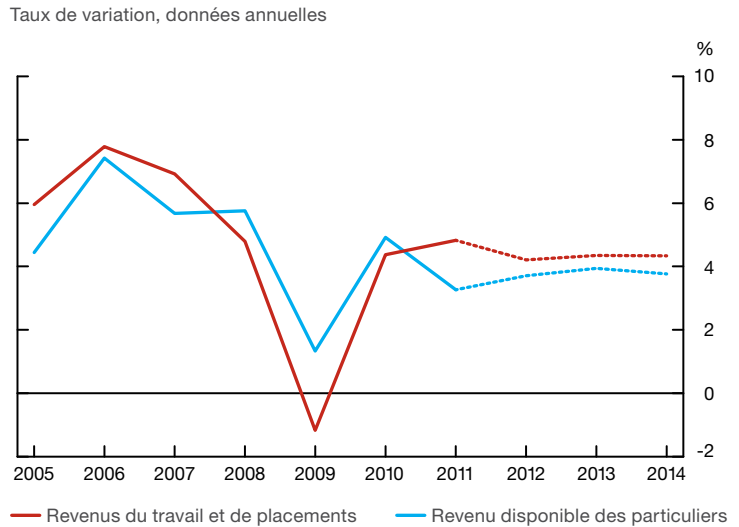
Graphique 2-C : L'accroissement de la consommation financée par l'extraction de liquidités de l'avoir propre foncier s'est accompagné d'une baisse marquée du taux d'épargne



Sources : Statistique Canada, enquête Canadian Financial Monitor et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2010

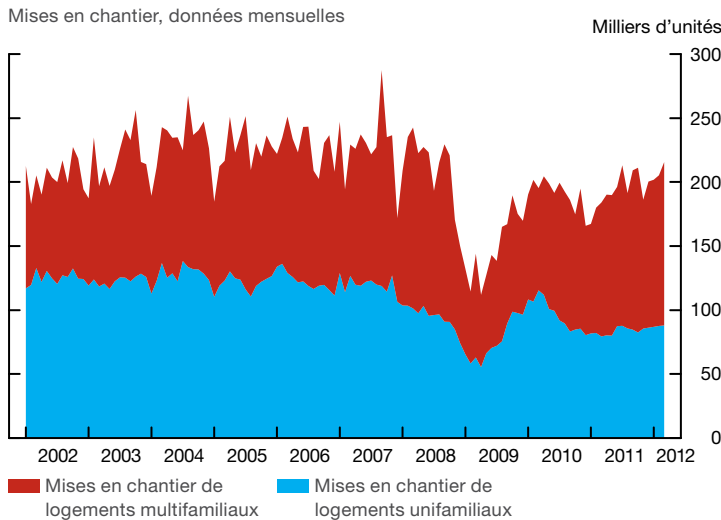
5 Voir A. Greenspan et J. Kennedy (2007), *Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2007-20, pour une analyse semblable des effets potentiels de l'extraction de liquidités de l'avoir foncier sur le taux d'épargne aux États-Unis.
 6 La présente analyse fait abstraction de possibles réactions endogènes des ménages et des institutions financières.

Graphique 26 : Le revenu disponible des particuliers devrait croître à un rythme modéré au cours de la période de projection



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

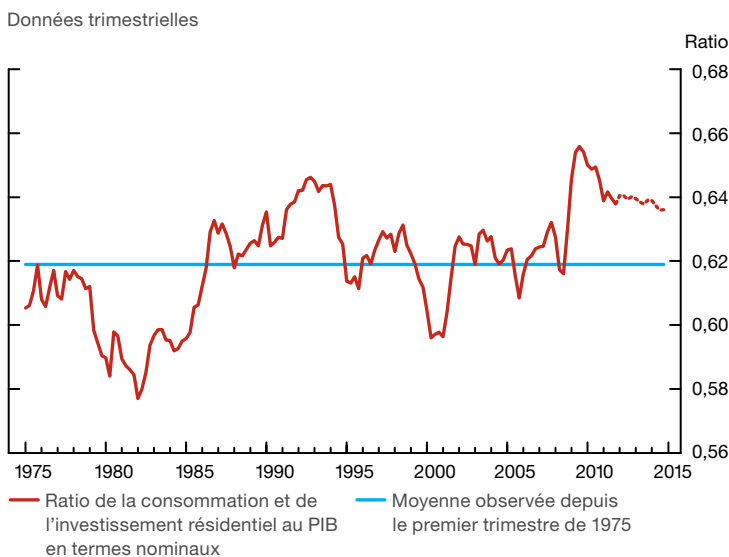
Graphique 27 : Les logements multifamiliaux contribuent grandement à l'activité dans le secteur du logement



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2012

Graphique 28 : On s'attend à ce que la part des dépenses des ménages dans le PIB demeure élevée



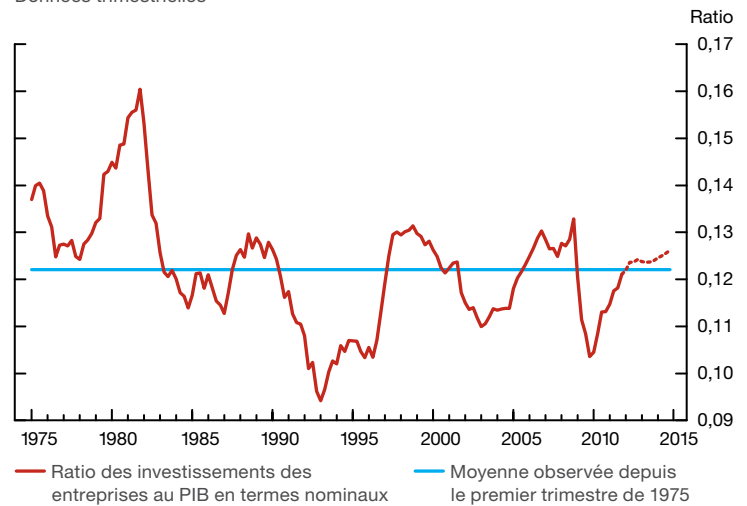
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque continue de s'attendre à une expansion robuste des investissements fixes des entreprises durant la période de projection, à la faveur de la situation financière solide des firmes canadiennes, des conditions de crédit avantageuses, des prix élevés des produits de base et de la vigueur du dollar canadien, ainsi qu'en raison de l'incitation à rehausser la productivité dans un contexte où les entreprises sont soumises à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. Ces perspectives de croissance robustes des investissements laissent supposer que la part de ces derniers dans le PIB se maintiendra globalement autour de sa moyenne historique (Graphique 29). Le profil d'évolution des investissements fixes des entreprises a été revu à la hausse depuis la parution du *Rapport* de janvier, en particulier pour 2012, au vu des perspectives économiques mondiales plus encourageantes et moins

◀ La Banque continue de s'attendre à une expansion robuste des investissements fixes des entreprises.

Graphique 29 : La part des investissements dans le PIB devrait se maintenir autour de sa moyenne historique

Données trimestrielles



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

incertaines. Cette prévision cadre avec les résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public, qui laissent entrevoir en 2012 une forte croissance, tirée par le secteur pétrolier et gazier, de même qu'avec ceux de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, qui indiquent que les intentions d'investissement pour les douze prochains mois demeurent fortement positives.

La Banque anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel.



La Banque anticipe une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel au cours la période projetée, conformément aux plans des gouvernements fédéral et provinciaux présentés dans les récents exposés budgétaires, qui visent à assainir les dépenses. À cet égard, les importantes révisions à la baisse dont ont fait l'objet les estimations des comptes nationaux concernant les dépenses publiques ces derniers trimestres donnent à penser que le retrait des mesures temporaires de relance budgétaire mises en place durant la récession était en grande partie achevé à la fin de 2011. À la lumière de ces faits, la Banque table, pour la période de projection, sur un profil d'évolution général des dépenses publiques un peu plus bas que ce n'était le cas en janvier.

On ne s'attend pas à ce que les exportations canadiennes regagnent avant la fin de 2013 le sommet atteint avant la récession.

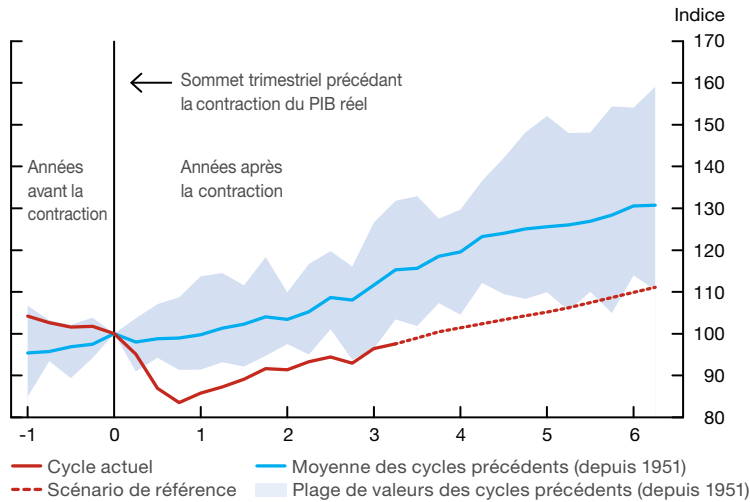


La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. Compte tenu des bas niveaux de la demande américaine de véhicules automobiles et de logements, conjugués aux difficultés qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité au Canada, on ne s'attend pas à ce que les exportations canadiennes regagnent avant la fin de 2013 le sommet atteint avant la récession (Graphique 30). En revanche, le niveau des importations a déjà retrouvé son sommet d'avant la récession. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 2 % du PIB, qui devrait persister durant la période projetée (Graphique 31).

Vu la conjoncture extérieure un peu plus favorable et la vigueur légèrement accrue de la demande intérieure, tant les exportations que les importations devraient augmenter à un rythme quelque peu plus rapide qu'escompté

Graphique 30 : On s'attend à ce que la reprise des exportations reste faible

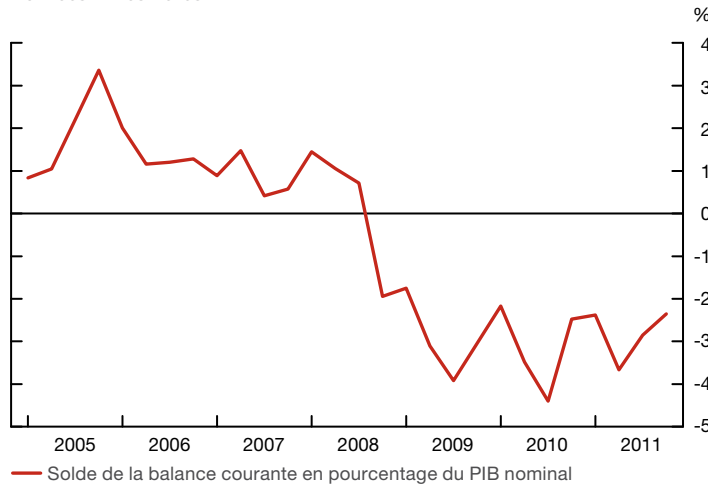
Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



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

Graphique 31 : Le déficit de la balance courante du Canada tient en partie à la faiblesse des exportations

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

en janvier, quoique la Banque estime toujours que les exportations nettes apporteront une contribution minimale à la croissance du PIB canadien au cours de la période de projection.

La Banque prévoit que, dans les trimestres à venir, le PIB réel du Canada progressera dans l'ensemble à une cadence légèrement plus rapide que le taux d'expansion estimatif de la production potentielle. En conséquence, l'économie devrait se remettre graduellement à tourner à plein régime d'ici le premier semestre de 2013, soit plus tôt qu'on ne l'envisageait en janvier dernier. Dans ce contexte, l'économie canadienne devrait afficher une marge de capacités inutilisées un peu moins importante tout au long de la période projetée que ne l'indiquait le scénario de référence du *Rapport* de janvier, ce qui rend compte dans une large mesure du niveau légèrement plus élevé de l'activité économique observé récemment.

◀ *L'économie devrait se remettre graduellement à tourner à plein régime d'ici le premier semestre de 2013.*

Par suite de la remontée des prix de l'essence ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue à un niveau plus élevé qu'on ne l'entrevoyait.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées.

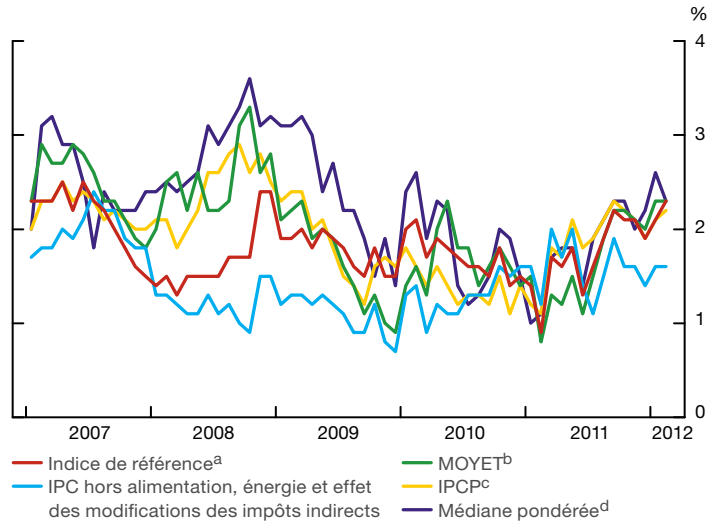
L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située en moyenne à 2,2 % en janvier et février, soit un chiffre quelque peu supérieur à celui de 2,1 % enregistré au quatrième trimestre de l'année dernière. Comme on l'avait prévu, la hausse graduelle par rapport au taux de 1,5 % affiché au premier semestre de 2011 tient en partie aux effets retardés du renchérissement des produits agricoles à l'échelle mondiale sur les prix des aliments et des vêtements, de même qu'à la dissipation de l'incidence de l'introduction de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario et en Colombie-Britannique au troisième trimestre de 2010 sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel. Ce mouvement à la hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence se constate également dans d'autres mesures de l'inflation sous-jacente (Graphique 32). Malgré le rythme d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, celui de l'IPC global, après avoir culminé à 3,4 % au deuxième trimestre de 2011, a reculé pour s'établir à 2,6 % en moyenne en janvier et février. Cette baisse s'explique par une certaine modération des prix de l'essence par rapport aux niveaux observés il y a un an, ainsi que par la disparition des répercussions directes de la TVH sur l'inflation en glissement annuel. Toutefois, par suite de la remontée des prix de l'essence ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est maintenue à un niveau plus élevé qu'on ne l'entrevoyait en janvier.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en avril font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 2,1 % et de 2,0 %, respectivement. Selon

Graphique 32 : L'inflation sous-jacente s'est inscrite légèrement à la hausse ces derniers temps

Différentes mesures de l'inflation sous-jacente, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



- Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
- Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.
- Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
- Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

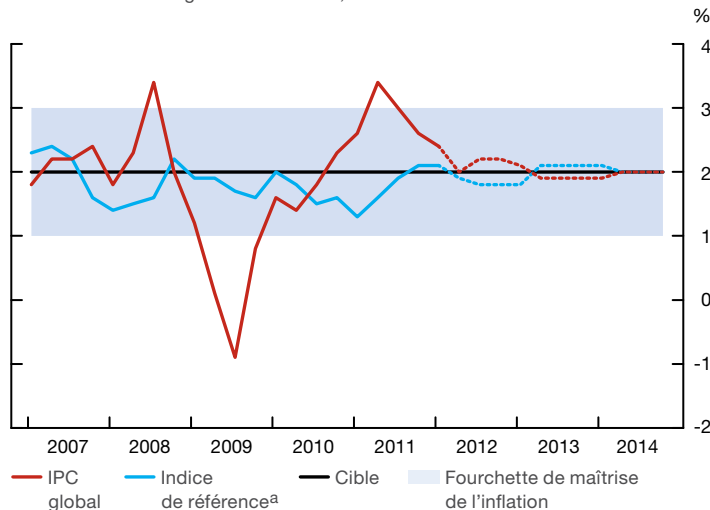
l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque, plus de 90 % des firmes estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection (Graphique 33), alors que l'économie continue de tourner près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée (Graphique 34) et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. La Banque prévoit un léger repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence dans les prochains mois, en raison de la disparition des effets de la montée des prix des aliments et des vêtements sur le taux d'inflation en glissement annuel, de même que de la baisse des prix de l'électricité. Elle anticipe que le rythme d'augmentation de l'indice de référence regagnera 2 % par la suite, l'offre excédentaire se résorbant complètement. En outre, les effets indirects du rétablissement annoncé de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient se traduire par une hausse modeste et temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence, à compter du deuxième trimestre de 2013⁸.

► L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection.

Graphique 33 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait rester aux environs de 2 % au cours de la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.

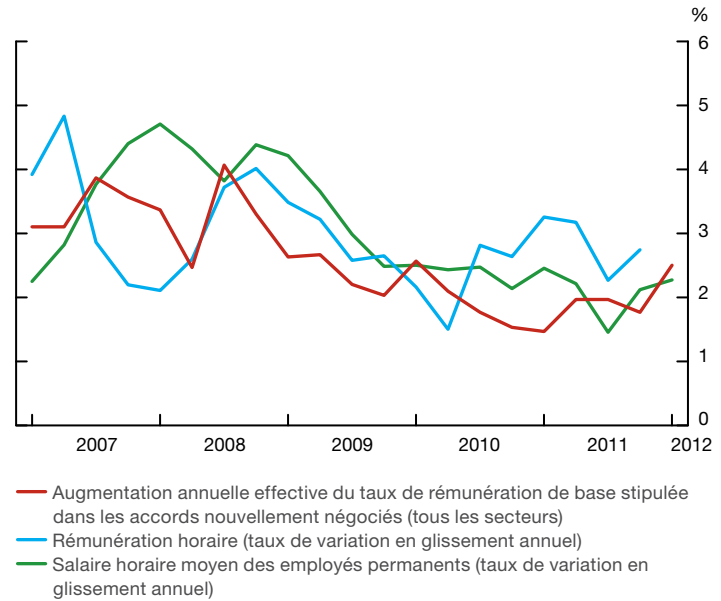
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

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

⁸ La Colombie-Britannique a annoncé qu'en avril 2013, elle allait annuler l'harmonisation, en vigueur depuis juillet 2010, de sa taxe de vente provinciale avec la taxe fédérale sur les produits et services. La section sur la projection en matière d'inflation du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2010 contenait des précisions sur les estimations de l'incidence directe de cette harmonisation sur l'inflation mesurée par l'IPC global et de son incidence indirecte sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Selon les calculs de la Banque, les modifications annoncées visant la TVH et les autres impôts indirects en Colombie-Britannique devraient se traduire temporairement, entre le deuxième trimestre de 2013 et le premier trimestre de 2014, par une hausse estimative de 0,1 point de pourcentage du taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice de référence et par une baisse estimative de 0,1 point de pourcentage de celui de l'IPC global. Tout comme dans le scénario de référence de janvier, la projection intègre également l'incidence de la majoration de la taxe de vente du Québec en janvier 2012, qui, d'après les estimations, devrait ajouter 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2012. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des impôts indirects, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix.

Graphique 34 : La rémunération du travail a progressé modérément ces derniers trimestres

Données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2012 pour l'augmentation effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés sont établis de manière approximative à partir des données de janvier.

Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

Dernières observations : 2011T4 et 2012T1

L'inflation sous-jacente est un peu plus élevée que dans le *Rapport* de janvier, en bonne partie à cause des capacités excédentaires moindres au sein de l'économie.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait fléchir dans les prochains mois pour se situer près de la cible de 2 %.

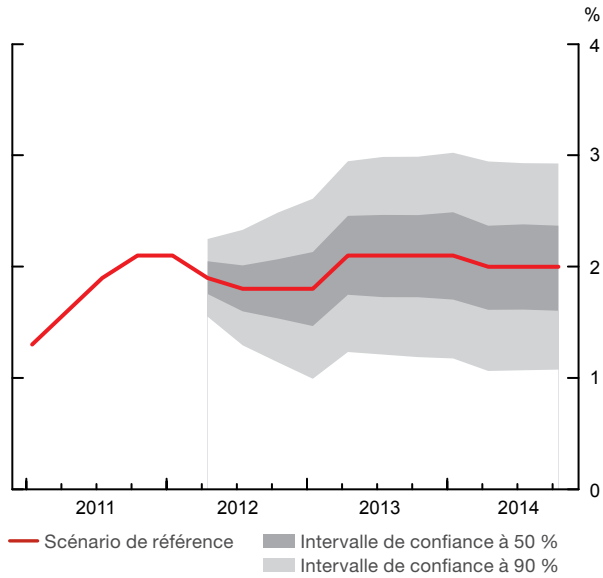
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait également fléchir dans les prochains mois pour se situer près de 2 %, compte tenu en partie d'une baisse du taux d'accroissement de l'indice de référence, et demeurer aux alentours de la cible durant le reste de la période projetée. La Banque ne s'attend plus à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global descende sensiblement sous les 2 % plus tard en 2012. Cela tient à une inflation sous-jacente un peu plus élevée et, surtout, au fait que les prix plus élevés de l'essence observés récemment (attribuables principalement à l'ascension des cours du pétrole brut Brent, **Encadré 1**) devraient se révéler plus persistants.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détention monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 35** et le **Graphique 36** 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 deuxième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

Graphique 35 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

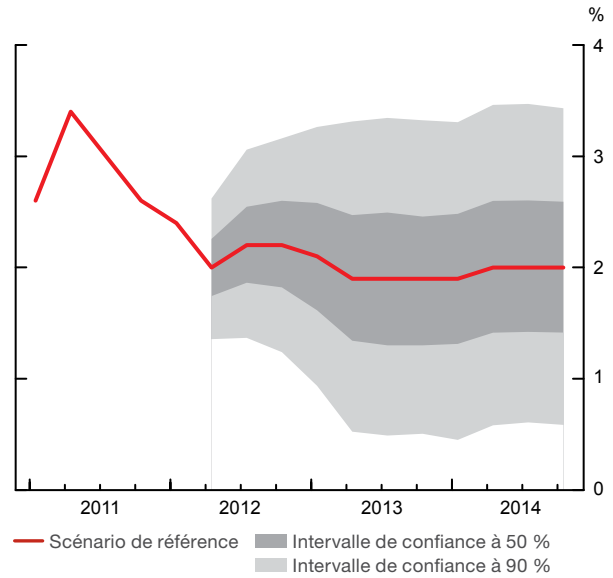
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 36 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Malgré l'amélioration récente des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques demeurent élevés. La prise d'importantes mesures destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro a réduit la probabilité d'un événement négatif extrême, mais les risques à cet égard restent nettement à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix du pétrole soient plus élevés qu'attendu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus persistantes qu'anticipé présentement si les prix du pétrole continuent d'augmenter et demeurent au-dessus des niveaux indiqués par les cours actuels des contrats à terme.
- La demande du secteur privé aux États-Unis pourrait être plus forte que prévu et la politique budgétaire pourrait exercer un effet modérateur plus faible qu'escompté sur la croissance si les autorités américaines étalent les mesures d'assainissement budgétaire après les élections de novembre.
- Les dépenses des ménages canadiens ont été plus robustes qu'attendu et pourraient afficher un dynamisme supérieur à ce qu'on entrevoit actuellement.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à une nouvelle intensification des inquiétudes concernant la dette souveraine et le secteur bancaire en Europe, et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

- Bien que les mesures de politique destinées à résoudre la crise de la dette souveraine et du secteur bancaire dans la zone euro aient contribué à une certaine amélioration de la situation sur les marchés européens des titres d'emprunt et de la conjoncture financière internationale, ce risque pourrait s'accroître de nouveau et se répercuter sur le Canada par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.
- Le lourd endettement persistant 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 notables 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.

