



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

! CÉLÉBRONS 75 ANS
! CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2010



LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

! CÉLÉBRONS 75 ANS
! CELEBRATING 75 YEARS

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2010

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.

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. La partie la plus facile est maintenant derrière nous.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
30 septembre 2010
Windsor (Ontario)*

Table des matières

1	Vue d'ensemble
3	L'économie mondiale
4	L'évolution récente
9	L'évolution des marchés financiers mondiaux
11	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale
15	L'économie canadienne
15	L'évolution récente
15	L'activité économique
17	La croissance de la production potentielle
17	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie
20	L'inflation et la cible de 2 %
21	Les conditions financières au Canada
23	Le taux de change
24	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne
24	L'offre et la demande globales
28	La projection en matière d'inflation
31	Les risques entourant les perspectives

Notes techniques

6	La dynamique du marché du travail au Canada et aux États-Unis
18	Révisions touchant la croissance de la production potentielle
27	L'investissement et la reprise

Vue d'ensemble

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. Dans les économies avancées, les facteurs temporaires favorisant la croissance en 2010 — tels que le cycle des stocks et la demande refoulée — ont déjà fait sentir leurs effets en grande partie, et les stimulants budgétaires feront place à l'assainissement budgétaire pendant la période de projection. Même si la Banque prévoit que la demande privée dans les économies avancées se raffermira suffisamment pour soutenir la reprise, elle s'attend à ce que la conjugaison de la dynamique difficile sur le marché du travail et de la réduction du levier d'endettement en cours dans bon nombre de ces économies modère le rythme de la croissance par rapport à celui qui était projeté. Ces éléments donneront lieu à une reprise plus faible qu'escompté, en particulier aux États-Unis. L'expansion des économies de marché émergentes devrait ralentir et s'établir à une cadence plus soutenable, à mesure que les politiques budgétaire et monétaire seront resserrées. Les tensions accrues sur les marchés des changes et les risques connexes associés aux déséquilibres mondiaux pourraient se traduire par une reprise plus lente et plus difficile à l'échelle du globe.

Les perspectives de l'économie canadienne ont changé. La Banque estime que la reprise économique sera plus graduelle qu'elle ne l'avait projeté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* et que la croissance de l'économie s'établira à 3,0 % en 2010, à 2,3 % en 2011 et à 2,6 % en 2012. Ce profil de croissance plus modeste reflète une reprise mondiale plus graduelle et un profil plus modéré des dépenses des ménages. Étant donné que l'activité recule nettement dans le secteur du logement comme prévu, et que les considérations liées à la dette des ménages gagnent en importance, la Banque s'attend à ce que la progression des dépenses des ménages ralentisse pour se rapprocher du taux d'augmentation des revenus au cours de la période de projection. Dans l'ensemble, la composition de la demande au Canada devrait se déplacer des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La vigueur de ces dernières sera sensible aux mouvements de change, au regain de croissance attendu de la productivité et aux perspectives d'évolution de la demande extérieure.

L'inflation au Canada a été légèrement inférieure à la projection de juillet de la Banque. La modération récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence cadre avec la persistance d'une offre excédentaire importante et le ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. La Banque juge que l'écart de production est un peu plus marqué et que l'économie retournera à son plein potentiel d'ici la fin de 2012, plutôt qu'au début de cette année-là comme elle l'avait anticipé en juillet. Les perspectives en matière d'inflation ont été révisées à la baisse et on prévoit maintenant que

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 15 octobre 2010.

tant le taux d'augmentation de l'IPC global que celui de l'indice de référence convergeront à 2 % d'ici la fin de 2012, à la faveur de la résorption graduelle de l'offre excédentaire dans l'économie et des attentes d'inflation qui demeurent fermement ancrées.

Ces projections demeurent entachées de risques considérables, et la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Les trois principaux risques à la hausse sont liés à la montée prévue des cours des produits de base, à une reprise de l'économie américaine qui serait plus vigoureuse qu'anticipé et à la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages. Ces risques à la hausse en matière d'inflation sont contrebalancés par trois risques à la baisse ayant trait à la compétitivité du Canada sur la scène internationale, aux perspectives de croissance de l'économie mondiale et à la possibilité d'une correction plus prononcée dans le marché canadien du logement.

Le 8 septembre 2010, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 1/4 de point de pourcentage pour le porter à 1 %. Le 19 octobre 2010, elle a maintenu le taux à 1 %. Le taux officiel d'escompte demeure à 1 1/4 %, et le taux de rémunération des dépôts, à 3/4 %. Cette décision laisse en place un degré de détente monétaire considérable, compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % dans un contexte caractérisé par une offre excédentaire importante au Canada.

En cette période de transition de la reprise mondiale et étant donné l'affaiblissement des perspectives aux États-Unis, les contraintes qui commencent à modérer la croissance des économies de marché émergentes et les considérations internes qui devraient ralentir la consommation et l'activité dans le secteur du logement au Canada, toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

L'économie mondiale

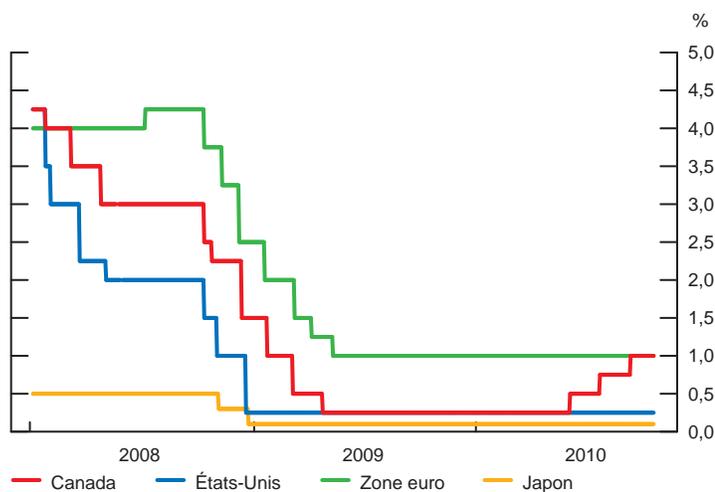
La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase. La croissance économique à l'échelle du globe a été favorisée jusqu'à maintenant par l'adoption rapide de mesures massives de relance monétaire et budgétaire dans les économies avancées et le dynamisme constant des économies de marché émergentes. Alors que les stimulants budgétaires sont éliminés de par le monde, on s'attend à ce que la demande privée devienne suffisamment solide pour soutenir une reprise modeste. Toutefois, dans l'ensemble, les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont plus faibles, ce qui tient aux grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains. Aux États-Unis, les ménages devront continuer de limiter leurs dépenses encore longtemps afin d'assainir leurs bilans et de reconstituer leur richesse. Dans les pays de l'Europe périphérique, l'ajustement budgétaire nécessaire vient juste de commencer. Dans ce contexte, les autorités monétaires de nombreuses économies avancées garderont probablement les taux directeurs à des niveaux historiquement bas pendant une longue période (**Graphique 1**) et, dans certains cas, pourraient adopter de nouvelles mesures de relance. Pour que la reprise mondiale soit durable, il faudra un plus grand déplacement de la

La reprise mondiale entre dans une nouvelle phase.

Dans l'ensemble, les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont plus faibles, ce qui tient aux grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains.

Graphique 1 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques dans la plupart des économies avancées

Données quotidiennes



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

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

Dernière observation : 15 octobre 2010

demande, facilité par une flexibilité accrue des taux de change. À l'heure actuelle, ces ajustements se manifestent par des pressions inflationnistes divergentes plutôt que par des mouvements de change, ce qui pourrait prolonger et compliquer la reprise.

L'évolution récente

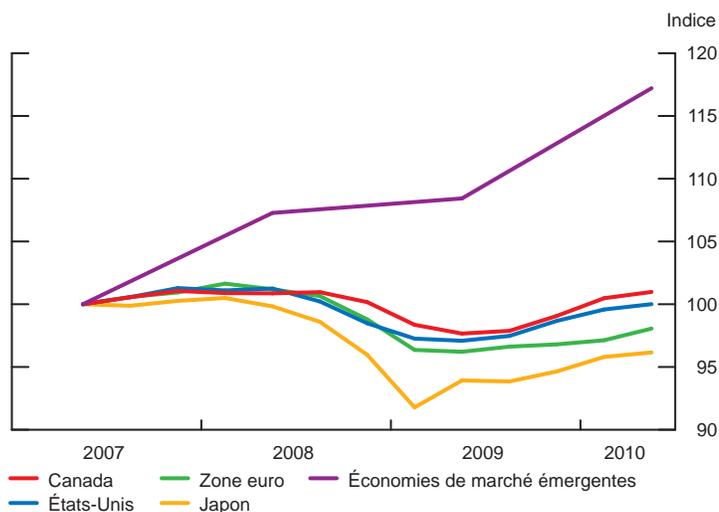
La reprise s'est ralentie aux États-Unis et au Japon, alors même que l'essor de l'activité est encore vigoureux dans la plupart des économies de marché émergentes.

L'évolution récente fait ressortir des écarts importants entre les régions au titre de la croissance économique tendancielle. La reprise s'est ralentie aux États-Unis et au Japon, alors même que l'essor de l'activité est encore vigoureux dans la plupart des économies de marché émergentes (**Graphique 2**). Si la croissance s'est raffermie dans les grandes économies d'Europe, l'activité s'est affaiblie de façon marquée dans les pays périphériques. Les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent modérées dans les grandes économies avancées, mais s'intensifient dans les pays émergents (**Graphique 3**).

La croissance du PIB américain a ralenti pour s'établir à un taux annualisé de 1,7 % en termes réels au deuxième trimestre et on estime qu'elle s'est redressée de 2,3 % au troisième trimestre, ce qui, dans les deux cas, est inférieur aux prévisions présentées dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*¹. Selon des données publiées récemment, les déterminants fondamentaux de la dépense des ménages ont évolué à la baisse ces derniers mois. Le marché du travail a enregistré une reprise modeste, ce qui a exercé un effet modérateur sur la croissance du revenu du travail (**Note technique 1**). De plus, les bilans des ménages sont soumis aux tensions découlant de niveaux d'endettement élevés et de la chute spectaculaire

Graphique 2 : Les économies de marché émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

PIB réel, base 100 de l'indice : 2007T2, données trimestrielles



Nota : Les courbes sont construites à partir des données de tous les trimestres dans le cas des économies avancées et des seules données des deuxièmes trimestres dans celui des économies de marché émergentes.

Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis,

Eurostat, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international

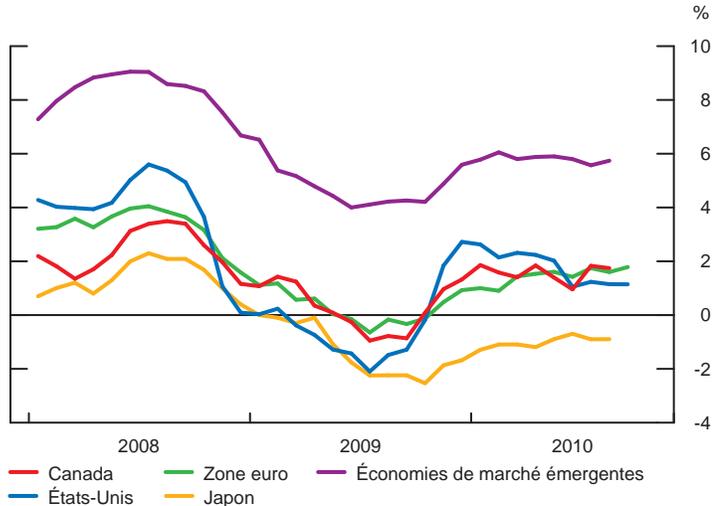
Dernière observation : 2010T2

¹ Les dernières révisions annuelles exhaustives des comptes nationaux américains montrent que la récession a été plus profonde que ce qui avait été signalé à l'origine. Le recul du PIB réel entre le sommet et le creux du cycle est maintenant estimé à 4,1 %, contre 3,8 % avant révision. La reprise a également été plus faible que ne l'indiquaient les chiffres initialement, la perte de production survenue pendant la récession qui avait été récupérée au premier trimestre de 2010 ne s'établissant pas à 66 % comme le donnaient à penser les premières données, mais à seulement 60 % environ.

des prix des maisons (**Graphique 4**), qui a laissé une proportion considérable de propriétaires de maison hypothéquée en situation de valeur nette négative. Sur une note plus positive, les données révisées des comptes nationaux américains indiquent que le taux d'épargne des particuliers s'est accru plus rapidement qu'on ne l'estimait précédemment, soit à un niveau cadrant avec un retour graduel de la richesse des ménages américains vers les moyennes historiques². Si les taux d'épargne se maintiennent près de leurs niveaux actuels (c'est-à-dire s'il n'y a pas d'autre choc de confiance), le rythme de progression de la consommation avoisinera celui des revenus.

Graphique 3 : Les pressions inflationnistes demeurent limitées dans les grandes économies avancées mais s'intensifient dans bon nombre d'économies de marché émergentes

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

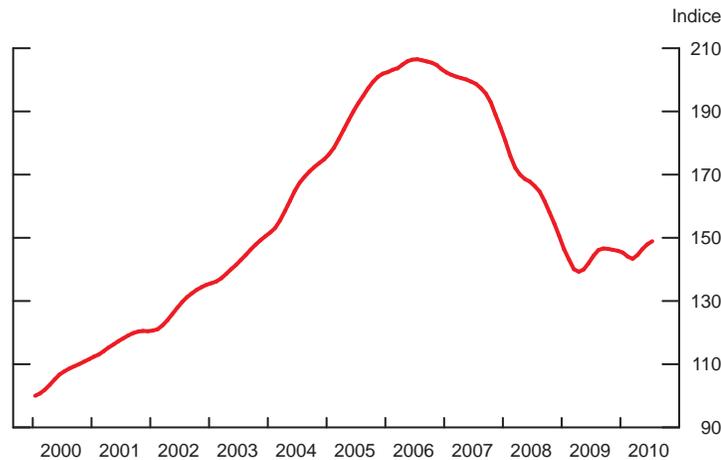


Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et Fonds monétaire international

Dernières observations : août et septembre 2010

Graphique 4 : Les prix des logements aux États-Unis ont chuté considérablement depuis le sommet atteint en juillet 2006 et ne se sont pas encore relevés

Indice composite de S&P/Case-Shiller portant sur 20 villes; base 100 de l'indice : janvier 2000, données mensuelles



Source : Standard & Poor's

Dernière observation : juillet 2010

² Le taux d'épargne moyen des deux dernières années est estimé à 5,4 % du revenu disponible, contre 3,7 % selon les données non révisées.

La dynamique du marché du travail au Canada et aux États-Unis

L'emploi a rebondi beaucoup plus fortement au Canada qu'aux États-Unis au cours de la reprise. En effet, le Canada a regagné la totalité des 400 000 emplois perdus pendant la récession, alors que les États-Unis n'ont retrouvé qu'environ un cinquième des emplois disparus (**Graphique 1-A**)¹. Le taux de chômage américain s'est accru sensiblement depuis 2007, malgré une chute appréciable du taux d'activité, car le chômage de longue durée demeure élevé (**Graphique 1-B**). Le haut taux de chômage au Canada résulte à la fois du redressement cyclique du taux d'activité et de l'augmentation générale de la population en âge de travailler.

Les gains réalisés au Canada au chapitre de l'emploi ont été concentrés démesurément dans le secteur public plutôt que dans le secteur privé, et ils ont surtout concerné des postes à temps partiel². Ces circonstances, entre autres, expliquent que le nombre d'heures travaillées n'ait pas cru autant que l'emploi durant la reprise. Mais, signe encourageant, les nouveaux emplois ont eu tendance à apparaître dans les secteurs où la rémunération est supérieure à la moyenne, par exemple celui des services professionnels.

On prévoit que plusieurs facteurs continueront de modérer la croissance du revenu du travail au Canada, dont le retrait des mesures de relance budgétaire, les limitations de la masse salariale annoncées par divers gouvernements et la lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées.

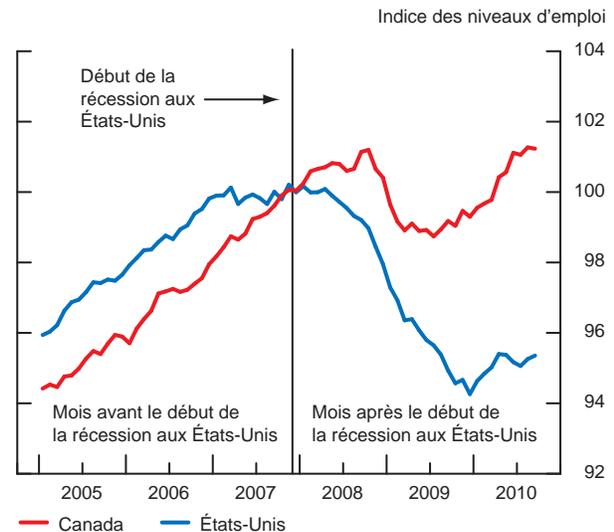
Aux États-Unis, le redressement des heures travaillées a été plus rapide que celui de l'emploi, mais la léthargie générale du marché du travail est demeurée une forte entrave à la reprise de l'économie. La restructuration d'industries majeures, telles celles de l'automobile, des services financiers et de la construction, a multiplié les pertes d'emplois, et il est probable que les difficultés d'emprunt des petites et moyennes entreprises continueront de freiner la création d'emplois. Les mesures de relance budgétaire tirant à leur fin, un redémarrage durable de la demande du secteur privé devra être soutenu par un marché du travail plus robuste et une croissance plus vigoureuse du revenu du travail.

1 Les chiffres avancés sont issus d'enquêtes menées auprès des ménages canadiens et américains. Les données tirées d'enquêtes auprès des entreprises indiquent une remontée plus lente de l'emploi dans les deux pays.

2 Le secteur public regroupe l'éducation, la santé et les services sociaux de même que l'administration publique.

Graphique 1-A : Niveaux d'emploi au Canada et aux États-Unis

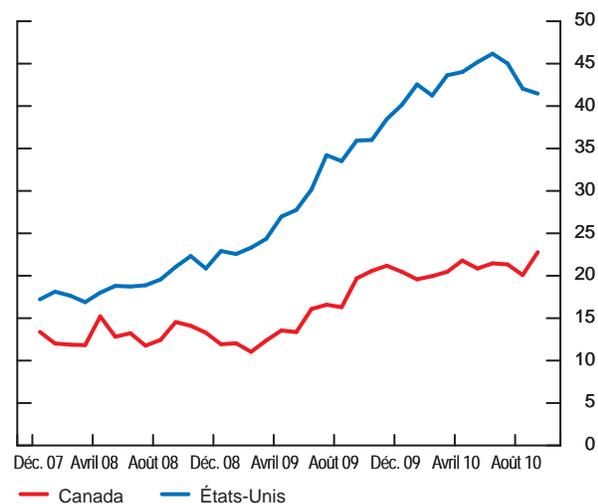
Base 100 de l'indice : 2007T4



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, National Bureau of Economic Research (pour l'établissement des dates relatives aux cycles économiques aux États-Unis) et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : septembre 2010

Graphique 1-B : Chômage de longue durée (au moins 27 semaines) en pourcentage du chômage total

Données mensuelles^a



a. La série de données relative au Canada n'est pas désaisonnalisée.

Sources : Statistique Canada et Bureau of Labor Statistics des États-Unis
Dernière observation : septembre 2010

Le marché résidentiel américain a fait montre d'un nouvel affaiblissement. À la suite de l'expiration du crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation, les ventes de logements ont reculé de façon marquée (**Graphique 5**), ce qui témoigne d'une demande sous-jacente plus faible. Par ailleurs, les stocks importants de maisons invendues (y compris les propriétés saisies) devraient freiner les mises en chantier et les prix du logement.

Aux États-Unis, les investissements des entreprises dans la construction demeurent également déprimés, en raison des hauts taux d'inoccupation. Par contre, la progression des investissements en équipement et en logiciels demeure vigoureuse, puisque les entreprises s'emploient à remplacer le capital qui s'était déprécié pendant la récession ainsi qu'à améliorer la productivité.

Considérés ensemble, ces facteurs permettent de croire que le redressement de la demande intérieure privée aux États-Unis sera plus graduel que postulé dans le *Rapport* de juillet.

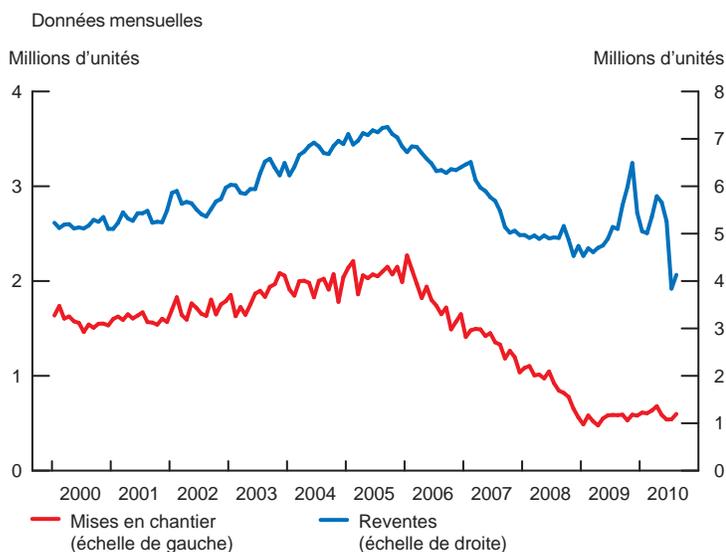
La croissance du PIB réel dans la zone euro s'est vivement accélérée au deuxième trimestre, atteignant 3,9 %. Cependant, des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme d'expansion plus modéré au troisième trimestre. L'activité dans les grandes économies d'Europe s'est nettement redressée, grâce à la vigueur des exportations. Les pays périphériques ont, quant à eux, enregistré une faible expansion de leur PIB réel et un chômage élevé. Les mesures prises par les gouvernements pour améliorer la viabilité des finances publiques ont atténué les craintes d'une crise majeure de la dette en Europe, mais un ajustement structurel considérable reste à réaliser.

Au Japon, la progression du PIB réel a ralenti de manière prononcée, pour se chiffrer à 1,5 % au deuxième trimestre, et les données récentes laissent augurer une faible croissance au troisième trimestre. Les mesures adoptées pour encourager la demande intérieure semblent avoir un léger effet positif, bien que le chômage reste relativement élevé. Les autorités japonaises ont pris de nouvelles mesures pour stimuler la croissance et alléger les pressions qui s'exercent sur leur monnaie; notamment, elles ont assoupli davantage

Le marché résidentiel américain a fait montre d'un nouvel affaiblissement.

Les mesures prises par les gouvernements pour améliorer la viabilité des finances publiques ont atténué les craintes d'une crise majeure de la dette en Europe, mais un ajustement considérable reste à réaliser.

Graphique 5 : Les indicateurs du marché du logement aux États-Unis révèlent une faiblesse de la demande fondamentale



Sources : National Association of Realtors et département du Commerce américain

Dernière observation : août 2010

La croissance du PIB réel de la Chine est demeurée solide, avoisinant les 10 % aux deuxième et troisième trimestres.

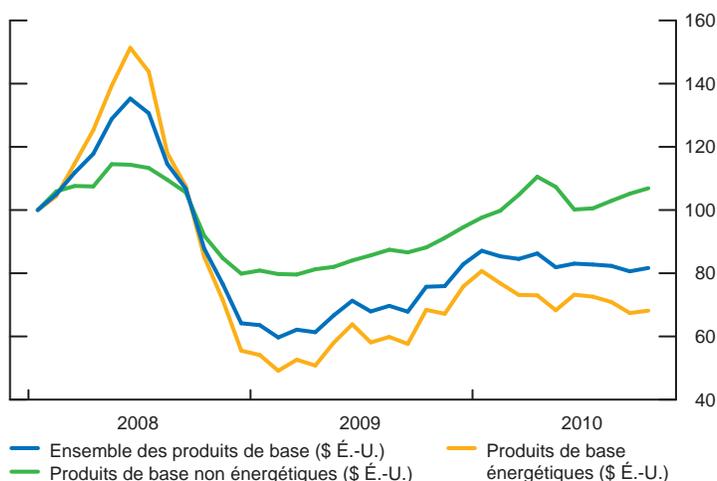
leurs politiques monétaire et budgétaire et sont intervenues sur les marchés des changes, ce qu'elles n'avaient pas fait depuis six ans. Elles ont proposé récemment un nouveau programme de relance budgétaire qui vise à stimuler la demande intérieure au moyen d'incitatifs à la consommation, de nouveaux projets d'infrastructure et de dispositifs d'aide à l'emploi.

La croissance du PIB réel de la Chine est demeurée solide, avoisinant les 10 % aux deuxième et troisième trimestres. Bien que les effets des stimulants budgétaires mis en place durant la récession aient commencé à s'estomper et que les actions menées pour modérer l'activité dans le marché du logement se soient mises à faire sentir leurs effets, la hausse des investissements et de la consommation est restée robuste. Les exportations nettes, par contre, n'ont contribué que modestement à la progression du PIB durant cette période, car tant les importations que les exportations ont augmenté rapidement.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada a reculé de quelque 4 % depuis la parution du *Rapport* en juillet (**Graphique 6**). Les cours du pétrole brut sont plus élevés, mais ceux du gaz naturel ont chuté considérablement du fait des conditions météorologiques et de l'offre excédentaire. Les prix des produits de base non énergétiques ont grimpé d'environ 5 % durant la même période et, dans certains cas, ont touché les sommets atteints récemment. La forte demande en provenance des économies de marché émergentes et l'intérêt grandissant des investisseurs ont soutenu les cours des métaux, alors que les conditions météorologiques ont entraîné un renchérissement des produits agricoles.

Graphique 6 : Les prix de l'énergie ont fléchi, alors que ceux des produits de base non énergétiques ont progressé

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada;
base 100 de l'indice : janvier 2008, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour octobre 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 15 octobre 2010.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2010

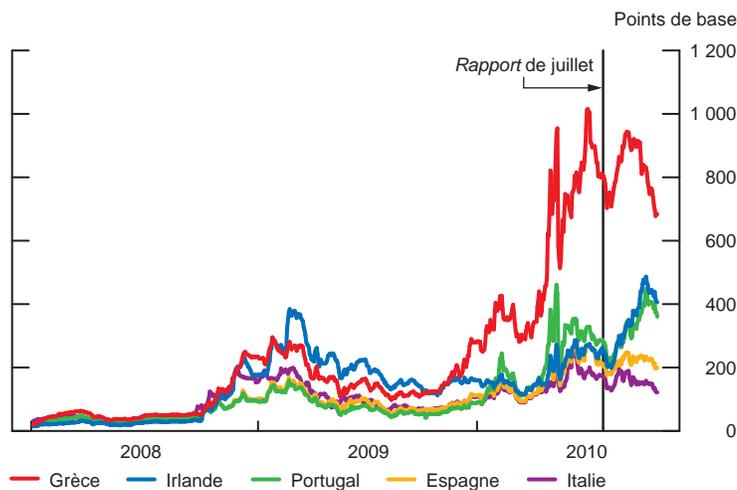
L'évolution des marchés financiers mondiaux

Dans l'ensemble, les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont très expansionnistes. Les taux d'emprunt se situent à des creux historiques ou près de ceux-ci dans certains pays, et l'accès aux marchés de capitaux demeure ouvert à une vaste gamme de sociétés émettrices financières et non financières. L'attention des marchés étant focalisée sur la vigueur et la durabilité de la reprise à l'échelle du globe, les préoccupations d'ordre macroéconomique ont dominé celles de nature idiosyncrasique, ce qui a entraîné des corrélations plus grandes entre les prix des actifs. Les inquiétudes subsistent au sujet des finances publiques et du secteur bancaire de quelques pays de l'Europe périphérique, et un choc négatif risquerait de provoquer des tensions renouvelées sur les marchés financiers internationaux (**Graphique 7**). Les pressions accrues sur les marchés des changes et les risques liés aux déséquilibres mondiaux croissants sont devenus une importante source de vulnérabilité.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont très expansionnistes.

Graphique 7 : Les écarts de crédit demeurent élevés dans certains pays européens

Écarts sur les swaps sur défaillance à cinq ans relatifs aux titres d'emprunteurs souverains



Source : Markit

Dernière observation : 15 octobre 2010

Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont reculé sensiblement depuis juillet (**Graphique 8**). En raison de l'assombrissement des perspectives concernant la croissance et l'inflation, les marchés s'attendent à ce que les taux directeurs soient maintenus à des niveaux très bas pendant une période plus longue qu'escompté précédemment et à ce que certains pays aient à recourir à de nouvelles mesures non traditionnelles pour stimuler la demande.

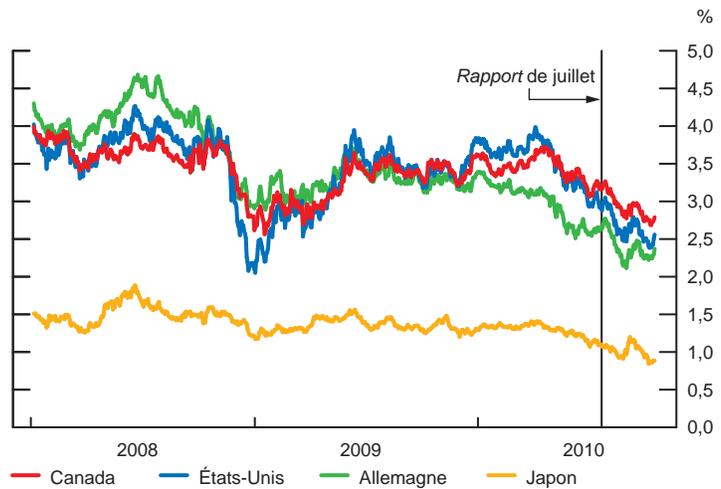
Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont reculé sensiblement depuis juillet.

À l'échelle internationale, les cours des actions ont monté depuis la parution du *Rapport* en juillet, tandis que les écarts de rendement sur obligations de sociétés se sont légèrement resserrés. La demande de ces titres demeure très forte, comme l'illustrent leurs rendements historiquement bas et le niveau record des émissions d'obligations en dollars É.-U. à rendement élevé (**Graphique 9**).

Les conditions d'octroi de prêts bancaires ont évolué dans des sens différents d'une économie avancée à l'autre. Les résultats d'enquêtes indiquent que les conditions du crédit se sont assouplies quelque peu aux États-Unis

Graphique 8 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies ont diminué depuis la parution du Rapport de juillet

Rendement des obligations d'État à 10 ans

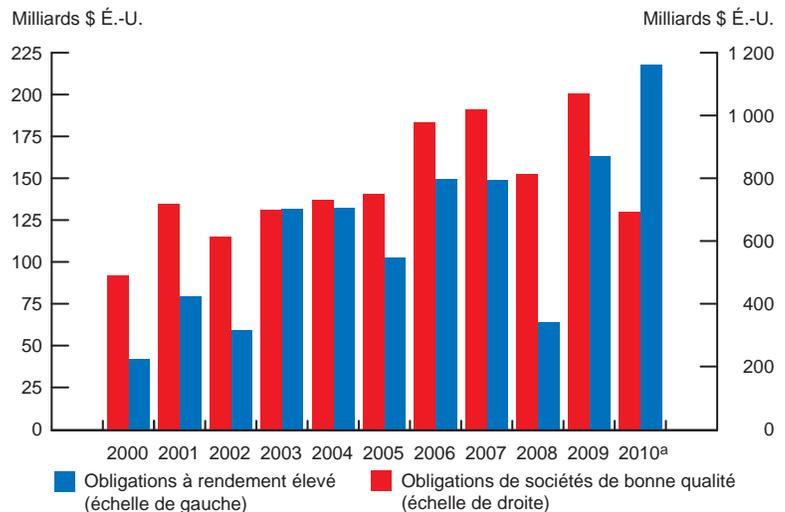


Source : Bloomberg

Dernière observation : 15 octobre 2010

Graphique 9 : L'émission d'obligations de sociétés a été soutenue, en particulier sur le marché des titres à rendement élevé

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



a. Depuis le début de 2010

Source : Bloomberg

Dernière observation : 15 octobre 2010

et au Japon au deuxième trimestre de 2010, ce qui représente une modeste détente par rapport au resserrement observé ces deux dernières années. Par contre, les banques de la zone euro ont durci les modalités de prêt aux entreprises.

Les économies de marché émergentes ont enregistré de fortes entrées de capitaux, les investisseurs étant en quête de rendements plus élevés. Les décideurs publics de certains de ces pays se sont attachés de plus en plus à restreindre l'incidence de cet afflux de capitaux sur leur monnaie et leur économie. En limitant les mouvements de capitaux, ces actions pourraient accroître la volatilité sur les marchés financiers et intensifier les tensions commerciales.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme plus graduel qu'on ne le prévoyait auparavant (**Tableau 1**). On s'attend à ce que la croissance dans les économies avancées ralentisse au cours de la prochaine année, sous l'effet du retrait des mesures de relance budgétaire et de la faible progression de la demande privée, alors que les économies émergentes devraient ralentir et se rapprocher de taux de croissance plus soutenables pendant la période de projection. Les mesures prises par les décideurs pour limiter les entrées de capitaux et éviter les mouvements de change entravent le déplacement de la demande des économies avancées vers les économies de marché émergentes, lequel est essentiel à une reprise durable.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme plus graduel qu'on ne le prévoyait auparavant.

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

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

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.

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

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

Source : Banque du Canada

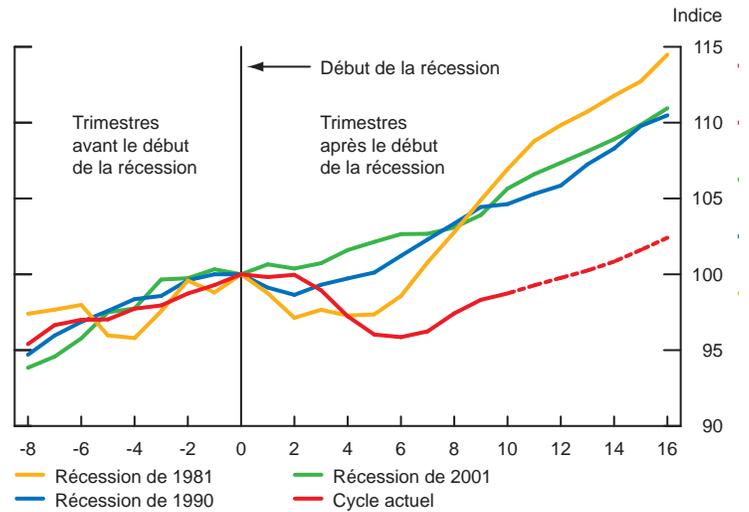
La Banque s'attend depuis longtemps à ce que la reprise aux États-Unis soit plus lente que durant les cycles d'après-guerre précédents (**Graphique 10**), ce qui est conforme à l'évolution observée par le passé à la suite de crises financières. Même si l'on prévoit toujours que la progression modeste de la demande intérieure privée vienne plus que contrebalancer l'effet modérateur provoqué par le retrait des mesures de relance budgétaire, les perspectives de croissance de l'économie américaine sont dans l'ensemble moins prometteuses qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* de juillet (**Graphique 11**). Cela est attribuable au redressement retardé du marché américain du travail, à la faiblesse prolongée du marché du logement et à un apport un peu plus modeste des exportations.

Les perspectives de croissance de l'économie américaine sont dans l'ensemble moins prometteuses qu'on ne l'entrevoit dans le Rapport de juillet.

La croissance des dépenses des ménages devrait se faire graduellement et être soutenue par une légère intensification du rythme de création d'emplois, même si les ménages continuent de gérer les pressions s'exerçant sur leur bilan en maintenant un taux d'épargne élevé. En outre, la consommation sera encore influencée par les décisions en matière de politique budgétaire ainsi que par l'évolution du marché du logement, au sein duquel un brusque rebond à court terme semble peu probable malgré le recul prononcé des prix et des mises en chantier.

Graphique 10 : La croissance du PIB aux États-Unis devrait rester anémique par rapport aux reprises précédentes

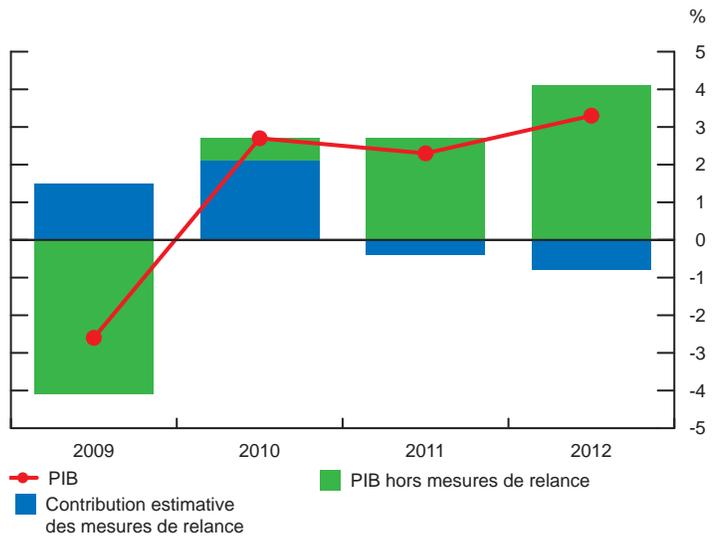
Évolution du produit intérieur brut réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



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

Graphique 11 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent actuellement la croissance aux États-Unis, mais la demande du secteur privé devrait devenir plus durable dans les années à venir

Données annuelles



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

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

Les entreprises américaines devraient accroître leur embauche et leurs investissements en matériel et en logiciels.

Sous réserve de la poursuite de la reprise et d'un regain de confiance, les entreprises américaines devraient accroître leur embauche et leurs investissements en matériel et en logiciels. Cette évolution sera favorisée par les bilans solides des entreprises, de faibles coûts de financement et une légère amélioration des conditions du crédit, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. La croissance des investissements dans la construction devrait être plus lente toutefois que celle des investissements en matériel et en logiciels, étant donné le niveau élevé d'inoccupation des bureaux et des

locaux destinés au commerce de détail. Le raffermissement de la demande extérieure de biens et de services américains, provoqué par une nouvelle dépréciation attendue du dollar É.-U., devrait soutenir l'expansion des exportations nettes au cours de la période de projection.

Dans la zone euro, on prévoit que la reprise sera modeste en 2011 et 2012, car elle sera freinée par l'assainissement des finances publiques et l'appréciation de l'euro. La croissance dans les grandes économies d'Europe sera largement fonction de la demande d'exportations. Celle des économies périphériques devrait être bridée par la hausse des coûts de financement et les importants ajustements budgétaires.

Au Japon, la progression de la demande intérieure devrait être plus faible qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* de juillet, même si un certain redressement demeure probable, à mesure que les conditions s'amélioreront sur le marché du travail. Selon les projections, les exportations nettes seront encore le principal moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2012, compte tenu de la vigueur de la demande extérieure, émanant surtout d'Asie.

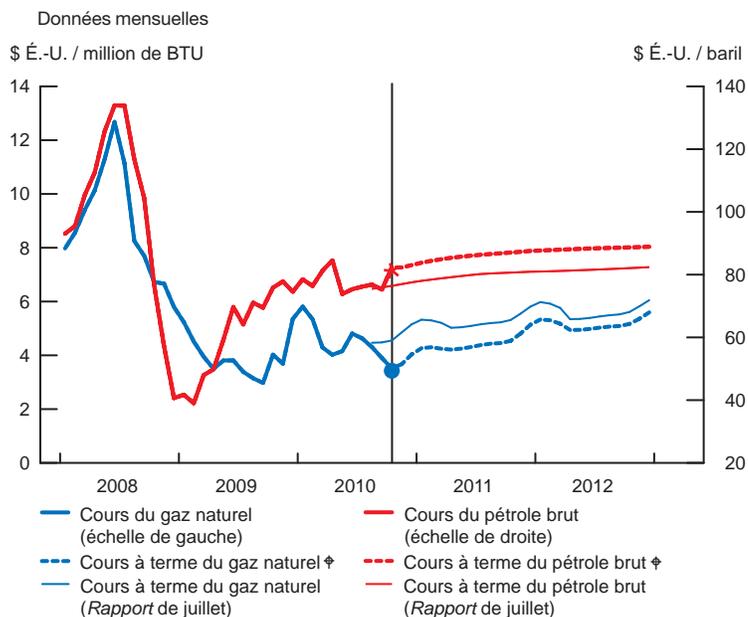
En Chine, le taux d'augmentation du PIB réel devrait se rapprocher graduellement du taux tendanciel de 8 à 9 % durant la période de projection, du fait du retrait des stimulants budgétaires et de l'effet restrictif des mesures de politique prises pour ralentir l'activité sur le marché du logement. Le déplacement progressif de la demande de l'investissement vers la consommation devrait se poursuivre, grâce à la hausse des salaires et à la modeste appréciation attendue de la monnaie chinoise.

On anticipe un ralentissement graduel de la progression du PIB réel dans d'autres économies de marché émergentes, étant donné le retrait des mesures de relance budgétaire et, dans certains cas, le resserrement de la politique monétaire en réaction aux pressions inflationnistes.

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection. On prévoit que les prix des produits de base non énergétiques augmenteront jusqu'à la fin de 2012, mais à un niveau plus faible que celui postulé au moment de la parution du *Rapport* de juillet, conformément à la révision à la baisse des projections de la Banque relatives à la demande mondiale. La trajectoire attendue des prix du gaz naturel pendant la période de projection (comme l'illustre la courbe la plus récente des cours à terme) a aussi été revue à la baisse, en raison du recul de la demande aux États-Unis et de la persistance de l'offre excédentaire sur le marché. La courbe la plus récente des cours à terme du pétrole brut laisse toutefois entrevoir que les prix seront plus élevés qu'on ne l'anticipait auparavant (**Graphique 12**).

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection.

Graphique 12 : Les prix de l'énergie devraient augmenter légèrement tout au long de 2012



* Cours au comptant du pétrole brut (15 octobre 2010)

• Cours au comptant du gaz naturel (15 octobre 2010)

† Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 15 octobre 2010

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2010 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 15 octobre 2010.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

Les perspectives de l'économie canadienne ont changé. Celle-ci entame une période de croissance plus modeste, après l'expansion robuste de la demande intérieure, depuis le milieu de 2009, qui a permis à la production et à l'emploi de remonter aux niveaux observés avant la crise. La composition de la demande au Canada devrait se déplacer des dépenses des ménages et des administrations publiques vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La vigueur de ces dernières sera sensible aux mouvements de change, au regain de croissance attendu de la productivité et aux perspectives d'évolution de la demande extérieure. Comme les conditions financières avantageuses continueront de fournir un soutien, la croissance économique devrait être suffisante pour résorber les capacités excédentaires, quoique à un rythme plus graduel qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* de juillet. Par conséquent, la Banque prévoit maintenant un profil légèrement plus modéré de l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection.

L'économie entame une période de croissance plus modeste.

L'évolution récente

L'activité économique

La croissance du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 2,0 % (en rythme annualisé) au deuxième trimestre, soit une décélération plus prononcée qu'on ne l'envisageait en juillet (**Graphique 13**). Cette croissance a eu pour effet de ramener le PIB réel à son niveau d'avant la récession, à la faveur du dynamisme des dépenses des ménages et des administrations publiques (**Graphique 14**).

La croissance du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 2,0 % au deuxième trimestre.

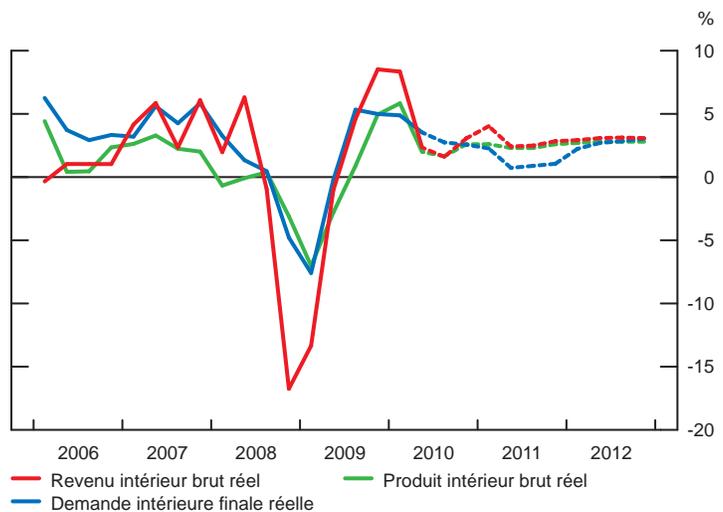
La consommation des ménages et les investissements dans le logement au deuxième trimestre ont été alimentés par une nouvelle amélioration du marché du travail, et la croissance du revenu disponible des particuliers a bénéficié de l'impulsion additionnelle fournie par les remboursements d'impôt inhabituellement élevés. Les consommateurs ont également continué à tirer profit des conditions du crédit exceptionnellement favorables, ce qui a eu pour conséquence de propulser l'endettement des ménages à des sommets inégalés.

Après une période de repli marqué et une reprise retardée, le rebond des investissements des entreprises s'est enfin accéléré au deuxième trimestre, grâce à une nette augmentation des dépenses en machines et matériel. Les entreprises ont aussi réapprovisionné leurs stocks, les portant à des niveaux qui concordent davantage avec les ventes.

Les exportations nettes ont limité la croissance au deuxième trimestre, du fait que les importations ont été stimulées par la vigueur des investissements des

Graphique 13 : La croissance du PIB réel a fléchi au deuxième trimestre de 2010, après la très vive expansion enregistrée les trimestres précédents

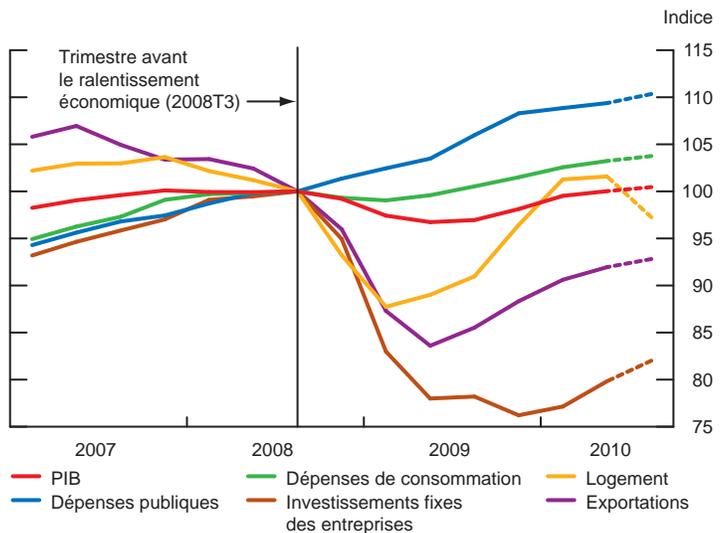
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 14 : Soutenu par les dépenses des ménages et des administrations publiques, le PIB réel a remonté au sommet atteint avant la récession

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



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

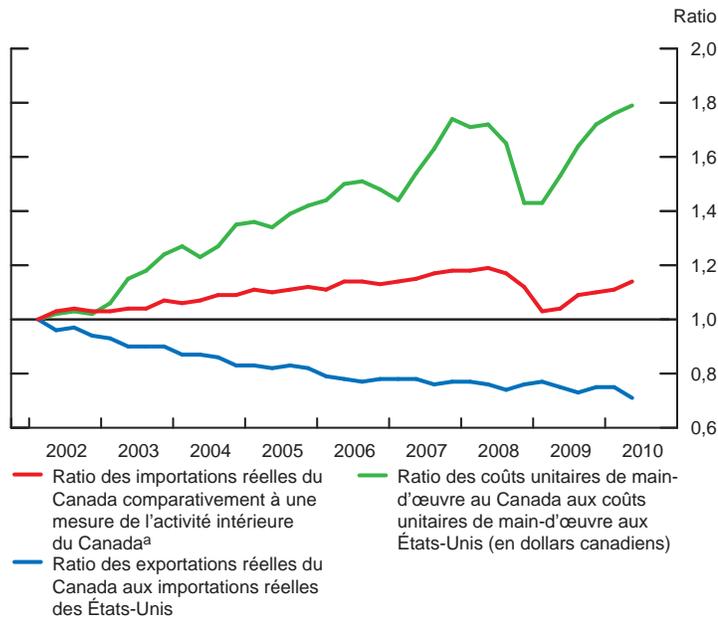
entreprises et l'accroissement des stocks. La détérioration récente du solde commercial en termes réels témoigne également d'une dégradation de la compétitivité du Canada ces dernières années, les coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs s'étant accrus (**Graphique 15**).

La Banque estime que l'expansion du PIB réel a décéléré légèrement au troisième trimestre pour s'établir à un taux annualisé de 1,6 %.

La Banque estime que l'expansion du PIB réel a décéléré légèrement au troisième trimestre pour s'établir à un taux annualisé de 1,6 %, en raison d'un apport plus faible de la consommation des ménages à la croissance et d'une baisse notable des investissements dans le logement. On s'attend en outre à ce que l'importante contribution à la croissance fournie par les

Graphique 15 : La détérioration de la compétitivité du Canada au cours des dernières années a eu des répercussions négatives sur la tenue du commerce extérieur canadien

Base 1,0 de l'indice : 2002T1, données trimestrielles



a. La mesure de l'activité intérieure au Canada correspond à la somme de la demande intérieure finale, des exportations et des investissements en stocks.

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

Dernière observation : 2010T2

investissements en stocks aux premier et deuxième trimestres ne se soit pas répétée. L'expansion au troisième trimestre a probablement été soutenue par la poursuite de la forte reprise des investissements des entreprises et un certain relèvement des dépenses publiques, alors que les données récentes portent à croire que les exportations nettes ont continué d'exercer un effet modérateur.

La croissance de la production potentielle

La Banque a modifié très légèrement le profil de croissance de la production potentielle au Canada, dans le cadre de son réexamen annuel approfondi (**Note technique 2**). Elle prévoit maintenant que le taux d'augmentation de la production potentielle s'accroîtra pour passer de 1,6 % en 2010 à 2,1 % en 2013. La croissance tendancielle de la productivité devrait s'améliorer en raison de la hausse des investissements et de la dissipation des effets négatifs de la restructuration dans certains secteurs, tandis que les forces démographiques continueront d'exercer des pressions à la baisse sur le taux de croissance tendanciel du facteur travail.

La Banque prévoit maintenant que le taux d'augmentation de la production potentielle s'accroîtra pour passer de 1,6 % en 2010 à 2,1 % en 2013.

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

Divers indicateurs de la capacité donnent à penser qu'il subsiste une marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. Les capacités excédentaires ont diminué sensiblement entre le sommet atteint au troisième trimestre de 2009 et la première partie de cette année, mais elles se sont accrues quelque peu ces derniers mois.

D'après la mesure dont se sert habituellement la Banque, l'écart de production s'est légèrement creusé au troisième trimestre, pour se situer aux alentours

Révisions touchant la croissance de la production potentielle

Chaque année, en octobre, la Banque réexamine le sentier de croissance de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Sa progression correspond en quelque sorte à la somme des taux d'accroissement tendanciels du facteur travail et de la productivité du travail.

Le rythme d'augmentation de la production potentielle devrait passer graduellement de 1,6 % en 2010 à 2,1 % en 2013 (**Tableau 2-A**). Cette orientation à la hausse tient au relèvement prévu du taux de croissance tendanciel de la productivité du travail, alors qu'on anticipe plutôt un recul de celui du facteur travail entre 2010 et 2013.

L'accélération projetée de la croissance tendancielle de la productivité du travail traduit surtout la reprise forte et durable attendue des dépenses d'investissement. La Banque estime que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail s'établira à 0,6 % cette année et qu'il augmentera régulièrement pour atteindre 1,3 % en 2013.

Le taux de croissance tendanciel du facteur travail devrait diminuer graduellement, passant de 1,0 % en 2010 à 0,8 % en 2013. Les facteurs démographiques continueront vraisemblablement de limiter le rythme de croissance soutenable du facteur travail, qui devrait ralentir au cours de la période de projection sous l'effet d'une augmentation moins rapide de

Tableau 2-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle^a

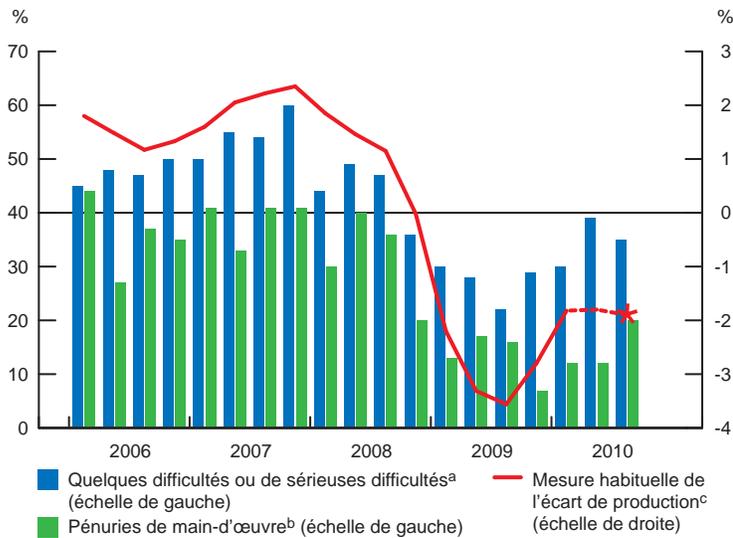
	2010	2011	2012	2013
Croissance de la production potentielle	1,6 (1,5)	1,8 (1,9)	2,0 (1,9)	2,1
Croissance tendancielle de la productivité du travail	0,6 (0,2)	0,9 (0,9)	1,1 (1,2)	1,3
Croissance tendancielle du facteur travail	1,0 (1,3)	0,9 (1,0)	0,9 (0,7)	0,8

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la livraison d'octobre 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

la population en âge de travailler. Il est probable que la pression à la baisse que le vieillissement de la population exerce sur la croissance tendancielle du facteur travail sera partiellement compensée par une légère hausse du taux d'activité induite par le ralentissement prévu de l'accumulation de la richesse.

Ces tendances avaient déjà été prises en compte dans la projection relative à la production potentielle présentée en octobre 2009, mais l'estimation de leur importance a été revue. Pour 2010, le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail a fait l'objet d'une révision à la hausse, qui est contrebalancée en partie par la correction à la baisse du taux de croissance tendanciel du facteur travail. Pour 2012 cependant, le taux de croissance tendanciel du facteur travail a été révisé à la hausse en raison de la mise à jour des projections démographiques de Statistique Canada.

Graphique 16 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne reste considérable



- 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 troisième trimestre de 2010 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,6 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

de -1,9 % (**Graphique 16**). De plus, selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne (voir la rubrique « Périodiques » dans le site Web de la Banque), la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée inférieure à sa moyenne historique, affichant un léger recul par rapport à l'enquête de l'été.

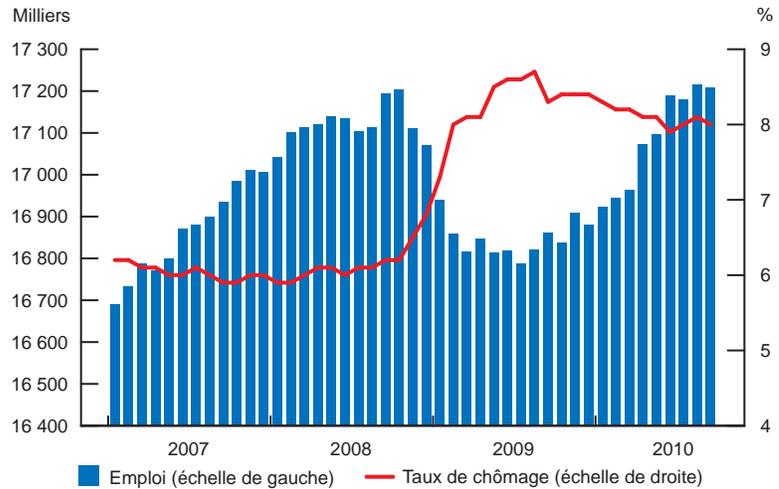
Bien que l'économie ait récupéré les 400 000 emplois perdus durant la récession (**Graphique 17**), les entreprises ont davantage recours au travail à temps partiel. En partie à cause de cette situation, le nombre moyen d'heures travaillées est encore bien au-dessous du niveau enregistré avant la récession. Parallèlement, les résultats de l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises indiquent que le pourcentage de firmes aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre s'est accru au cours des derniers mois, mais qu'il reste de beaucoup inférieur à sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2010, ce qui correspond à une marge de capacités inutilisées un peu plus importante qu'elle ne l'avait estimé en juillet.

La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2010.

Graphique 17 : Si l'emploi s'est redressé, le taux de chômage demeure élevé

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2010

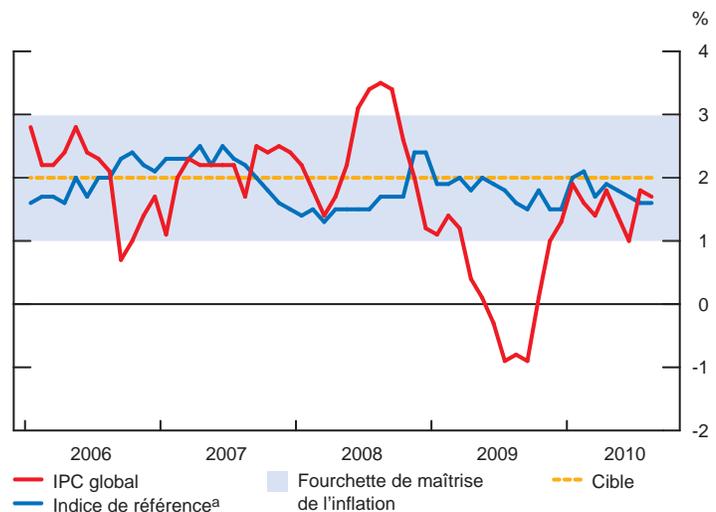
L'inflation et la cible de 2 %

La récente modération du rythme d'augmentation de l'indice de référence cadre avec la persistance de l'offre excédentaire considérable au sein de l'économie et le fléchissement observé de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée près de 2 % jusqu'au début de 2010, avant de se replier légèrement ces derniers mois (**Graphique 18**). Le taux de variation sur douze mois de l'indice de référence s'est chiffré à 1,6 % en juillet et en août, un peu en deçà du niveau prévu par la Banque au moment de la parution du *Rapport* de juillet. La récente modération du rythme d'augmentation de l'indice de référence cadre avec la persistance de l'offre excédentaire considérable au sein de l'économie et le fléchissement observé de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre

Graphique 18 : Au Canada, l'inflation a été un peu plus modérée qu'on ne l'entrevoit en juillet

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



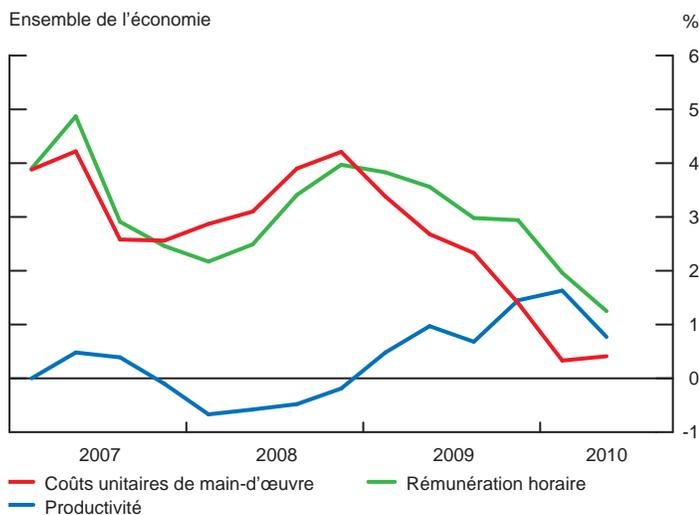
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : août 2010

Graphique 19 : L'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre a nettement ralenti au cours des dix-huit derniers mois

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T2

(Graphique 19). Les facteurs temporaires qui avaient stimulé l'inflation mesurée par l'indice de référence au début de l'année, tels que le profil inusité des prix des véhicules automobiles neufs, se sont maintenant estompés.

L'inflation mesurée par l'IPC global a augmenté, passant de son récent creux de 1,0 % en juin à 1,7 % en août, à cause principalement de l'incidence des modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces³. Cette hausse est aussi légèrement inférieure aux attentes de la Banque formulées dans le *Rapport* de juillet, en raison du taux un peu plus faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des prix à la consommation du gaz naturel plus bas qu'escompté.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent que les attentes d'inflation restent solidement ancrées à la cible de 2 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en octobre, l'IPC global devrait gagner 2,0 % en 2011. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, 85 % des firmes sondées estiment que la hausse moyenne de l'IPC se maintiendra durant les deux prochaines années à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

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

Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses, et fournissent ainsi un soutien continu important à la reprise économique.

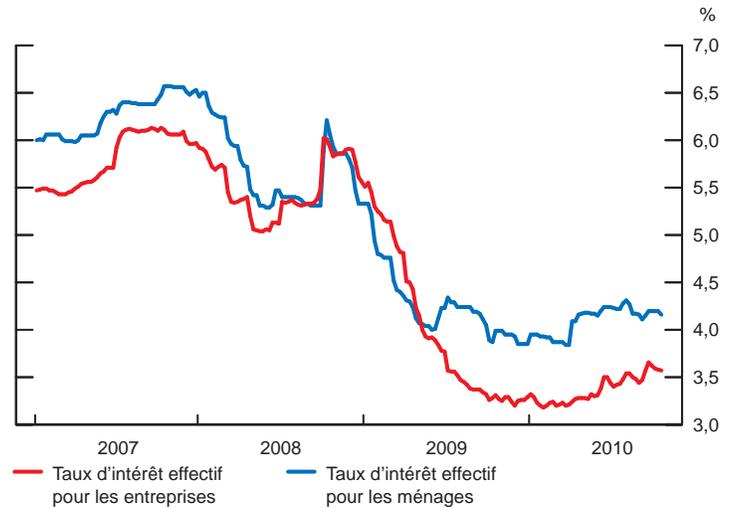
La baisse du rendement des obligations d'État et les écarts de taux étroits relatifs au financement des banques ont maintenu les coûts d'emprunt effectifs des ménages canadiens très peu élevés par rapport aux niveaux passés (**Graphique 20**), malgré les hausses du taux directeur. Grâce à ces faibles coûts d'emprunt, les crédits aux ménages ont poursuivi leur solide

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses.

³ La conséquence directe de ces modifications est une hausse temporaire de 0,7 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011.

Graphique 20 : Les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires



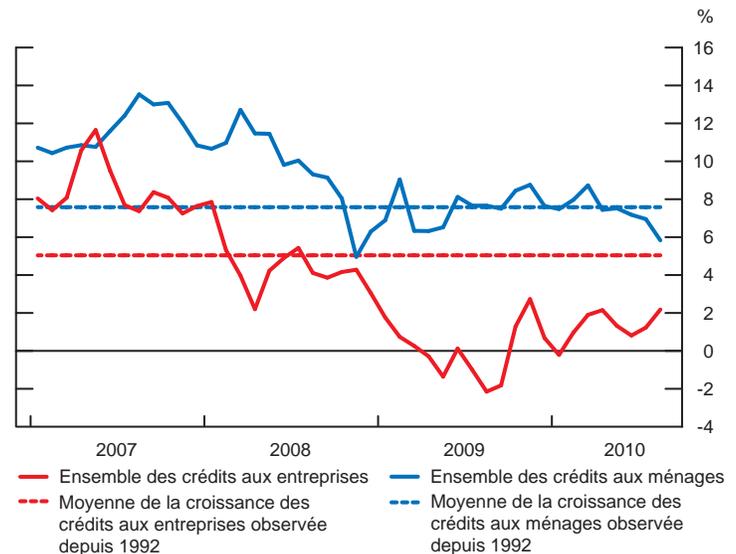
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 15 octobre 2010

Graphique 21 : La croissance du crédit aux ménages a décéléré quelque peu mais demeure robuste

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

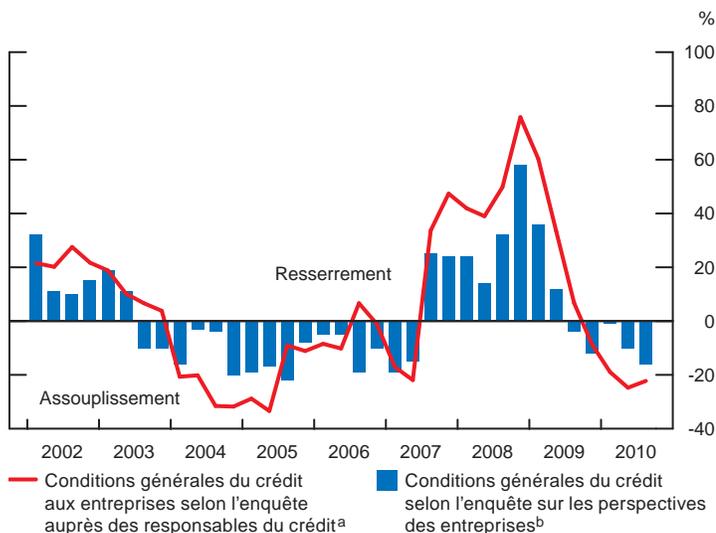
Dernière observation : août 2010

expansion, à un rythme toutefois un peu moins rapide dernièrement que celui observé au début de l'année (**Graphique 21**).

Les coûts d'emprunt effectifs des firmes canadiennes demeurent aussi extrêmement bas. Les rendements des obligations de sociétés sur toute une gamme de notations de crédit ont touché des planchers historiques malgré des niveaux d'émission quasi records, la forte demande des investisseurs ayant maintenu les écarts étroits, tandis que les rendements des obligations

Graphique 22 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au troisième trimestre de 2010

Solde des opinions



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

d'État ont diminué. Selon les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (voir la rubrique « Périodiques » dans le site Web de la Banque) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises, l'accès des entreprises canadiennes au financement bancaire s'est également amélioré ces derniers mois (**Graphique 22**). En particulier, les données de l'enquête auprès des responsables du crédit tendent à indiquer que l'assouplissement des conditions d'octroi de prêts aux grandes sociétés au cours des derniers trimestres s'est étendu aux sociétés commerciales, à la faveur de la concurrence accrue entre prêteurs, dans un contexte de croissance modeste de la demande de crédit. Cette faible demande trouve son écho dans l'atonie persistante de l'expansion de l'ensemble du crédit aux entreprises, attribuable à la disponibilité des fonds internes des firmes et au niveau d'investissement encore bas.

La progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti ces derniers mois par rapport à la cadence d'une rapidité inhabituelle enregistrée au début de l'année, suivant en cela la préférence décroissante des ménages et des entreprises pour la liquidité. La croissance de l'agrégat au sens large M2++ demeure au-dessous de sa moyenne historique, ce qui laisse supposer des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

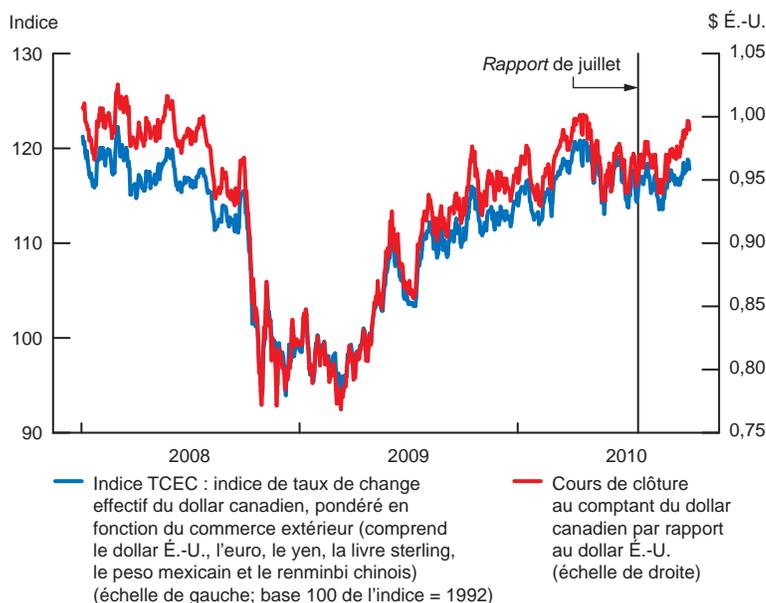
Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 97 cents É.-U. au cours des trois derniers mois et à 98 cents É.-U. depuis l'annonce du 8 septembre concernant le taux directeur (**Graphique 23**), ce qui est légèrement supérieur au chiffre de 96 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* de juillet.

L'accès des entreprises canadiennes au financement bancaire s'est amélioré.

Graphique 23 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du *Rapport de juillet*

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 15 octobre 2010

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence en matière de croissance sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 98 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une hausse des prix des produits de base non énergétiques qui va de pair avec la reprise économique mondiale; des conditions du crédit favorables à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

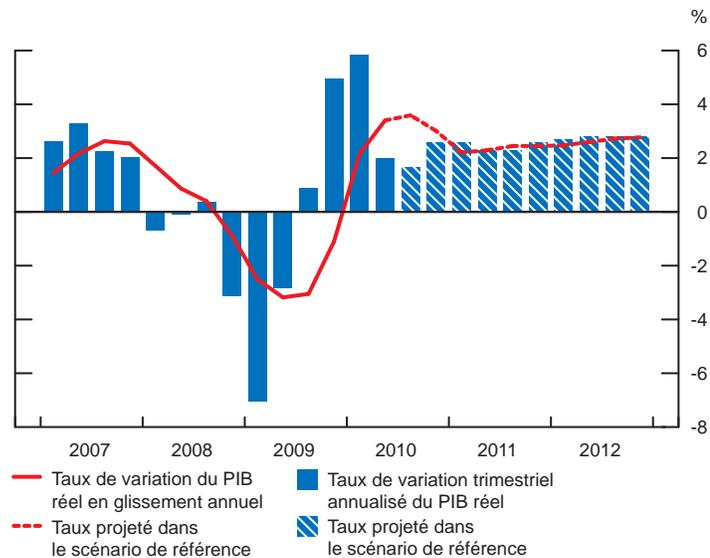
L'expansion économique est plus faible que la Banque ne l'entrevoit dans le *Rapport de juillet* (**Graphique 24**). Ce changement est attribuable à une reprise plus graduelle de l'économie mondiale et à un profil d'évolution légèrement plus modeste des dépenses des ménages. Durant la période de projection, on s'attend à ce que la composition de la demande au Canada se déplace des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes (**Tableau 2** et **Graphique 25**). La Banque projette que la croissance du PIB réel atteindra, en moyenne annuelle, 3,0 % en 2010, 2,3 % en 2011 et 2,6 % en 2012. L'économie devrait retourner à son plein potentiel d'ici la fin de 2012.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le rythme de progression des dépenses des ménages décélérera pour se rapprocher davantage de celui des revenus au cours de la période de projection. Comme il était envisagé en juillet, la croissance du revenu disponible des particuliers devrait ralentir sous l'effet du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions salariales annoncées par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées (**Note technique 1**). On

L'expansion économique est plus faible que la Banque ne l'entrevoit dans le Rapport de juillet.

La croissance du revenu disponible des particuliers devrait ralentir.

Graphique 24 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme compatible avec la résorption graduelle de l'offre excédentaire



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T2

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

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

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

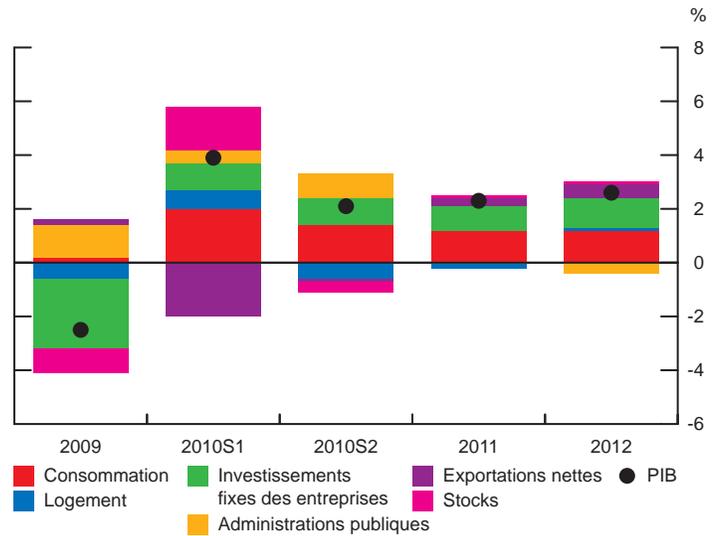
estime maintenant qu'un affaiblissement des perspectives mondiales modérera davantage la croissance des revenus. Par ailleurs, les bilans des ménages canadiens s'alourdissent de plus en plus, et il est peu probable que la consommation privée future soit stimulée par les gains au chapitre des prix des maisons.

Ainsi que la Banque l'escomptait, l'activité dans le secteur du logement a reculé de manière notable dans les derniers mois. L'investissement résidentiel continue d'avoisiner des sommets historiques, mais on s'attend à ce qu'il faiblisse jusqu'en 2011, en raison de la progression modeste des revenus et de la moins grande accessibilité à la propriété.

L'activité dans le secteur du logement a reculé de manière notable dans les derniers mois.

Graphique 25 : On s'attend à ce que les investissements des entreprises et les exportations nettes prennent le pas sur les dépenses des ménages et des administrations publiques parmi les sources de croissance

Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage



Nota : Les contributions pour chacun des semestres de 2010 sont calculées à partir de la moyenne des contributions trimestrielles.

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

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

À la lumière des annonces budgétaires qui ont été faites, la Banque postule que les mesures de relance budgétaire se termineront au début de 2011 et que la contribution des dépenses publiques à la croissance globale du PIB réel deviendra modérément négative.

Après s'être contractés avec une force inhabituelle, les investissements des entreprises devraient augmenter pour atteindre des niveaux correspondant à ceux qui ont été observés lors des reprises précédentes, reflétant en cela les efforts d'amélioration de la compétitivité, la solide situation financière des firmes et les conditions du crédit favorables (**Note technique 3** et **Graphique 26**). Cette projection cadre avec le nouveau sommet enregistré par le solde des opinions concernant les intentions des firmes d'investir en machines et matériel qui ont été exprimées dans la toute dernière enquête sur les perspectives des entreprises. Les firmes ont notamment déclaré accorder de plus en plus d'attention à l'amélioration de leur productivité. Le profil d'évolution des investissements prévu dans le scénario de référence de la Banque devrait contribuer à augmenter la production potentielle au Canada.

Parallèlement, du fait que l'ajustement du ratio stocks/ventes est terminé, les stocks des entreprises devraient fournir un appui très modeste à la croissance globale du PIB réel durant la période de projection.

On s'attend à ce que l'expansion économique mondiale soutienne les exportations du pays au cours de la période de projection. Par contre, vu la progression plus faible de l'activité aux États-Unis qui est anticipée pour le reste de 2010 et pour 2011, ainsi que les défis associés à la compétitivité, les exportations canadiennes devraient croître moins rapidement qu'on ne l'escomptait auparavant. Ainsi que la Banque l'avancait en juillet, la croissance des importations devrait s'atténuer sensiblement par rapport au rythme rapide de la fin de 2009 et du début de 2010, en partie sous l'influence de la

L'investissement et la reprise

Les investissements des entreprises ont été exceptionnellement faibles au cours de la récession, et la reprise a été modeste jusqu'ici (voir le **Graphique 26**, p. 28).

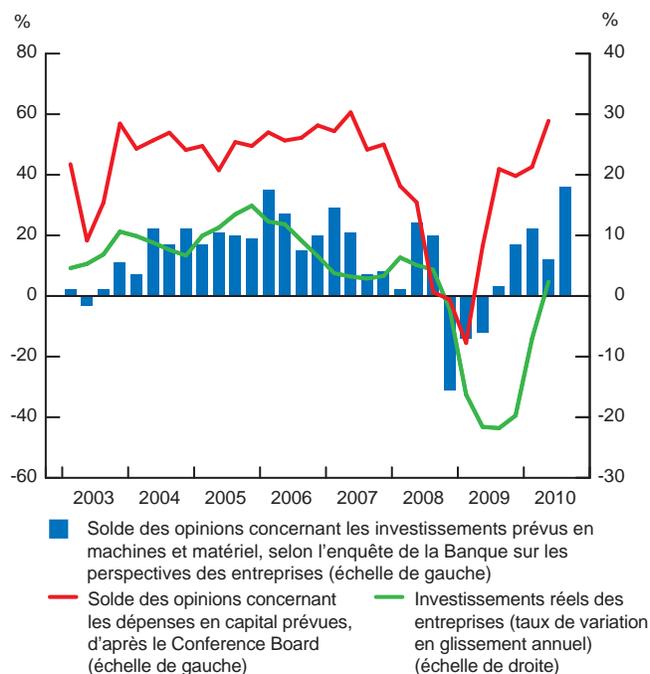
La morosité des investissements des entreprises s'explique en partie par la détérioration des facteurs fondamentaux, dont la chute des bénéfices des sociétés, les bas taux d'utilisation des capacités et l'accès restreint aux marchés de capitaux. Toutefois, un degré d'incertitude inhabituel au plus profond de la récession a peut-être aussi joué un rôle important.

Le PIB réel a renoué depuis avec les niveaux atteints avant la récession. Cependant, même en tenant compte de l'accélération constatée jusqu'à la fin du premier semestre de 2010, les investissements des entreprises n'ont regagné que 15 % du terrain perdu pendant la récession. Dans ce contexte, le regain de confiance des entreprises, leur rentabilité actuelle et prévue, les initiatives des pouvoirs publics (à savoir l'allègement de l'impôt des sociétés) et le relèvement du taux d'utilisation

des capacités laissent tous entrevoir une poursuite de la reprise des investissements (**graphiques 3-A et 3-B**). La situation financière favorable du secteur des sociétés non financières, dont les niveaux de liquidités sont élevés et les ratios emprunts / capitaux propres sont bas, est également annonciatrice d'une hausse des investissements.

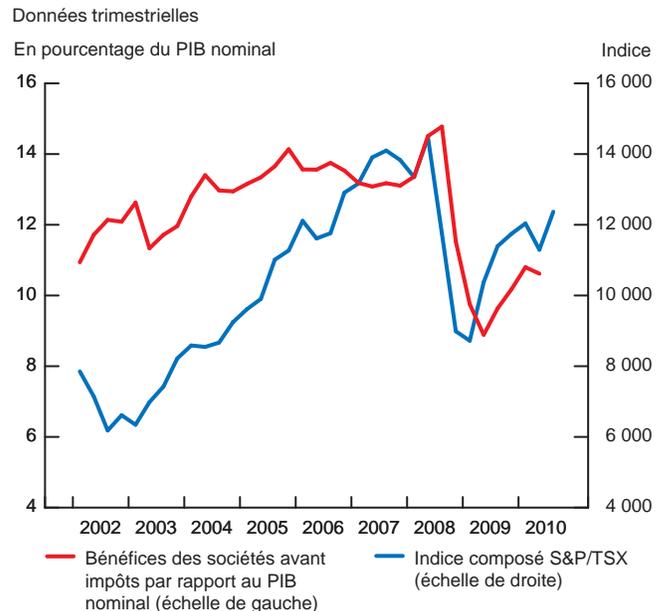
La remontée des investissements des entreprises devrait stimuler l'essor de la production potentielle en renforçant l'intensité de capital et, du coup, la progression tendancielle de la productivité du travail. Le rythme de croissance accru de la productivité du travail devrait largement compenser le ralentissement projeté, pour cause de facteurs démographiques, de la croissance tendancielle du facteur travail, si bien que la production potentielle progresserait plus rapidement entre 2010 et 2013, comme l'explique la **Note technique 2**.

Graphique 3-A : Les mesures des intentions d'investissement font entrevoir une reprise des investissements réels des entreprises



Sources : Statistique Canada, Conference Board du Canada et calculs de la Banque du Canada. Dernières observations : 2010T2; 2010T3

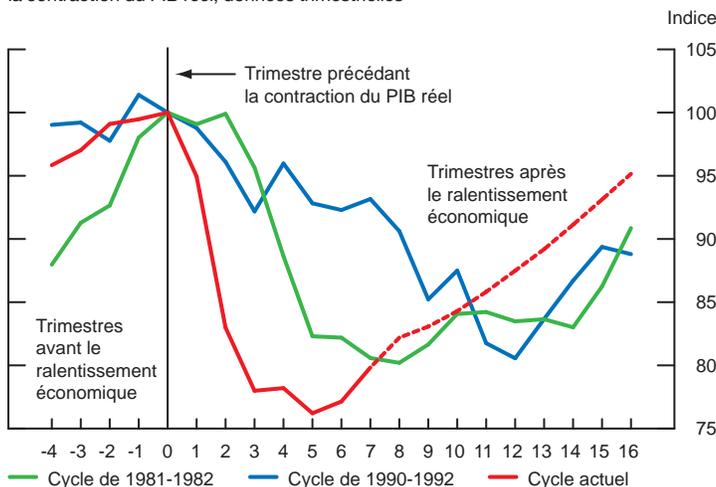
Graphique 3-B : Le redressement de l'indice S&P/TSX témoigne d'une amélioration des perspectives de profit des sociétés



Sources : Statistique Canada, Bloomberg et calculs de la Banque du Canada. Dernière observation : 2010T2

Graphique 26 : Les investissements fixes des entreprises au Canada devraient remonter à des niveaux correspondant à ceux observés lors des reprises précédentes

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



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

progression plus lente de la demande intérieure finale et de l'achèvement du cycle des stocks.

La projection en matière d'inflation

Le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence est plus modéré que celui qui était exposé dans le Rapport de juillet.

L'écart de production étant plus grand et plus persistant que postulé auparavant, le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence est plus modéré que celui qui était exposé dans le *Rapport* de juillet. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer près des niveaux actuels dans les trimestres à venir, avant de remonter à 2 % d'ici la fin de 2012 (**Tableau 3** et **Graphique 27**), étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbera graduellement et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. De plus, on s'attend à ce que la poursuite de la modeste croissance de la rémunération du travail, conjuguée au relèvement anticipé de la productivité, limite l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et, par le fait même, les pressions inflationnistes. Au fil des prochains trimestres, l'inflation mesurée par l'indice de référence sera aussi tempérée par l'effet transitoire de la taxe de vente harmonisée (TVH) qui est entrée en vigueur dans deux provinces en juillet, à mesure que les remboursements de taxes aux entreprises seront répercutés sur les prix à la consommation.

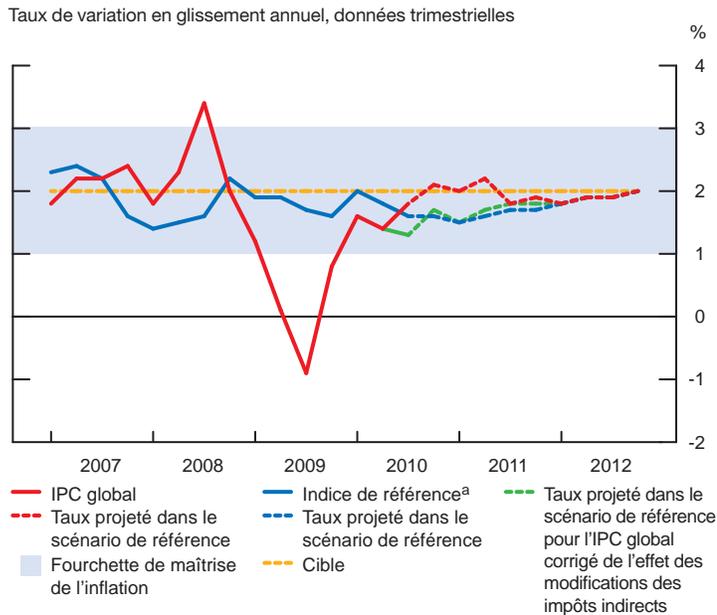
La conséquence directe des modifications apportées récemment aux taxes à la consommation en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse est une hausse temporaire de 0,7 point de pourcentage du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global au cours de la période allant de juillet 2010 à juin 2011. Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation intègre également l'incidence estimative de la majoration annoncée de la taxe de vente provinciale au Québec, qui prendra effet en janvier 2011 et qui devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global en 2011. Comme dans le cas des autres modifications apportées aux impôts indirects par le passé, la Banque fera abstraction, aux fins de la

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

	2009	2010				2011				2012			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	4,9 (4,9)	5,8 (6,1)	2,0 (3,0)	1,6 (2,8)	2,6 (3,2)	2,6 (3,0)	2,3 (3,0)	2,3 (2,5)	2,6 (2,4)	2,7 (2,0)	2,8 (1,9)	2,8 (1,9)	2,8 (1,9)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,1 (-1,1)	2,2 (2,2)	3,4 (3,7)	3,6 (4,2)	3,0 (3,8)	2,2 (3,0)	2,3 (3,0)	2,4 (2,9)	2,4 (2,7)	2,5 (2,5)	2,6 (2,2)	2,7 (2,1)	2,8 (2,0)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	1,8 (1,9)	1,6 (1,8)	1,6 (1,8)	1,5 (1,8)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	1,6 (1,6)	1,4 (1,4)	1,8 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,2)	2,2 (2,2)	1,8 (1,8)	1,9 (2,0)	1,8 (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)	0,8 (0,8)	1,6 (1,6)	1,4 (1,4)	1,3 (1,7)	1,7 (1,8)	1,5 (1,8)	1,7 (1,8)	1,8 (1,8)	1,8 (1,9)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI^b (niveau)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (75)	82 (77)	84 (78)	86 (80)	87 (80)	87 (81)	88 (81)	88 (81)	88 (82)	89 (82)

- a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
- b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 15 octobre 2010.

Graphique 27 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % au cours de la période de projection



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

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être elle aussi plus modérée qu'on ne l'entrevoit en juillet, et on s'attend à ce qu'elle augmente graduellement pour atteindre la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

conduite de la politique monétaire, des effets initiaux que ces changements relatifs aux taxes de vente provinciales auront sur les prix.

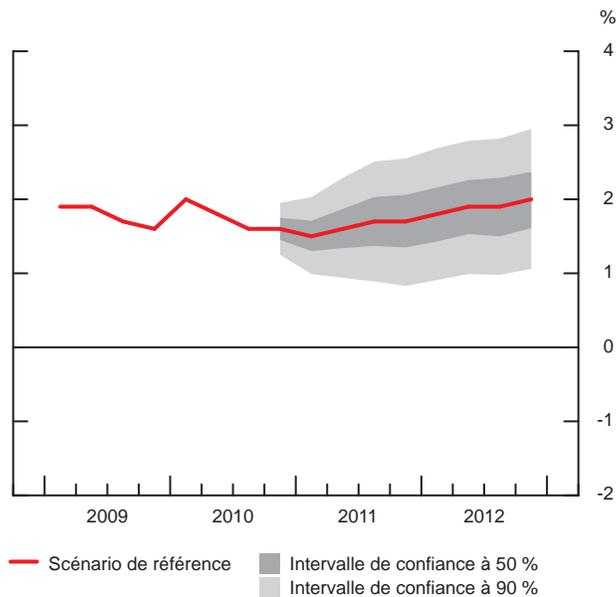
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être elle aussi plus modérée qu'on ne l'entrevoit en juillet, principalement en raison du profil d'évolution plus bas de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'incidence du profil d'évolution plus élevé des prix du pétrole brut sur l'inflation mesurée par l'IPC global est partiellement neutralisée par la valeur accrue postulée du dollar canadien. Dans les prochains trimestres, avec la dissipation progressive de l'effet de la réduction passée du coût d'intérêt hypothécaire, l'inflation mesurée par l'IPC global (hors effet des modifications des impôts indirects) devrait augmenter graduellement pour atteindre la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Cette projection intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, et compatible avec la réalisation de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 28** et **29** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2010 à la fin de 2012⁴.

Graphique 28 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

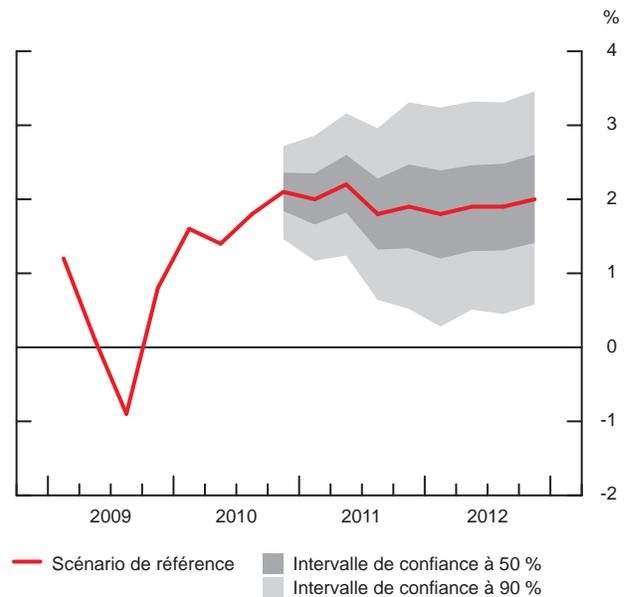
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Graphique 29 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

⁴ Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case *Recherches*.

Les risques entourant les perspectives

La Banque a révisé à la baisse ses perspectives relatives aux économies canadienne et mondiale, qui demeurent entachées de risques considérables. Elle estime que les risques en matière d'inflation sont relativement équilibrés.

Les trois principaux risques à la hausse planant sur les perspectives d'inflation sont liés à la montée prévue des cours des produits de base, à une reprise de l'économie américaine qui serait plus vigoureuse qu'anticipé et à la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages :

- Les cours des produits de base pourraient connaître une hausse plus rapide et plus prononcée qu'escompté, entraînant une augmentation des revenus au Canada et stimulant les investissements. L'expansion plus forte que prévu des économies de marché émergentes et l'intérêt accru des investisseurs à l'égard des matières premières, soutenu par des taux d'intérêt mondiaux exceptionnellement bas et une abondance de liquidités, pourraient soutenir les cours de ces produits.
- Des améliorations plus importantes que prévu dans les marchés du logement et du travail aux États-Unis pourraient ranimer la confiance des consommateurs et des entreprises de ce pays, et donner lieu à un accroissement de la demande d'exportations de biens et de services canadiens.
- Si les emprunts continuent de progresser plus vite que les revenus, ou si la croissance des revenus devait rebondir plus rapidement que la Banque ne l'envisage, les dépenses des ménages au Canada pourraient être plus fortes qu'anticipé.

Ces risques à la hausse en matière d'inflation sont contrebalancés par trois risques à la baisse ayant trait à la compétitivité du Canada sur la scène internationale, aux perspectives de croissance de l'économie mondiale et à la possibilité d'une correction plus prononcée que prévu dans le marché canadien du logement :

- Des résultats décevants sur le plan de la productivité conjugués à une vigueur persistante du dollar canadien pourraient brider la reprise attendue des exportations nettes du Canada. Des tensions accrues sur le marché des changes pourraient entraver l'ajustement qui s'impose à l'échelle internationale et exercer des pressions supplémentaires sur les monnaies dont le cours flotte librement.

- Les forces déflationnistes mondiales pourraient s'intensifier si le déplacement nécessaire de la demande des pays accusant un déficit commercial vers ceux qui affichent un excédent, et du secteur public vers le secteur privé, est retardé ou qu'il ne se concrétise pas.
- Un brusque affaiblissement du secteur canadien du logement pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie tels que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains ménages canadiens.