



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011



LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

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

L'outil de la politique monétaire

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

Les cibles

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

Le suivi de l'inflation

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

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



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2011

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, TIFF MACKLEM, JOHN MURRAY, TIMOTHY LANE, JEAN BOIVIN ET AGATHE CÔTÉ.

Nous devons accroître notre compétitivité. Une reprise suivant une récession exige une réallocation du capital et de la main-d'œuvre. L'essor des investissements des entreprises qui s'est amorcé l'été dernier ne peut être que le début.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
13 décembre 2010
Toronto (Ontario)*

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
L'évolution récente	3
L'évolution des marchés financiers mondiaux	10
Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	12
L'économie canadienne	17
L'évolution récente	17
L'activité économique	17
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie. . . .	21
L'inflation et la cible de 2 %	22
Les conditions financières au Canada	24
Le taux de change	26
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	26
L'offre et la demande globales	26
La projection en matière d'inflation	31
Les risques entourant les perspectives	35
Notes techniques	
L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États Unis : incidence sur le Canada	7
L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale	9
La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada	19

Vue d'ensemble

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide que la Banque ne l'avait anticipé, même si les risques restent élevés. La demande intérieure privée aux États-Unis s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. La croissance en Europe a aussi été légèrement plus vigoureuse qu'escompté. Les défis actuels posés par la situation financière des pays souverains et des banques ralentiront la reprise sur ce continent et constituent une source considérable d'incertitude pour les perspectives de l'économie mondiale. Face à la surchauffe, certaines économies de marché émergentes ont commencé à mettre en place des mesures de politique plus restrictives. Le degré d'efficacité de celles-ci influera sur la trajectoire des cours des produits de base, lesquels ont nettement augmenté depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre, en grande partie sous l'effet de la croissance plus solide à l'échelle du globe.

La reprise au Canada se déroule essentiellement comme prévu et est caractérisée par une période de croissance plus modeste et le début du rééquilibrage attendu de la demande. Le soutien apporté par les dépenses publiques devrait s'achever cette année, conformément aux plans budgétaires annoncés. On s'attend à ce que les lourds bilans des ménages freinent le rythme de progression des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel. En revanche, les investissements des entreprises devraient continuer à se redresser de façon notable, grâce aux conditions financières favorables et aux impératifs concurrentiels. La contribution des exportations nettes à la croissance devrait être plus prononcée à l'avenir, à la faveur du regain de l'activité aux États-Unis et de la hausse de la demande mondiale de produits de base. Toutefois, les effets cumulatifs de la vigueur persistante du dollar canadien et de la piètre tenue du Canada au chapitre de la productivité relative restreignent ce relèvement des exportations nettes et expliquent en partie l'aggravation du déficit de la balance courante de notre pays, qui se situe à son niveau le plus élevé en 20 ans.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'établira à 2,4 % en 2011 et à 2,8 % en 2012 — ce qui représente un profil d'évolution un peu plus solide qu'on ne l'entrevoyait en octobre. Vu la présence d'une offre excédentaire légèrement supérieure dans l'économie à court terme, la Banque continue de s'attendre à ce que l'économie renoue avec son plein potentiel à la fin de 2012.

Les pressions sous-jacentes pesant sur les prix demeurent modestes, en raison de la marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter progressivement à 2 % d'ici la fin de 2012, étant donné que l'offre

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 14 janvier 2011.

excédentaire dans l'économie se résorbe lentement. Les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global est poussée temporairement à la hausse par les changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, mais devrait converger vers la cible de 2 % d'ici la fin de 2012.

Malgré l'amélioration des perspectives relatives aux économies mondiale et canadienne, les risques en matière d'inflation demeurent élevés. Il existe deux principaux risques à la hausse; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens soient plus faibles qu'anticipé.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

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

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 18 janvier 2011, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le taux officiel d'es-compte 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. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.

L'économie mondiale

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Aux États-Unis, la demande privée s'est raffermie et sera renforcée par les mesures de relance monétaire et budgétaire annoncées récemment. Le dynamisme dans les économies de marché émergentes a été favorisé par une augmentation marquée des dépenses de consommation et d'investissement et par la vigueur persistante des exportations. L'activité économique dans la zone euro a aussi été légèrement plus vive que prévu.

La reprise mondiale continue toutefois d'être entravée par certains défis notables. Les grandes forces que constituent les réductions des leviers d'endettement des ménages, des banques et des pays souverains continueront de modérer la croissance dans beaucoup d'économies avancées. L'assainissement des bilans en cours et la faiblesse du marché du travail freineront le redressement des dépenses des ménages aux États-Unis, alors que dans certains pays d'Europe, l'assainissement budgétaire plus énergique et de nouvelles craintes quant aux bilans des banques et à la viabilité des finances publiques devraient aussi limiter l'expansion. Bon nombre d'économies émergentes sont, pour leur part, aux prises avec une demande excédentaire et des pressions inflationnistes à la hausse. Les efforts qu'elles déploient pour contenir ces pressions sont compliqués dans certains cas par un manque de flexibilité des taux de change.

L'évolution récente

L'économie mondiale a maintenu son rythme d'expansion au deuxième semestre de 2010 et a affiché un dynamisme légèrement plus grand qu'escompté au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Aux États-Unis, malgré la faiblesse du marché du travail, l'activité économique a gagné en vigueur, à la faveur du redressement des dépenses de consommation et d'investissement. La croissance est également demeurée soutenue en Europe, en dépit des préoccupations accrues au sujet de la dette souveraine dans plusieurs pays périphériques. Au Japon, par contre, l'expansion a considérablement ralenti vers la fin de 2010, à la suite de l'élimination de certains programmes de soutien budgétaire. L'activité économique dans les économies émergentes, qui affichait de forts taux de croissance, a aussi commencé à fléchir vers la fin de 2010, sous l'influence du retrait graduel des mesures de relance budgétaire et monétaire. On attribue néanmoins à ces économies la majeure partie de la croissance mondiale (**Graphique 1**).

Compte tenu des importantes capacités inutilisées, les taux directeurs des grandes économies avancées demeurent à des creux historiques ou près de ceux-ci (**Graphique 2**), et les pressions inflationnistes sous-jacentes sont

La reprise économique mondiale se poursuit à une cadence un peu plus rapide.

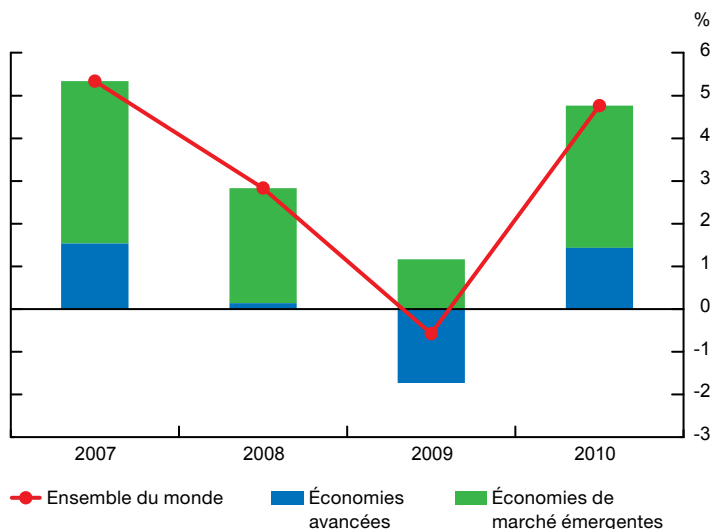
Aux États-Unis, malgré la faiblesse du marché du travail, l'activité économique a gagné en vigueur.

modérées (**Graphique 3**). Aux États-Unis, l'indice fondamental des prix à la consommation a touché des plateaux records depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Par contre, les pressions inflationnistes s'intensifient dans de nombreuses économies émergentes en réaction à la demande excédentaire.

Le PIB américain a crû à un taux annualisé de 2,6 % en termes réels au troisième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion aurait atteint 3,7 % au quatrième trimestre, du fait d'un redressement des

Graphique 1 : Les économies de marché émergentes continuent d'être le moteur de la croissance mondiale

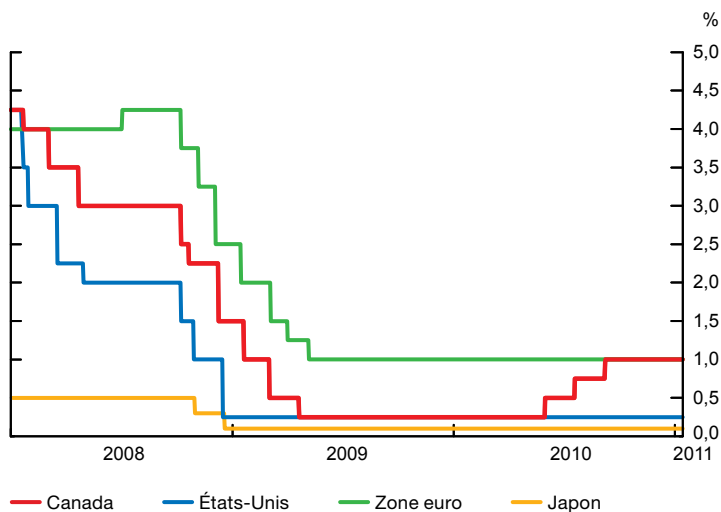
Contribution à la croissance du PIB mondial, données annuelles



Nota : Les taux de croissance pour 2010 sont des estimations du Fonds monétaire international.
Source : Fonds monétaire international

Graphique 2 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques dans la plupart des économies avancées

Données quotidiennes



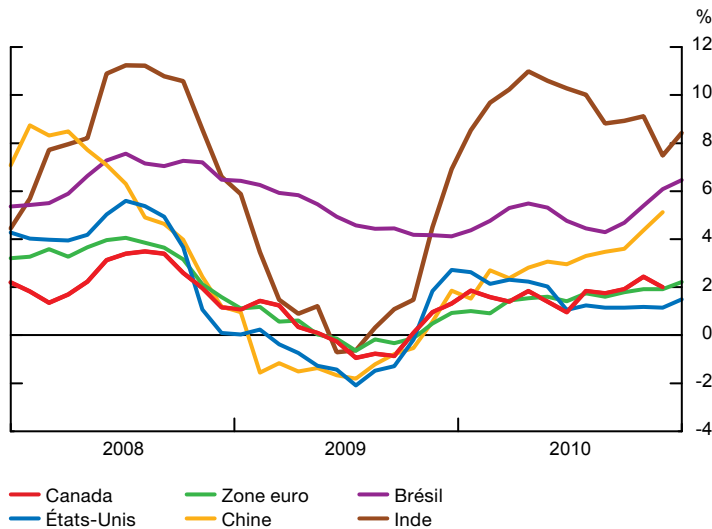
Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dont les limites sont de 0,0 et 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

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

Dernière observation : 14 janvier 2011

Graphique 3 : Les pressions inflationnistes restent 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



Nota : Les chiffres de l'inflation en Inde correspondent à l'indice des prix de gros.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Office of the Economic Adviser de l'Inde
Dernières observations : novembre et décembre 2010

dépenses de consommation et d'une baisse notable, mais temporaire, des importations de pétrole. La vigueur de la consommation au quatrième trimestre a été alimentée par une poussée des dépenses en biens durables, en particulier les véhicules automobiles. Même si le taux d'épargne des ménages a légèrement reculé, il demeure néanmoins à un niveau compatible avec la reconstitution des bilans de ceux-ci à moyen terme (**Graphique 4**). Les conditions sur le marché américain du travail restent difficiles, du fait que le septième seulement des emplois perdus durant la récession ont été récupérés jusqu'à maintenant et que le taux de chômage de longue durée continue d'avoisiner les sommets de l'après-guerre.

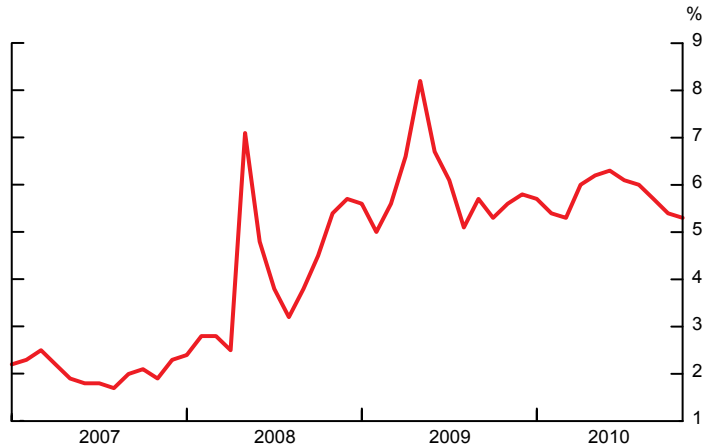
L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est fortement replié au deuxième semestre de 2010, retardant la reprise attendue du secteur du logement. L'investissement reste bridé par un niveau élevé de logements inoccupés, le resserrement récent des normes d'octroi de prêts hypothécaires par les banques et le relèvement des taux de ces prêts (**Graphique 5**). La lenteur du processus de saisie immobilière découlant de vices de procédure risque aussi de retarder l'ajustement du marché de l'habitation.

Même si les investissements des entreprises dans la construction ont poursuivi leur baisse au troisième trimestre, les indicateurs récents donnent à penser qu'ils ont presque touché leur creux. Par contre, les investissements en équipement et en logiciels ont regagné la majeure partie du terrain perdu durant la récession, car les entreprises se sont employées à remplacer le capital qui s'était déprécié ainsi qu'à améliorer la productivité. Le rythme de progression des exportations s'est vivement accéléré au deuxième semestre de 2010, grâce à la demande vigoureuse dans les économies émergentes, la dépréciation du dollar É.-U. pendant la dernière année et les solides gains enregistrés au chapitre de la productivité.

L'investissement résidentiel aux États-Unis s'est fortement replié au deuxième semestre de 2010.

Graphique 4 : Le taux d'épargne des ménages américains demeure à un niveau qui cadre avec une reconstitution graduelle de leur richesse

Taux d'épargne (en pourcentage du revenu disponible), données mensuelles

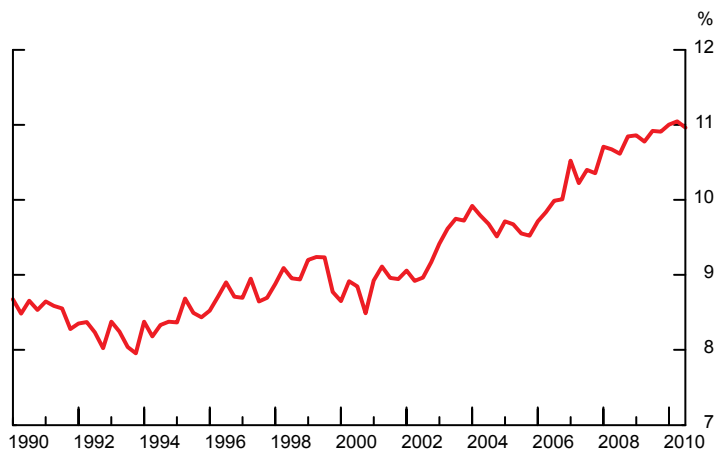


Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 5 : Le niveau élevé de logements inoccupés aux États-Unis continue de brider l'investissement résidentiel

Taux de logements inoccupés durant toute l'année (en pourcentage de l'ensemble des logements), données trimestrielles



Sources : Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance.

Vers la fin de l'année, les autorités américaines ont adopté de nouvelles mesures de relance, en raison de la faiblesse prononcée du marché du travail et du plancher historique atteint par l'inflation fondamentale aux États-Unis (**Note technique 1**). Comme on s'y attendait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, la Réserve fédérale a annoncé une deuxième phase d'assouplissement quantitatif en novembre. En outre, le gouvernement américain a promulgué une loi en décembre prévoyant la mise en œuvre d'importants nouveaux stimulants budgétaires au cours des deux prochaines années.

Dans la zone euro, le PIB a crû de 1,4 % en termes réels au troisième trimestre de 2010, et les indicateurs disponibles font état d'une expansion assez robuste au quatrième trimestre, concentrée dans les pays du cœur de l'Europe, en particulier l'Allemagne. Dans les économies périphériques, toutefois, la croissance a été freinée par le resserrement budgétaire, les préoccupations accrues concernant la dette souveraine et le secteur bancaire, ainsi que par le manque de compétitivité.

L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis : incidence sur le Canada

D'importantes mesures de politique monétaire et budgétaire ont été annoncées aux États-Unis depuis qu'est parue la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

À l'issue de la réunion tenue par le Comité de l'open market le 3 novembre dernier, la Réserve fédérale a annoncé son intention d'acheter des titres du Trésor à hauteur de 600 milliards de dollars É.-U. et par tranches mensuelles d'environ 75 milliards¹. Cette décision largement attendue avait déjà été prise en compte dans la projection de la Banque présentée en octobre. Étant donné que d'autres facteurs ont aussi influé sur le rendement des titres du Trésor américain au cours de la période récente, il est difficile de quantifier l'ampleur de l'assouplissement supplémentaire pouvant en résulter (**Tableau 1-A**). Toutes choses égales par ailleurs, la Banque estime que la pression à la baisse sur le coût du crédit pour les consommateurs et les entreprises, la pression à la hausse sur le prix des actifs et la dépréciation du dollar américain se traduiront par une amélioration de la croissance

du PIB aux États-Unis de 0,2 et de 0,1 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012.

Aux mesures d'assouplissement monétaire annoncées en novembre s'est ajouté un nouveau programme de relance budgétaire. Prévus dans une loi promulguée le 17 décembre, ce train de mesures se chiffre à quelque 850 milliards de dollars É.-U. et comprend des allègements fiscaux pour les ménages, la prolongation des allocations aux chômeurs de longue date ainsi qu'un régime fiscal plus avantageux pour les investissements des entreprises. Le programme prévoit également la reconduction, pour deux ans, des baisses d'impôt accordées sous la présidence de George W. Bush. L'ampleur de ces mesures avait été anticipée à peu près pour moitié au moment de la parution du *Rapport* d'octobre. Ce programme devrait soutenir les dépenses de consommation et contribuer de façon appréciable à l'expansion à court terme du PIB aux États-Unis. La Banque est d'avis qu'il en résultera un gain de croissance du PIB américain de 0,8 et

(suite à la page suivante)

¹ Le rythme et le montant final des achats pourraient être modifiés, selon l'évolution de la conjoncture. La Réserve fédérale entend continuer de réinvestir, dans des valeurs du Trésor à long terme, le produit du remboursement du principal des titres de dette et des titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines. L'ensemble de ces mesures devrait se solder par des achats de titres du Trésor à long terme de l'ordre de 850 milliards à 900 milliards de dollars É.-U. d'ici la fin du deuxième trimestre de 2011.

Au Japon, les données publiées depuis octobre montrent que la récession a été plus profonde, et la reprise en 2010, plus forte, de sorte que le niveau récent du PIB a été légèrement plus faible qu'on ne l'avait d'abord escompté. La croissance économique en 2010 a été favorisée par une demande extérieure élevée et des programmes de relance budgétaire destinés à stimuler la consommation. On estime toutefois que l'expansion a considérablement ralenti au quatrième trimestre, sous l'effet du retrait de certains stimulants budgétaires visant à soutenir les dépenses des ménages et de l'appréciation récente du yen.

Le taux de croissance du PIB réel de la Chine, en glissement annuel, s'est établi à un peu moins de 10 % au second semestre de 2010. La demande intérieure est restée vive, alimentée par la progression robuste des dépenses d'investissement et de consommation, alors que l'activité dans le secteur du logement a continué de prendre de la vigueur, malgré les tentatives faites antérieurement pour la modérer. Dans un effort pour contrer les pressions inflationnistes à la hausse, les autorités chinoises ont resserré davantage la politique monétaire. Ce resserrement s'est traduit par un relèvement des taux d'intérêt et par l'adoption de diverses mesures administratives (**Note technique 2**).

L'évolution récente des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis : incidence sur le Canada

de 0,2 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012. Globalement, les mesures d'assouplissement monétaire et de relance budgétaire mises en œuvre devraient faire augmenter le taux de croissance du PIB américain respectivement de 1,0 et de 0,3 point de pourcentage en 2011 et en 2012.

On s'attend à ce que le programme d'achats de titres de la Réserve fédérale ait des retombées légèrement positives sur la croissance au Canada, car l'impulsion provenant du regain d'activité à l'étranger et du renchérissement des produits de base devrait plus que compenser les effets modérateurs possibles d'une dépréciation du dollar É.-U. Le programme de relance budgétaire américain devrait aussi stimuler les exportations canadiennes vers les États-Unis, même si le fait qu'il vise surtout à revigorer la consommation en limitera l'incidence sur le Canada².

Toutes choses égales par ailleurs, la Banque estime que les deux trains de mesures adoptés devraient ajouter à la croissance du PIB canadien environ 0,2 et 0,1 point de pourcentage respectivement en 2011 et en 2012.

² Les exportations canadiennes étant principalement constituées de produits de base non énergétiques et de biens d'équipement, elles sont plus sensibles aux variations des dépenses d'investissement américaines qu'à celles des dépenses de consommation.

Tableau 1-A : Les conditions financières aux États-Unis se sont dans l'ensemble améliorées, les marchés anticipant, dès la fin d'août, les mesures supplémentaires d'assouplissement monétaire à venir

Variations	Niveau actuel ^a	Depuis la réunion du Comité de l'open market (3 novembre)	Depuis le discours de Jackson Hole ^c (27 août)	Depuis le 31 juillet ^d
Indice S&P 500	1 293,2	+8,0 %	+21,5 %	+17,4 %
Rendement des obligations du Trésor américain à dix ans	3,32 %	+75 points de base	+68 points de base	+42 points de base
Écart de rendement relatif aux obligations de sociétés américaines de bonne qualité	163 points de base	-15 points de base	-28 points de base	-25 points de base
Taux de change du dollar É.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur ^b	99,73	+1,7 %	-3,4 %	-2,5 %
Taux d'inflation neutre relatif aux États-Unis (sur 10 ans)	2,35 %	+19 points de base	+72 points de base	+58 points de base

a. À la clôture des marchés le 14 janvier 2011, à l'exception du taux de change du dollar É.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur, calculé au 7 janvier 2011

b. La pondération de cet indice fait chaque année l'objet d'un nouveau calcul pour refléter les chiffres de la balance commerciale.

c. Discours du président de la Réserve fédérale dans lequel Bernanke évoque la possibilité d'un nouvel assouplissement monétaire

d. Niveau antérieur à tout effet d'anticipation

Sources : Bloomberg, Réserve fédérale des États-Unis et Bank of America Merrill Lynch

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du Rapport en octobre.

L'indice des prix mondiaux des produits de base de la Banque du Canada a augmenté de 14 % depuis la sortie du *Rapport* en octobre (**Graphique 6**), compte tenu principalement de la solidité de la demande, émanant surtout d'Asie, et peut-être aussi d'une certaine incidence des flux financiers sur les prix des produits de base. Les cours du gaz naturel se sont accrus de 26 %, du fait de facteurs saisonniers mais, étant donné l'offre abondante, ils sont demeurés bien en deçà de leur moyenne des dernières années. Les prix du pétrole ont pour leur part augmenté d'environ 12 %, en raison de la demande mondiale plus élevée de pétrole brut et d'une baisse des stocks, alors que les prix des produits de base non énergétiques ont crû de près de 11 % depuis la publication du *Rapport* en octobre, étant donné les gains substantiels enregistrés par la plupart des composantes.

L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

La forte croissance de la Chine a joué un rôle important dans la reprise de l'économie mondiale. Pour le Canada en particulier, le dynamisme de l'activité en Chine a stimulé la demande d'exportations et soutenu les prix des matières premières. Selon de récentes données, l'économie chinoise pourrait néanmoins être menacée de surchauffe. La croissance plus vive que prévu et les tensions inflationnistes en Chine font peser tout à la fois, à brève échéance, un risque à la hausse sur les perspectives d'expansion de l'économie mondiale et l'évolution des cours des matières premières et, à plus long terme, un risque à la baisse.

De récents indicateurs témoignent d'une intensification prononcée des tensions inflationnistes en Chine. Les prix à la consommation augmentent régulièrement depuis quelques mois. Ainsi, en novembre dernier, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 5,1 %, son plus haut niveau en 28 mois. S'il est vrai que cette poussée s'explique en bonne partie par un renchérissement des aliments de plus de 11 %, il reste que les prix de la composante non alimentaire se sont aussi orientés à la hausse¹. Les prix à la production et les salaires ont monté de façon marquée, tandis que la masse monétaire au sens large (M2) et les prêts dans leur ensemble ont nettement crû ces deux dernières années, au même titre que l'activité immobilière et les prix des propriétés². Résultat, les anticipations d'une hausse plus forte des prix se sont enracinées plus fermement³.

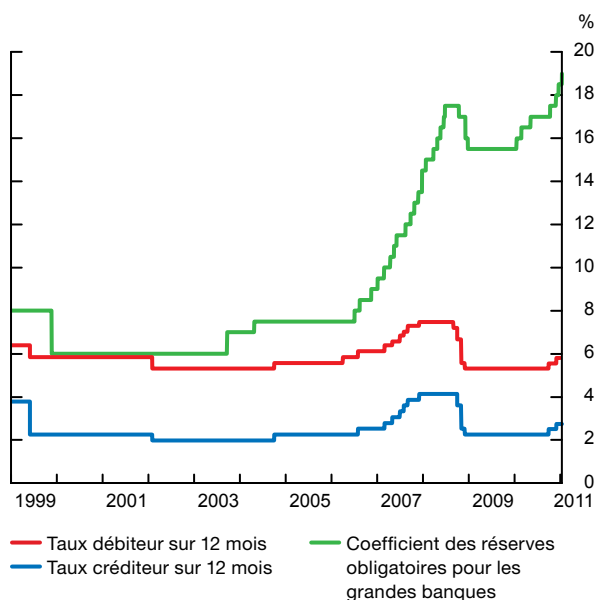
Les moyens déployés par la Chine pour juguler l'inflation sont largement influencés par sa politique de change. Le maintien d'une parité quasi fixe contraint la banque centrale à acheter les dollars É.-U. liés à l'excédent des échanges avec l'étranger, et à émettre en contrepartie des yuans. Pour compenser l'expansion

simultanée du volume de yuans en circulation, les autorités s'engagent en règle générale dans diverses opérations de stérilisation. Puisqu'un relèvement des taux d'intérêt aggraverait les pressions haussières sur le yuan et augmenterait en même temps le coût budgétaire des stérilisations, les autorités chinoises ont préféré élever le niveau des réserves obligatoires des banques, stériliser en émettant des obligations et recourir à d'autres mesures administratives pour contenir la croissance du crédit ainsi que les tensions inflationnistes (**Graphique 2-A**). Ces instruments n'ont pas permis une maîtrise complète de l'inflation. En outre, ils ont alourdi les coûts supportés par le secteur financier, car les établissements bancaires privés ont été forcés de placer une large part de leurs avoirs (environ 25 % au troisième trimestre de 2010) auprès de la banque centrale au lieu d'emprunteurs privés.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Le coefficient des réserves obligatoires est le principal instrument de la politique monétaire chinoise

Données quotidiennes



Source : Banque populaire de Chine Dernière observation : janvier 2011

- 1 Les données relatives à la progression des prix des produits non alimentaires peuvent toutefois sous-estimer l'ampleur réelle de l'inflation, car les frais de logement dans le panier de l'IPC sont assortis d'un faible poids alors qu'ils augmentent plus vite que le taux d'inflation mesuré pour la composante non alimentaire.
- 2 L'indice des prix de vente des appartements, qui est assorti d'une pondération démographique établie à partir de statistiques portant sur 17 villes, montre que les prix de cette catégorie de logements ont grimpé de quelque 60 % depuis juillet 2009. L'indice est construit par l'ambassade du Canada en Chine à l'aide des données de la maison de courtage immobilier Soufun.
- 3 Plus de 60 % des répondants à l'enquête que la Banque populaire de Chine a menée au quatrième trimestre de 2010 auprès de 20 000 ménages répartis dans 50 villes s'attendaient à une montée des prix au trimestre suivant, alors que cette proportion était de 43 % au trimestre précédent.

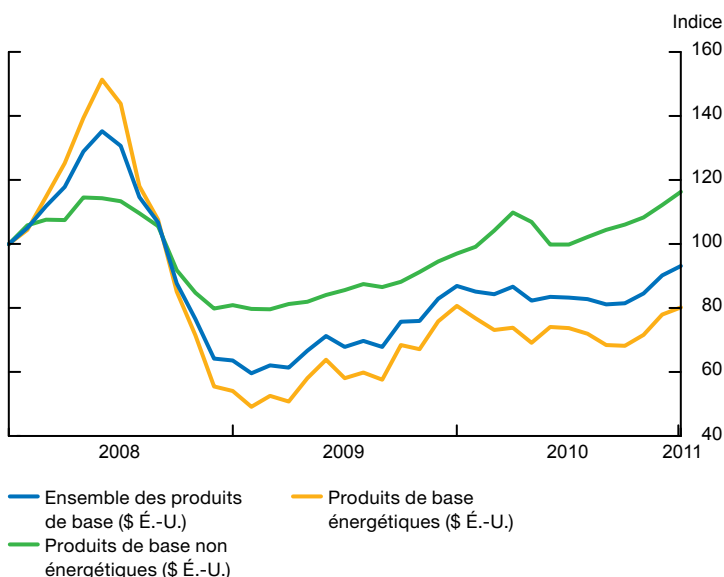
L'inflation en Chine et les risques qu'elle présente pour la croissance mondiale

Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités chinoises arriveront à assurer un atterrissage en douceur de l'économie de leur pays, qui impliquera une légère modération de la croissance et une réduction graduelle de l'inflation jusqu'au taux visé de 4 %. Mais on ne peut écarter le risque que les efforts des autorités en ce sens se révèlent

insuffisants. Dans une telle éventualité, la période d'expansion et d'inflation accrues durerait plus longtemps que ce que l'on anticipe en ce moment, ce qui nécessiterait à moyen terme des mesures plus énergiques. La correction du taux de croissance et de l'inflation qui pourrait s'ensuivre en Chine serait alors beaucoup plus brutale.

Graphique 6 : Les cours mondiaux des produits de base ont augmenté depuis la parution du *Rapport* d'octobre

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 janvier 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 14 janvier 2011.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2011

L'évolution des marchés financiers mondiaux

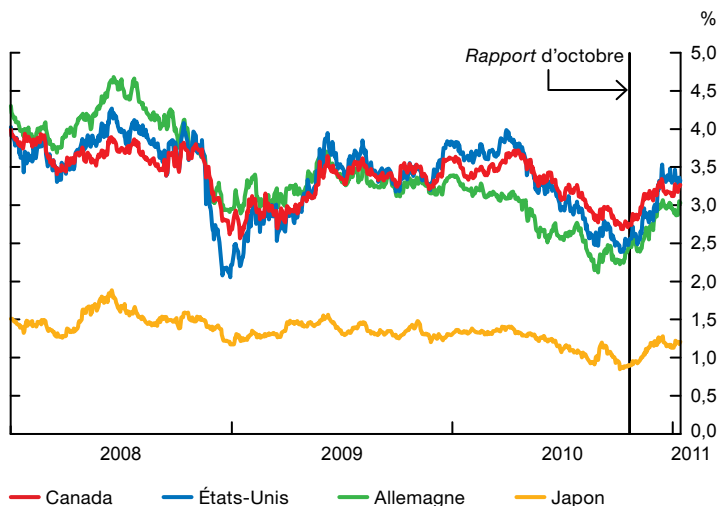
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux demeurent généralement favorables, malgré les inquiétudes accrues concernant les difficultés budgétaires et les secteurs bancaires vulnérables de certains pays européens.

Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées ont augmenté depuis la parution du *Rapport* en octobre (**Graphique 7**), mais restent néanmoins peu élevés par rapport aux niveaux passés. L'accroissement des rendements semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes relatives à la croissance économique mondiale par suite de la publication de données économiques positives et, dans le cas des États-Unis, de l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire.

L'accroissement des rendements semble refléter en grande partie les révisions à la hausse des attentes relatives à la croissance économique mondiale.

Graphique 7 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées ont augmenté depuis la parution du Rapport d'octobre

Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source : Bloomberg

Dernière observation : 14 janvier 2011

À la fin d'octobre et en novembre, les investisseurs se sont montrés de plus en plus préoccupés par les finances publiques des pays de l'Europe périphérique et, dans certains cas, par l'incidence sur celles-ci des tensions dans le secteur bancaire. Les écarts de crédit dans les pays souverains les plus touchés se sont nettement creusés (**Graphique 8**) et plusieurs pays de la zone euro s'en sont ressentis. Les autorités publiques européennes ont réagi en annonçant diverses mesures visant à préserver la stabilité financière, dont un programme de stabilisation pour l'Irlande et des plans d'assainissement des finances publiques plus rigoureux dans plusieurs pays. La Banque centrale européenne a également accru ses injections de liquidités exceptionnelles dans les banques de la zone euro et acheté davantage d'obligations souveraines sur le marché secondaire. L'évolution des marchés financiers depuis donne à penser que de nouvelles mesures pourraient s'avérer nécessaires.

En dépit de ces tensions, la plupart des marchés des actions et des obligations de sociétés à l'échelle du globe ont continué d'afficher une bonne tenue depuis la diffusion du *Rapport* en octobre, ce qui est attribuable aux solides bénéfices et revenus enregistrés par les sociétés et aux données économiques généralement meilleures que prévu. Les marchés mondiaux des obligations de sociétés connaissent encore des niveaux d'émission soutenus et des écarts plus faibles, particulièrement pour ce qui est des titres plus risqués tels que les obligations de sociétés à rendement élevé, ce qui tient à la forte demande des investisseurs et à un appétit grandissant pour le risque (**Graphique 9**).

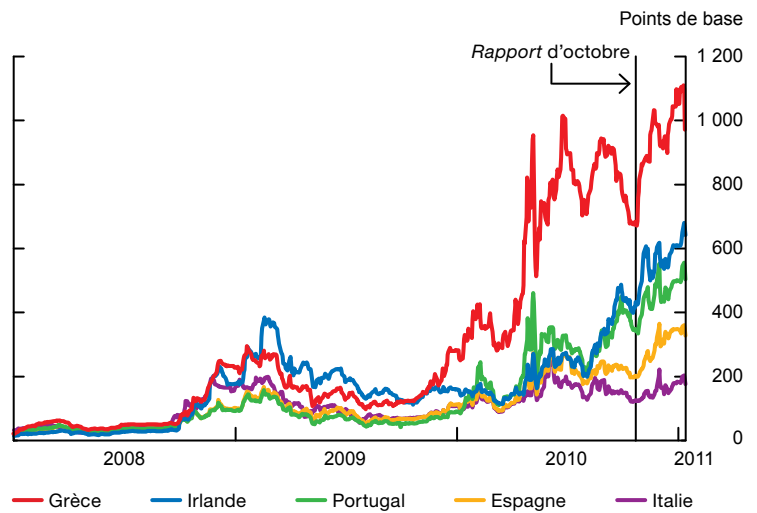
Sous l'effet de l'amélioration des facteurs fondamentaux et de l'accroissement de l'intérêt des investisseurs, les monnaies de plusieurs pays émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes par rapport au dollar É.-U. Même si les autorités de ces pays ont réduit la fréquence et l'ampleur de leurs interventions sur les marchés des changes depuis octobre, un certain nombre d'entre elles ont imposé des restrictions sur les mouvements de capitaux ainsi que d'autres mesures administratives. Ces interventions des pouvoirs publics risquent d'entraver le processus d'ajustement des taux de change réels requis pour corriger les déséquilibres mondiaux et soutenir la reprise.

Les autorités publiques européennes ont annoncé diverses mesures visant à préserver la stabilité financière.

Les monnaies de plusieurs pays émergents ont été soumises à des pressions à la hausse persistantes.

Graphique 8 : Les écarts de crédit se sont encore élargis dans certains pays européens depuis le Rapport d'octobre

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

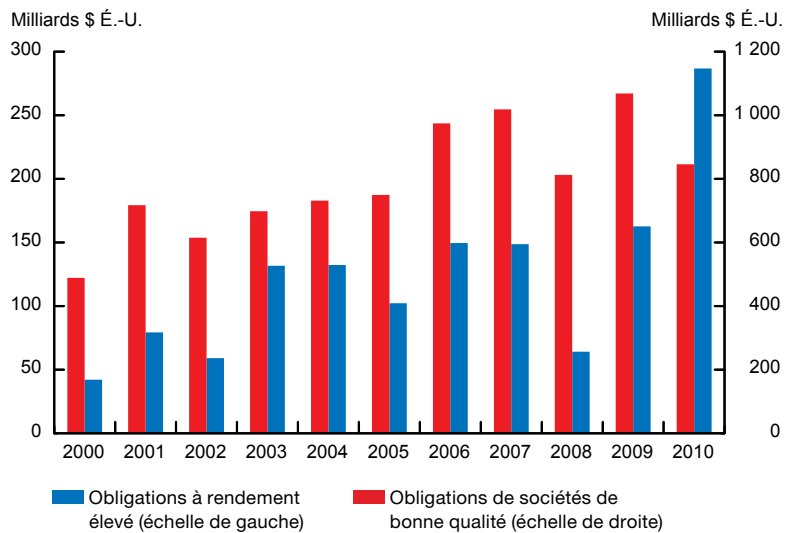


Source : Markit

Dernière observation : 14 janvier 2011

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



Source : Bloomberg

Dernière observation : 31 décembre 2010

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme solide en 2011 et en 2012.

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme solide en 2011 et en 2012 (**Tableau 1**), à la faveur du raffermissement de la demande intérieure privée. On prévoit que la croissance mondiale au cours de cette période sera un peu plus vigoureuse qu'anticipé en octobre. Même si les effets de la crise de la dette en Europe périphérique devraient restreindre l'expansion durant la période projetée, ils seront largement compensés, en 2011, par l'incidence du regain de l'activité observé aux États-Unis et dans les économies de marché émergentes.

Le PIB réel américain, en moyenne annuelle, devrait croître de 3,3 % en 2011 et de 3,2 % en 2012. On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, en raison du nouveau programme de relance budgétaire et de la reprise plus rapide des dépenses de consommation (**Graphique 10**).

On s'attend à ce que l'expansion aux États-Unis en 2011 soit plus forte qu'escompté.

La progression des dépenses des ménages aux États-Unis devrait être soutenue jusqu'à la fin de 2012 par une modeste intensification du rythme de création d'emplois, et ce, dans un contexte d'extrême précarité sur le marché du travail à l'heure actuelle et d'un taux de chômage de longue durée qui a atteint des sommets historiques. En outre, les nouvelles mesures de relance

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	2,9 (2,7)	3,3 (2,3)	3,2 (3,3)
Zone euro	15	1,7 (1,7)	1,5 (1,1)	1,5 (1,7)
Japon ^c	6	4,3 (2,9)	1,4 (1,3)	2,1 (2,3)
Chine	13	10,4 (10,3)	9,3 (9,0)	8,8 (8,9)
Autres pays	46	5,7 (5,2)	4,0 (3,6)	3,8 (3,5)
Ensemble du monde	100	5,0 (4,7)	4,0 (3,5)	3,9 (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 2009.

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

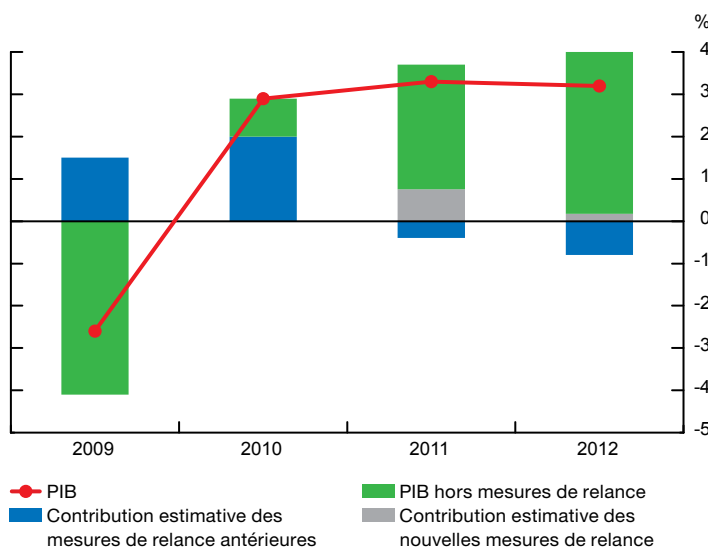
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2010 du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. En 2010, la hausse du PIB réel japonais a dépassé les attentes exposées dans le *Rapport* d'octobre, sous l'effet des modifications apportées aux séries chronologiques des comptes nationaux et d'une croissance plus forte que prévu au troisième trimestre.

Source : Banque du Canada

Graphique 10 : Les mesures de relance budgétaire soutiennent la croissance aux États-Unis

Données annuelles



Nota : On entend par « mesures de relance antérieures », les mesures prises par les pouvoirs publics au début de 2009 face à la crise, et par « nouvelles mesures de relance », les interventions faisant partie du programme de relance le plus récent. La contribution des mesures de relance à la croissance 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

budgétaire, notamment les réductions d'impôt qui poussent à la hausse le revenu disponible, devraient stimuler davantage les dépenses de consommation en 2011. Cependant, on s'attend à ce que les États et les municipalités limitent les dépenses et relèvent les impôts afin de combler d'importants déficits budgétaires, ce qui fera en partie contrepoids aux stimulants budgétaires du gouvernement fédéral. La consommation continuera aussi de se ressentir de l'assainissement nécessaire des bilans des ménages et de l'évolution du secteur du logement, où une offre excédentaire notable de maisons invendues devrait exercer un effet modérateur durable sur les prix.

Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises américaines devraient s'accroître davantage en raison de faibles coûts de financement, de meilleures conditions de crédit bancaire et des perspectives de croissance plus favorables. Par contre, les taux d'inoccupation élevés dans le secteur commercial et celui du commerce de détail, conjugués au resserrement des conditions du crédit aux entreprises de ces secteurs, devraient continuer de brider la progression des investissements dans la construction.

Les exportations nettes devraient contribuer de plus en plus à la croissance au cours de la période de projection, à la faveur d'une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel du dollar É.-U. et du raffermissement de la demande extérieure de biens et de services américains.

Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Cette région doit toutefois faire face à des risques et des défis considérables.

Dans la zone euro, on s'attend à une reprise modeste jusqu'à la fin de 2012. Cette région doit toutefois faire face à des risques et des défis considérables. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance au début de 2011 sera un peu plus ferme qu'anticipé dans le *Rapport* d'octobre, particulièrement dans les économies du cœur de l'Europe. L'activité économique devrait s'affaiblir quelque peu par la suite, sous l'effet des mesures d'austérité budgétaire et des tensions financières découlant des inquiétudes persistantes au sujet de la viabilité de la dette des pays périphériques. Les perspectives d'expansion dans les économies périphériques fortement endettées sont beaucoup plus sombres et plus incertaines que celles des grandes économies d'Europe. Malgré leurs ambitieux programmes de réduction des déficits, les pays périphériques demeureront vulnérables aux sautes d'humeur des marchés en raison de leurs besoins considérables en matière de refinancement de dette et de leurs systèmes financiers relativement faibles. Qui plus est, ces pays, du fait de la forte concentration de leurs exportations à l'intérieur de la région, resteront largement tributaires de la résilience des grandes économies européennes.

Au Japon, la croissance économique devrait ralentir en 2011 et en 2012, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire et de l'appréciation antérieure du yen. L'expansion demeure cependant quelque peu supérieure à celle de la production potentielle, ce qui s'explique par une généralisation graduelle de la reprise. On prévoit que l'amélioration des conditions sur le marché du travail soutiendra en partie la demande intérieure. Toutefois, les exportations devraient être un important moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2012.

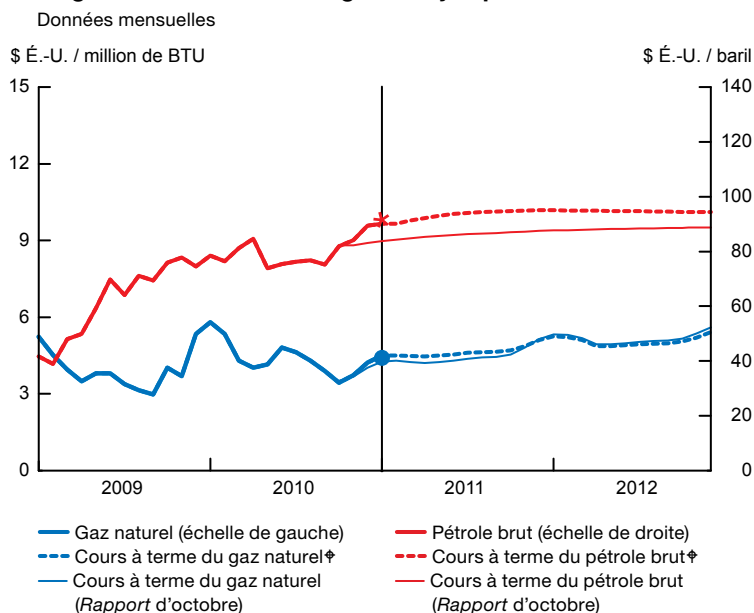
La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'on ne l'entrevoyait, alimentée par une demande intérieure plus forte que prévu.

En Chine, un déplacement progressif de la demande allant de l'investissement et des exportations vers la consommation devrait avoir lieu au cours de la période de projection, grâce à une modeste appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise. La croissance projetée en Chine est un peu plus élevée en 2011 qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre, alimentée par une demande intérieure plus forte que prévu. Toutefois, en 2012, elle devrait être légèrement plus faible qu'escompté, en raison de l'effet restrictif des mesures de resserrement monétaire et du crédit.

On anticipe un léger ralentissement de la progression du PIB réel dans les autres économies de marché émergentes. Le retrait des stimulants budgétaires mis en place durant la récession et le durcissement de la politique monétaire en réponse à l'accroissement des tensions inflationnistes devraient modérer l'expansion de la demande intérieure. En outre, on prévoit qu'une modeste appréciation des taux de change réels de ces économies restreindra la croissance de leurs exportations nettes.

L'indice des prix des produits de base de la Banque devrait monter pendant la période de projection, sous l'effet de la reprise économique mondiale. Après avoir enregistré des hausses marquées récemment, les cours des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement stables durant la période projetée, l'augmentation de la demande étant largement contrebalancée par une montée de l'offre. Les courbes les plus récentes des cours à terme indiquent que les prix du pétrole s'établiront à 95 dollars É.-U. en moyenne en 2012, et que les prix du gaz naturel continueront d'augmenter à mesure que l'offre excédentaire se résorbera (**Graphique 11**).

Graphique 11 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2012



* Cours au comptant du pétrole brut (14 janvier 2011)

• Cours au comptant du gaz naturel (14 janvier 2011)

‡ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 14 janvier 2011

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour janvier 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 14 janvier 2011.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

L'économie canadienne

L'économie canadienne se trouve maintenant dans une période de croissance plus modeste, après la forte reprise enregistrée à la fin de 2009 et au début de 2010. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque prévoit un rythme d'expansion modéré dans l'ensemble, les conditions financières avantageuses continuant de fournir un soutien à mesure que sont retirés les stimulants budgétaires. La demande au Canada devrait être relativement moins tributaire des dépenses des ménages et des administrations publiques et se déplacer vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. La hausse projetée de la contribution des exportations nettes à la croissance est étayée par l'amélioration des perspectives à court terme concernant l'expansion économique aux États-Unis et à l'échelle du globe. Toutefois, les effets cumulatifs de la piètre tenue du Canada en ce qui a trait à la productivité relative et de la vigueur persistante du dollar canadien ont érodé la compétitivité du pays et freinent la reprise des exportations nettes.

Ainsi qu'elle le projetait en octobre, la Banque s'attend à ce que la croissance résorbe la marge considérable de capacités inutilisées au sein de l'économie d'ici la fin de 2012. Dans ce contexte, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait retourner graduellement à 2 % au cours de la même période.

L'évolution récente

L'activité économique

L'expansion du PIB réel canadien a ralenti pour se situer à 1,0 % (en rythme annualisé) au troisième trimestre. Ce résultat est légèrement plus faible qu'on ne l'envisageait en octobre (**Graphique 12**), la robustesse de la demande intérieure au troisième trimestre ayant été en bonne partie contrebalancée par une nouvelle détérioration des exportations nettes.

Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement au troisième trimestre, tandis que le niveau des investissements dans le logement est demeuré élevé, malgré la disparition de plusieurs facteurs transitoires favorisant l'activité. Le dynamisme des dépenses de consommation a suivi la croissance du revenu disponible des particuliers durant les deuxième et troisième trimestres, laissant ainsi le taux d'épargne près de son creux historique.

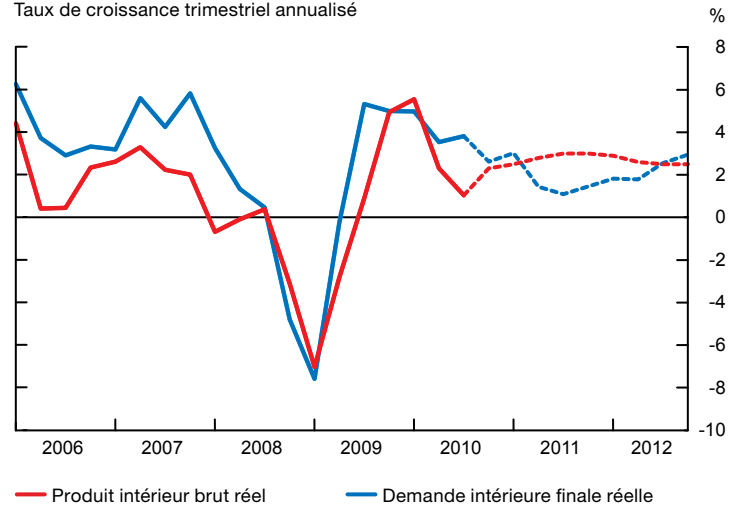
Les investissements des entreprises ont poursuivi leur vive progression au troisième trimestre. Cependant, en dépit de la hausse importante enregistrée depuis la fin de 2009, moins de la moitié du recul inhabituellement marqué qu'ils ont accusé durant la récession a été comblée (**Graphique 13**).

La Banque prévoit un rythme d'expansion modéré dans l'ensemble, les conditions financières avantageuses continuant de fournir un soutien à mesure que sont retirés les stimulants budgétaires.

Les dépenses de consommation ont continué de croître vigoureusement, tandis que le niveau des investissements dans le logement est demeuré élevé.

Graphique 12 : Alors que la croissance de la demande intérieure finale réelle est restée robuste au troisième trimestre de 2010, celle du PIB réel a ralenti considérablement

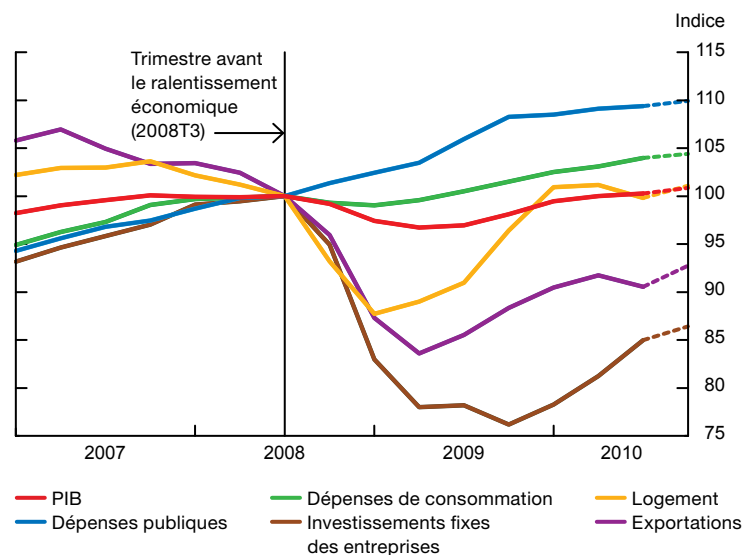
Taux de croissance trimestriel annualisé



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Graphique 13 : Les investissements des entreprises et les exportations demeurent bien en deçà des niveaux auxquels ils se situaient avant la récession

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



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

Les exportations nettes ont exercé au troisième trimestre un effet modérateur sur la croissance plus important qu'escompté, du fait que les exportations se sont repliées malgré la poursuite de l'expansion de l'activité à l'étranger et que les importations ont continué d'être stimulées par une forte demande intérieure. La faiblesse continue des exportations nettes s'explique par la piètre tenue de la productivité relative et la vigueur persistante du dollar canadien (**Note technique 3**). Toutefois, l'atonie des exportations au troisième trimestre est aussi attribuable à des facteurs temporaires tels que l'inactivité d'oléoducs.

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

La balance courante du Canada s'est fortement dégradée ces dernières années. Elle a accusé un déficit équivalant à 4,3 % du PIB au troisième trimestre de 2010, du jamais vu en 20 ans (**Graphique 3-A**). Cette évolution traduit le niveau élevé de la demande intérieure ainsi qu'une détérioration de la compétitivité des producteurs canadiens par rapport aux producteurs étrangers, comme le montrent la pénétration accrue des importations au Canada et la réduction de la part de marché des exportateurs canadiens à l'étranger (**Graphique 3-B**). Le recul de la part de ces exportateurs sur le marché américain, de loin le marché d'exportation le plus important pour le Canada, touche une large gamme de biens, dont les machines et le matériel, les biens de consommation et les produits de base non énergétiques (**Graphique 3-C**).

Au cours des dernières années, la compétitivité canadienne s'est érodée à la suite de la hausse prononcée du coût de la main-d'œuvre par unité produite au Canada en comparaison des autres pays (après

correction des variations de change)¹. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), le taux de change effectif réel du dollar canadien calculé sur la base des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est apprécié de 17 % environ depuis le début de 2005². La mesure bilatérale

(suite à la page suivante)

¹ Il a été montré que les mesures de la compétitivité qui sont calculées à partir des coûts de main-d'œuvre expliquent beaucoup mieux les variations des exportations nettes et de la production réelle au Canada que celles reposant sur les indices des prix à la consommation (R. Lafrance, P. Osakwe et P. St-Amant, *Evaluating Alternative Measures of the Real Effective Exchange Rate*, document de travail n° 98-20, Banque du Canada). Par ailleurs, en règle générale, le choix de la pondération attribuée à chacun des pays n'influence pas de façon sensible la mesure de la compétitivité canadienne.

² L'OCDE calcule le taux de change effectif réel en se basant sur les coûts unitaires de main-d'œuvre du secteur manufacturier dans 42 pays, ce qui lui permet de mesurer la compétitivité de chaque pays relativement à un vaste éventail de concurrents directs et indirects.

Graphique 3-B : Les producteurs canadiens ont perdu des parts de marché

Base 100 de l'indice : 2005T1; données trimestrielles

Graphique 3-A : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années

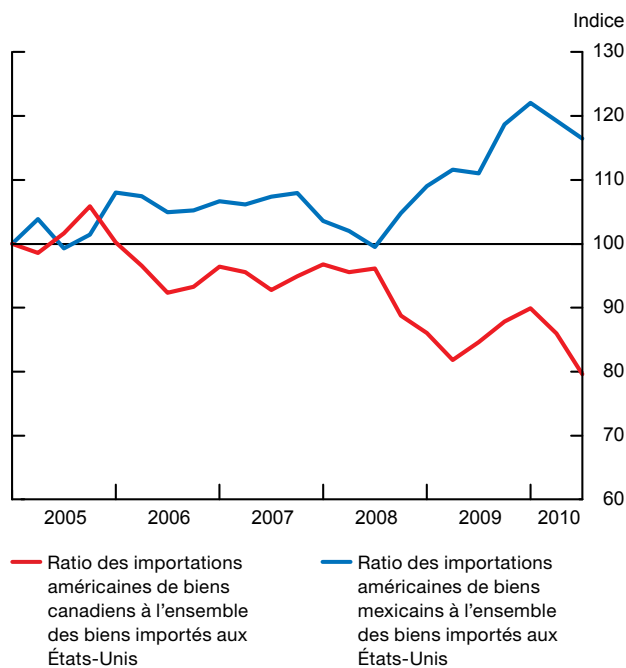
Données trimestrielles



— Solde de la balance courante en pourcentage du PIB

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Bureau du recensement des États-Unis et calculs de la Banque du Canada (en vue notamment de désaisonnaliser les données) Dernière observation : 2010T3

La récente évolution de la compétitivité et du commerce extérieur du Canada

fondée sur les chiffres canadiens et américains indique une progression de 31 % des coûts unitaires relatifs de la main-d'œuvre canadienne durant la même période (**Graphique 3-D**).

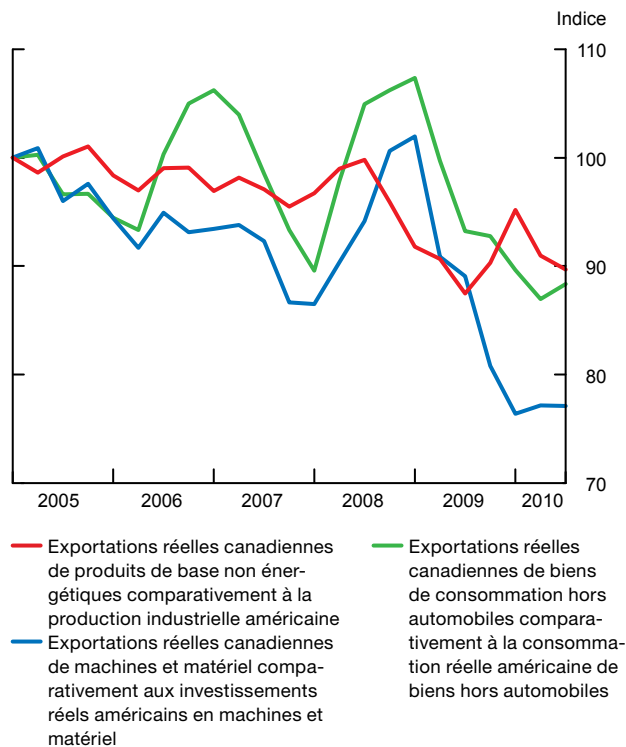
Les coûts unitaires de main-d'œuvre relatifs peuvent être décomposés en trois éléments : le taux de change nominal, la rémunération horaire relative et la productivité relative du travail. L'appréciation considérable du dollar canadien depuis le début de 2005 est responsable des deux tiers environ de la montée au Canada des coûts unitaires de main-d'œuvre par rapport aux États-Unis. Les salaires ayant progressé à un rythme assez similaire dans les deux pays pendant cette période, le retard du Canada en matière de

productivité explique le reste de la baisse de compétitivité mesurée par cet indicateur : la productivité du travail a en effet crû au Canada à un taux annuel moyen d'à peine 0,5 % depuis le premier trimestre de 2005, alors que ce rythme a été de 2,1 % aux États-Unis.

L'écart entre les taux de croissance de la productivité canadienne et américaine s'est même accentué au fil des dernières années, tout comme la diminution de la part de marché des producteurs canadiens. Cette évolution met en relief le risque que des résultats décevants sur le plan de la productivité, conjugués à la vigueur persistante du dollar canadien, brident la reprise attendue des exportations nettes du Canada.

Graphique 3-C : Le recul de la part des exportateurs canadiens sur le marché américain touche une gamme de biens

Base 100 de l'indice : 2005T1; données trimestrielles

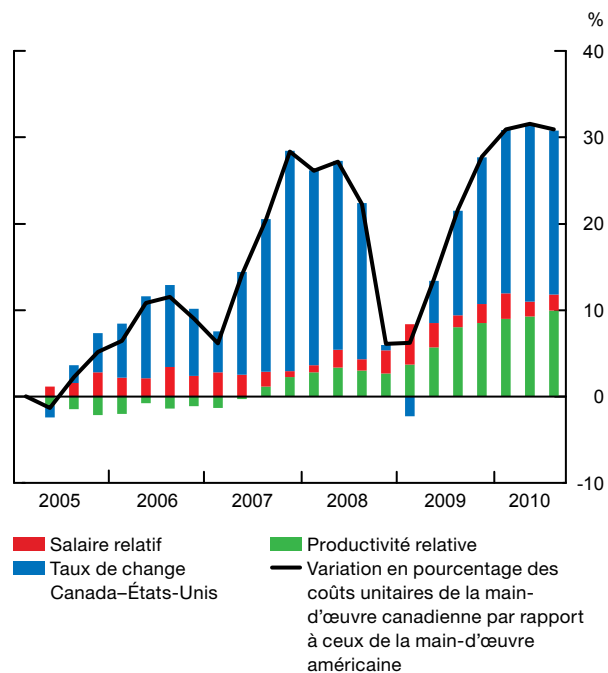


Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T3

Graphique 3-D : L'érosion de la compétitivité du Canada reflète la vigueur du dollar canadien et la piètre tenue du pays au chapitre de la productivité relative

Rôle de divers facteurs dans la variation des coûts unitaires de main-d'œuvre du Canada par rapport à ceux des États-Unis, données trimestrielles



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

Dernière observation : 2010T3

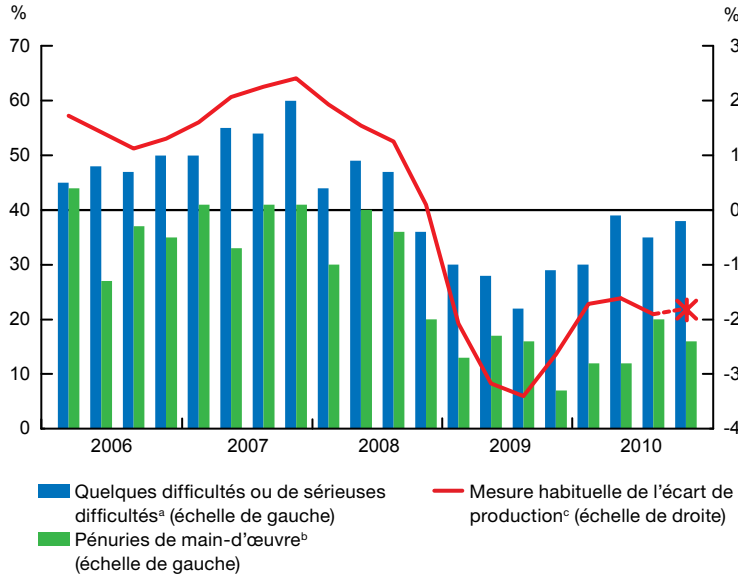
La Banque estime que l'expansion économique a remonté pour s'établir à 2,3 % au quatrième trimestre, compte tenu du rebond des exportations nettes et de la décélération des dépenses des ménages et des investissements des entreprises par rapport au rythme d'accroissement rapide observé récemment. Après avoir apporté une contribution appréciable durant les trimestres précédents, les stocks ont vraisemblablement limité l'expansion du PIB au quatrième trimestre, ce qui va de pair avec la stabilisation de la tendance du ratio stocks/ventes.

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.

La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que la marge de capacités excédentaires est restée relativement stable au quatrième trimestre, à quelque -1,8 % (**Graphique 14**). Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », 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, tout comme le pourcentage de celles aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre. Le taux de chômage encore élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine font également ressortir la persistance de la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail (**Graphique 15**).

Graphique 14 : L'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne reste considérable



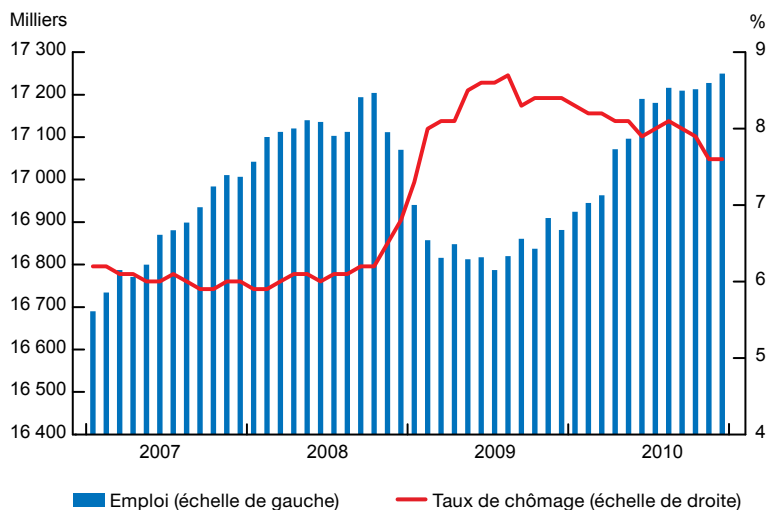
- Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- 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.
- 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 quatrième trimestre de 2010 (indiquée par l'astérisque) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2010T4

Graphique 15 : En dépit d'une remontée de l'emploi, le taux de chômage est toujours élevé

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : décembre 2010

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010, ce qui représente une marge de capacités excédentaires légèrement supérieure à ce qu'elle avait projeté en octobre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée sous les 2 % ces derniers mois, ce qui cadre avec une offre excédentaire considérable au sein de l'économie.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent encore que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2010, ce qui représente une marge de capacités excédentaires légèrement supérieure à ce qu'elle avait projeté en octobre.

L'inflation et la cible de 2 %

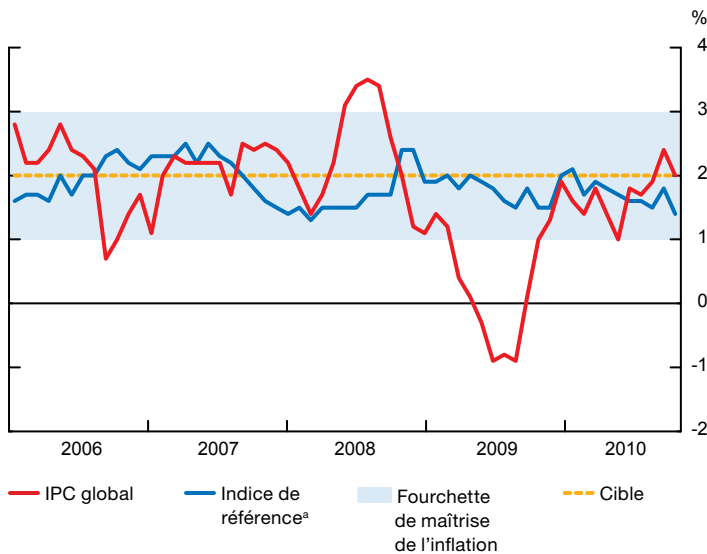
L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée sous les 2 % ces derniers mois (**Graphique 16**), ce qui cadre avec une offre excédentaire considérable au sein de l'économie et la modération de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre (**Graphique 17**). En outre, selon certaines indications, il semble que les remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la taxe de vente harmonisée (TVH) aient été répercutés sur les prix à la consommation, venant ainsi modérer le taux d'accroissement de l'indice de référence, ce qui concorde avec les attentes de la Banque. Le taux moyen de 1,6 % enregistré en octobre et novembre pour l'inflation mesurée par l'indice de référence est conforme à la projection de la Banque formulée dans le dernier *Rapport*.

L'inflation mesurée par l'IPC global a augmenté au cours des derniers trimestres, principalement en raison de l'effet de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects par les provinces qui sont entrées en vigueur en juillet, de même que du renchérissement de l'énergie. Le taux d'accroissement de l'IPC global en octobre et novembre a atteint en moyenne 2,2 %, soit un chiffre légèrement supérieur à celui envisagé par la Banque en octobre.

Les mesures tirées d'enquêtes récentes indiquent encore que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver, 91 % 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 %. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en janvier, l'IPC global devrait gagner 2,2 % en 2011 et 2,1 % en 2012. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'indice de référence demeure modérée alors que l'inflation mesurée par l'IPC global se situe légèrement au-dessus de la cible, en raison principalement de facteurs temporaires

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

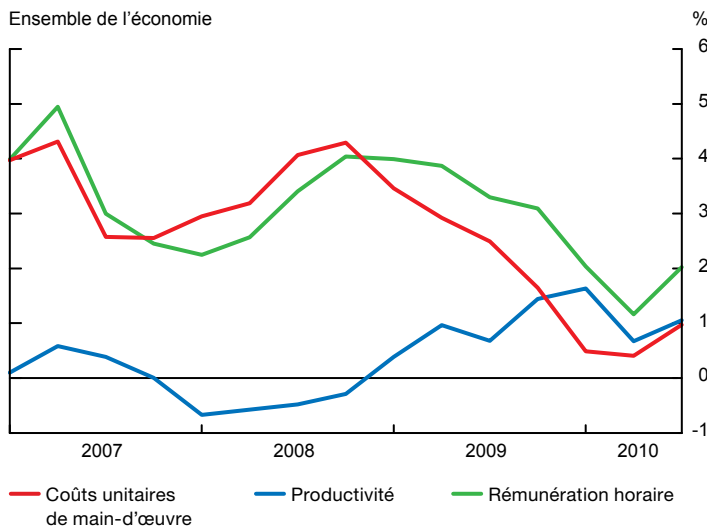
Source : Statistique Canada

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 17 : La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est modérée depuis le début de 2010

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

Ensemble de l'économie



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T3

Les conditions financières au Canada

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

Les coûts d'emprunt effectifs des ménages demeurent très bas en regard du passé, ce qui cadre avec le faible niveau des coûts de financement des banques (**Graphique 18**). Les coûts d'emprunt se sont néanmoins accrus au cours de la dernière année — affichant notamment une très légère hausse durant la période écoulée depuis la parution du *Rapport* d'octobre qui reflète l'amélioration des rendements des obligations du gouvernement canadien — conformément à l'évolution observée à l'échelle mondiale. Dans ce contexte, la croissance du crédit aux ménages s'est modérée quelque peu par rapport au rythme rapide du début de 2010 (**Graphique 19**).

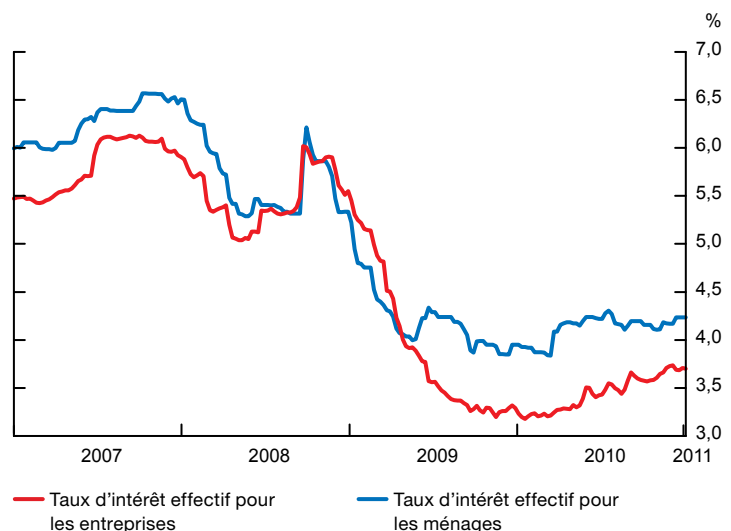
Les coûts d'emprunt effectifs des entreprises canadiennes sont également restés très peu élevés malgré une certaine augmentation en 2010. En outre, selon les résultats combinés de la plus récente édition de l'*enquête de la Banque auprès des responsables du crédit* (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises, l'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois (**Graphique 20**). Les données de l'enquête auprès des responsables du crédit tendent à indiquer que l'intensification de la concurrence entre prêteurs et l'amélioration des conditions économiques ont conduit à un assouplissement général des normes d'octroi des prêts, qui s'étend de plus en plus aux petites entreprises. Le redressement des perspectives économiques mondiales et le niveau toujours bas des rendements des obligations d'État ont soutenu la forte demande d'obligations et d'actions de sociétés par les investisseurs, mise en évidence par la faiblesse persistante des écarts de crédit en dépit du niveau élevé des émissions d'obligations de sociétés et par une nouvelle remontée de l'indice composite S&P/TSX. Les conditions de financement favorables, ainsi que la reprise en cours des investissements des entreprises et le regain d'activité au chapitre des fusions et des acquisitions, ont contribué au relèvement observé de la croissance globale du crédit aux entreprises (**Graphique 19**).

L'accès des firmes canadiennes au financement a continué de s'améliorer ces derniers mois.

Les conditions de financement favorables ont contribué au relèvement observé de la croissance globale du crédit aux entreprises.

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

Données hebdomadaires



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

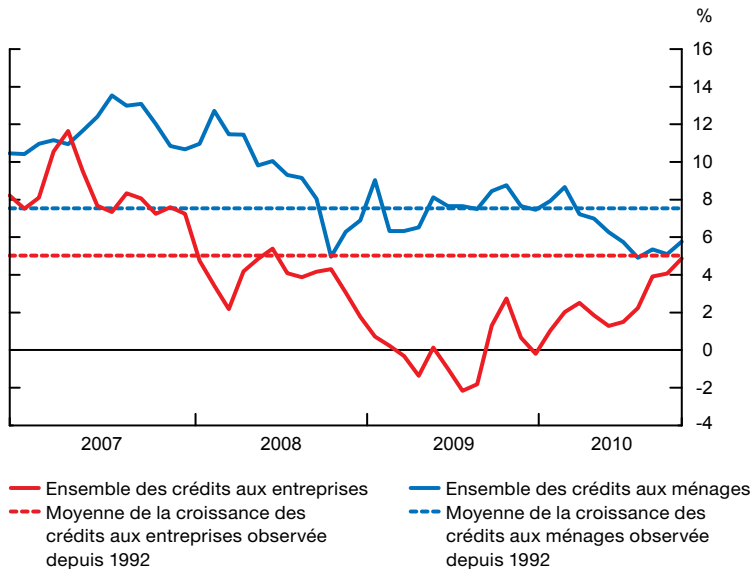
Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 14 janvier 2011

La progression des agrégats monétaires au sens étroit a poursuivi son ralentissement ces derniers mois par rapport à la cadence inhabituellement rapide enregistrée au début de 2010, suivant en cela la préférence moins marquée 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 entrevoir des pressions inflationnistes modérées dans l'avenir.

Graphique 19 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère tandis que celle du crédit aux ménages a légèrement ralenti

Taux de variation sur trois mois annualisé

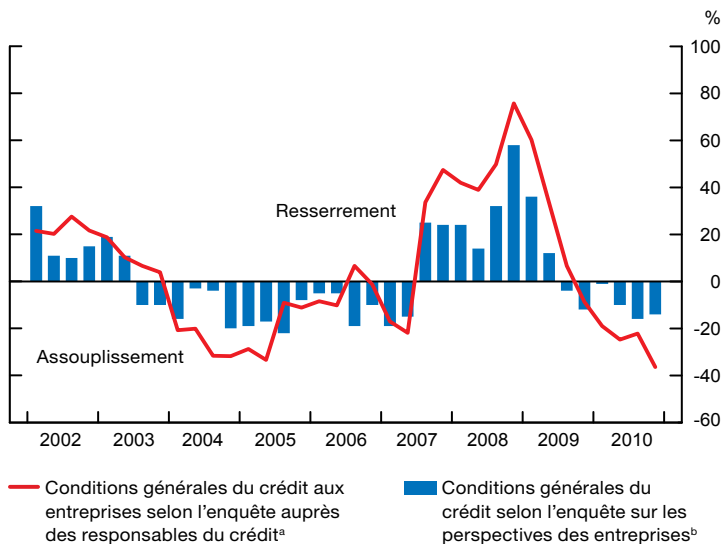


Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2010

Graphique 20 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au quatrième 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 : 2010T4

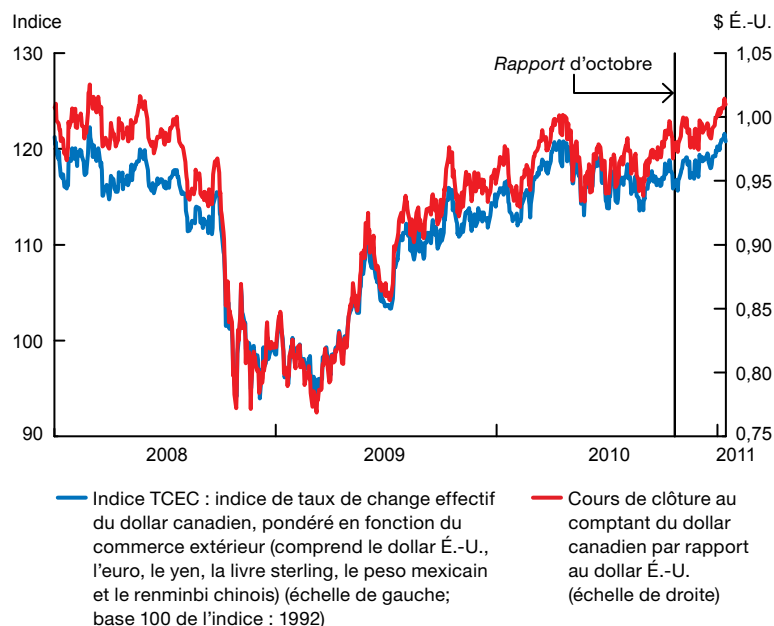
Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de décembre.

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 100 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de décembre, comparativement au chiffre de 98 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* d'octobre (**Graphique 21**). Le huard s'est apprécié vis-à-vis d'autres monnaies, l'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TCEC) ayant enregistré une hausse d'environ 4 % depuis octobre.

Graphique 21 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis le *Rapport* d'octobre

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 14 janvier 2011

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : un taux de change du dollar canadien qui se situe à 100 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours récents des contrats à terme; une stabilité relative des prix des produits de base non énergétiques; des conditions de crédit favorables à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

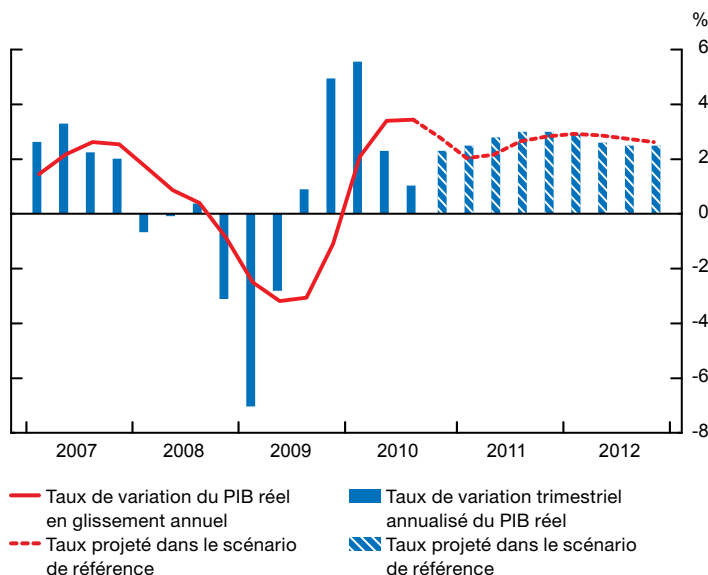
La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et en 2012 (**Graphique 22**). Elle prévoit que, l'expansion se poursuivant, la demande intérieure sera de plus en plus alimentée par les investissements des entreprises et les exportations nettes, et dépendra moins des dépenses des administrations publiques et des ménages (**Tableau 2** et **Graphique 23**). Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,4 % en 2011 et de 2,8 % en 2012, affichant ainsi un profil de croissance un peu plus favorable que dans la projection du *Rapport* d'octobre. Cette légère amélioration des perspectives est attribuable à une augmentation plus marquée des investis-

La Banque envisage toujours une croissance économique modérée en 2011 et en 2012.

sements des entreprises, conjuguée à un dynamisme accru, à court terme, des dépenses des ménages et de la demande américaine et mondiale. L'expansion plus faible pendant la seconde moitié de 2010 implique toutefois que la capacité excédentaire sera un peu plus élevée à court terme. Ainsi, la Banque continue d'anticiper que l'économie ne retournera à son plein potentiel qu'à la fin de 2012.

La croissance des dépenses de consommation devrait globalement évoluer de pair avec celle du revenu disponible des particuliers durant la période de projection. Les mesures récemment annoncées par le gouvernement concernant l'assurance hypothécaire contribueront à une progression plus équilibrée des dépenses des ménages.

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



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

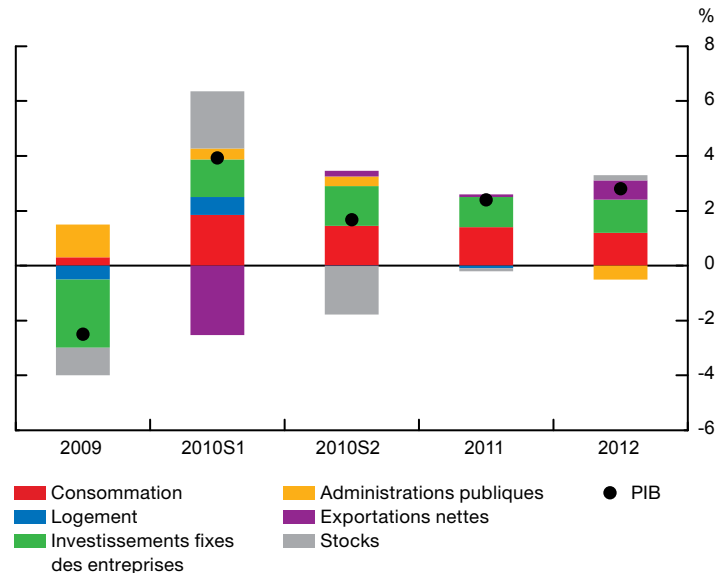
Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage^a

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

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

Graphique 23 : On s'attend à ce que la demande au Canada repose de plus en plus sur les investissements des entreprises et les exportations nettes et de moins en moins sur les dépenses des ménages et des administrations publiques

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 calculs et projections de la Banque du Canada

Le taux d'épargne devrait continuer d'avoisiner des creux historiques, et la dette des ménages, des sommets inégalés.

On s'attend, comme en octobre, à ce que l'expansion du revenu disponible marque le pas par rapport à sa tendance récente, sous l'effet du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions touchant la rémunération annoncées par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées. Du fait que les bilans des ménages canadiens s'alourdissent de plus en plus et que la consommation ne sera vraisemblablement pas stimulée par des gains au chapitre des prix des maisons, la croissance des dépenses des ménages devrait ralentir parallèlement à celle des revenus. Il s'ensuit que le taux d'épargne devrait continuer d'avoisiner des creux historiques, et la dette des ménages, des sommets inégalés (**Graphique 24**). Ces facteurs, combinés à une accessibilité réduite à la propriété, laissent entrevoir un affaiblissement de l'investissement résidentiel au cours de la période de projection. La Banque prévoit que la part de l'investissement résidentiel — et plus généralement des dépenses des ménages — dans l'économie ira graduellement en diminuant, mais restera largement au-dessus des moyennes historiques (**Graphique 25**).

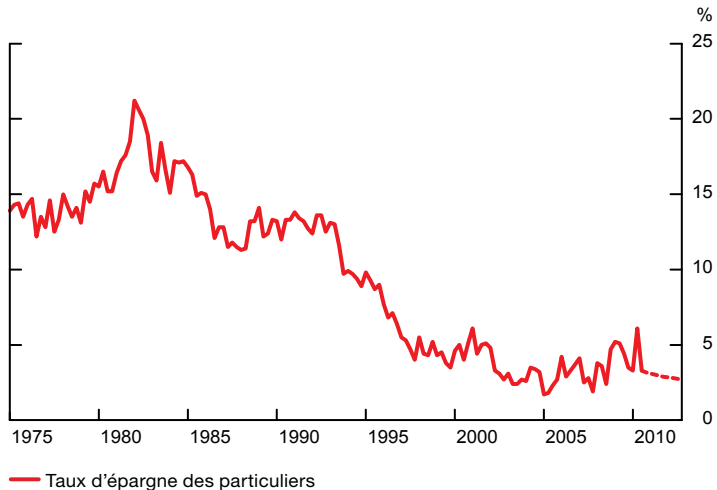
Dans son scénario de référence, qui prend en compte l'annonce récente du gouvernement fédéral relativement à la prorogation des stimulants budgétaires jusqu'en octobre, la Banque continue de tabler sur le fait que la contribution des dépenses publiques à l'expansion du PIB réel deviendra négative pendant la période envisagée.

La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection.

La montée rapide des investissements des entreprises devrait se poursuivre au cours de la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré durant la récession (**Graphique 26**). Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (**Graphique 27**), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base, l'appréciation du dollar canadien et l'incitation à

Graphique 24 : Le taux d'épargne des particuliers devrait demeurer près des creux historiques

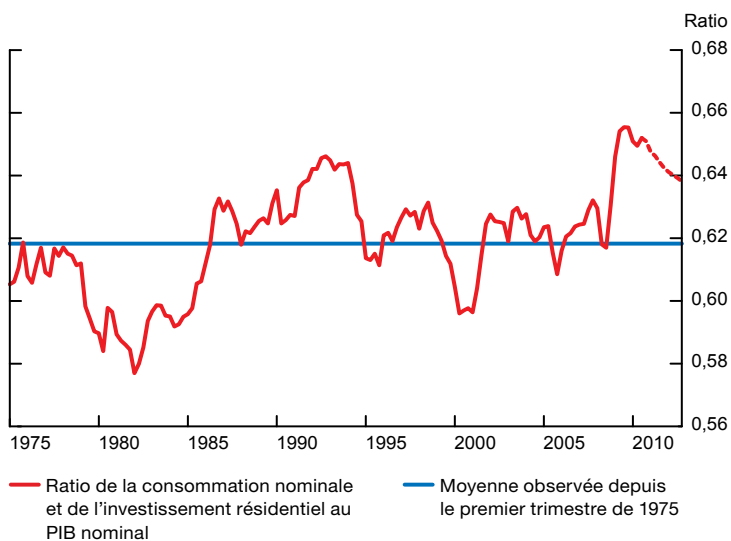
Données trimestrielles



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

Graphique 25 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB devraient reculer quelque peu par rapport aux hauts niveaux atteints

Données trimestrielles



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

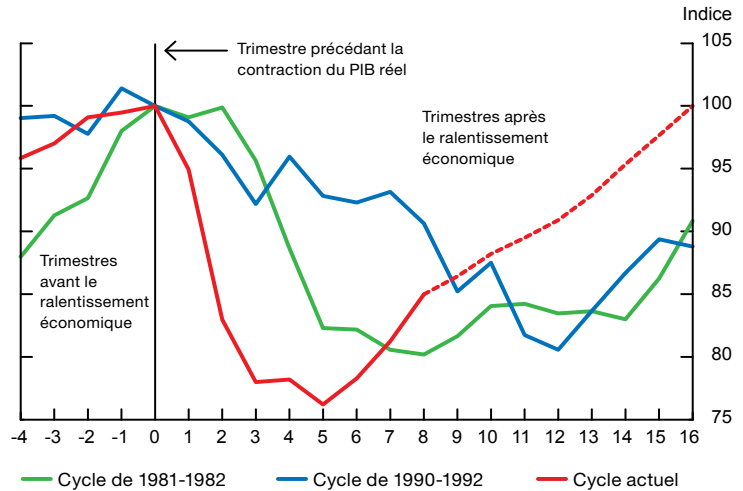
accroître la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles face à la reprise de l'économie mondiale. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres. À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à ce que le relèvement des dépenses d'investissement soit un peu plus ferme que prévu précédemment.

Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection, compte tenu d'un redressement de la demande extérieure et d'un rythme d'expansion de la demande intérieure légèrement moins rapide qu'auparavant. Si les perspectives de croissance à court terme aux États-Unis et dans d'autres économies se sont

La Banque anticipe une augmentation des exportations nettes durant la période de projection.

Graphique 26 : La reprise projetée des investissements fixes des entreprises canadiennes soutient le redressement attendu de la productivité

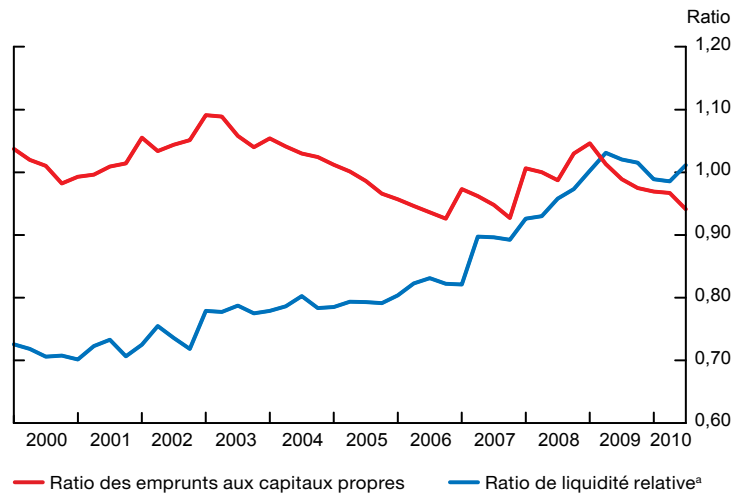
Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



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

Graphique 27 : Vu leurs hauts niveaux de liquidités et leurs faibles ratios d'endettement, les entreprises non financières sont bien placées pour investir

Données trimestrielles



a. Le ratio de liquidité relative est égal au quotient obtenu en divisant l'actif à court terme, diminué des stocks, par le passif à court terme.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T3

considérablement améliorées ces derniers temps, la croissance projetée des exportations canadiennes sera seulement un peu plus vigoureuse qu'es-compté antérieurement compte tenu des défis associés à la compétitivité. Le rééquilibrage de la demande intérieure vers les investissements des entreprises et les pressions qui s'exercent au chapitre de la compétitivité du Canada laissent aussi entrevoir une hausse des importations par rapport au profil de la demande intérieure globale. Le dynamisme des exportations nettes demeurera sensible aux mouvements de change et au redressement attendu de la croissance de la productivité, en plus d'être influencé par les perspectives d'évolution de la demande extérieure.

La projection en matière d'inflation

Les perspectives relatives à l'inflation mesurée par l'indice de référence n'ont essentiellement pas changé depuis octobre. Cette dernière devrait remonter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2012 (**Tableau 3** et **Graphique 28**), l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement. Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Par ailleurs, la progression modeste de la rémunération du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration prévue de la productivité, devrait limiter la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre et, par le fait même, atténuer les pressions inflationnistes.

Le profil d'évolution à court terme de l'inflation mesurée par l'indice de référence est un peu plus modéré qu'anticipé précédemment, ce qui va de pair avec une offre excédentaire légèrement plus élevée pendant cette période. Au premier trimestre, le rythme d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence sera également réduit du fait des augmentations de prix inhabituelles des véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier survenues au début de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra quelque peu au-dessus de la cible de 2 % pendant le premier semestre de 2011, la TVH et les autres changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces continuant de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois des prix à la consommation¹. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications de cette nature, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter graduellement à 2 % d'ici la fin de 2012.

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)	5,6 (5,8)	2,3 (2,0)	1,0 (1,6)	2,3 (2,6)	2,5 (2,6)	2,8 (2,3)	3,0 (2,3)	3,0 (2,6)	2,9 (2,7)	2,6 (2,8)	2,5 (2,8)	2,5 (2,8)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,1 (-1,1)	2,1 (2,2)	3,4 (3,4)	3,4 (3,6)	2,8 (3,0)	2,0 (2,2)	2,2 (2,3)	2,6 (2,4)	2,8 (2,4)	2,9 (2,5)	2,9 (2,6)	2,7 (2,7)	2,6 (2,8)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	1,8 (1,8)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)	1,4 (1,5)	1,5 (1,6)	1,6 (1,7)	1,7 (1,7)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	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 (1,8)	2,3 (2,1)	2,2 (2,0)	2,3 (2,2)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	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 (1,3)	1,9 (1,7)	1,7 (1,5)	1,8 (1,7)	1,9 (1,8)	1,9 (1,8)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
WTI ^b (niveau)	76 (76)	79 (79)	78 (78)	76 (76)	85 (82)	91 (84)	93 (86)	95 (87)	95 (87)	95 (88)	95 (88)	95 (88)	95 (89)

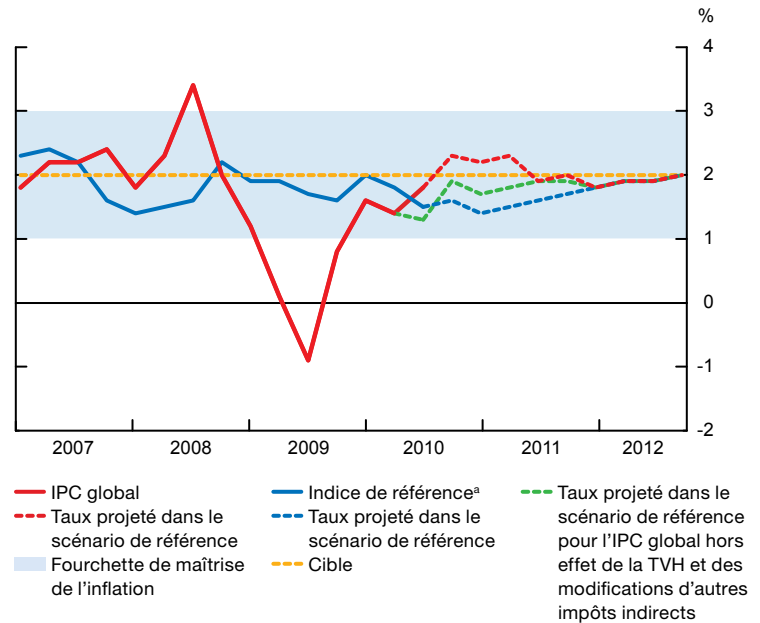
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

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 14 janvier 2011.

1 L'incidence directe des modifications apportées en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse aux taxes à la consommation est un relèvement provisoire de 0,7 point de pourcentage du taux d'augmentation de l'IPC global, en glissement annuel, entre juillet 2010 et juin 2011. La majoration de la taxe de vente provinciale au Québec en janvier 2011 devrait ajouter environ 0,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global pour l'année.

Graphique 28 : 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

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

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

changements sur les prix. Abstraction faite de l'incidence des mesures touchant les impôts indirects, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge graduellement vers la cible de 2 %, et suive généralement le profil d'évolution projeté de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

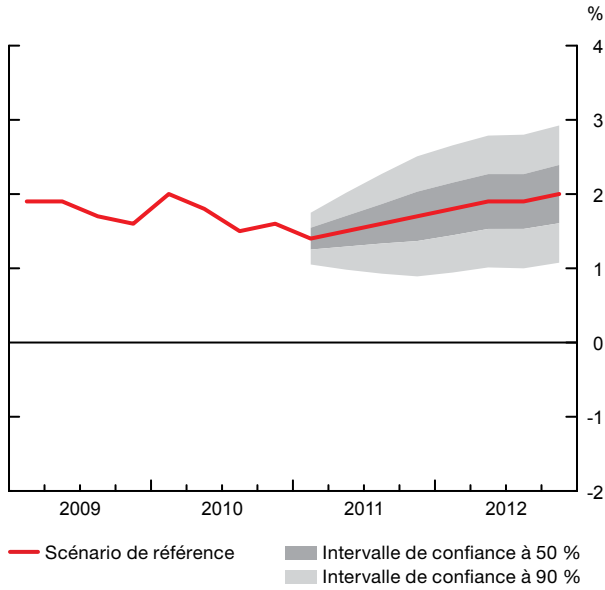
La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, et compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 29** et **30** 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 premier trimestre de 2011 à la fin de 2012².

² 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.

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

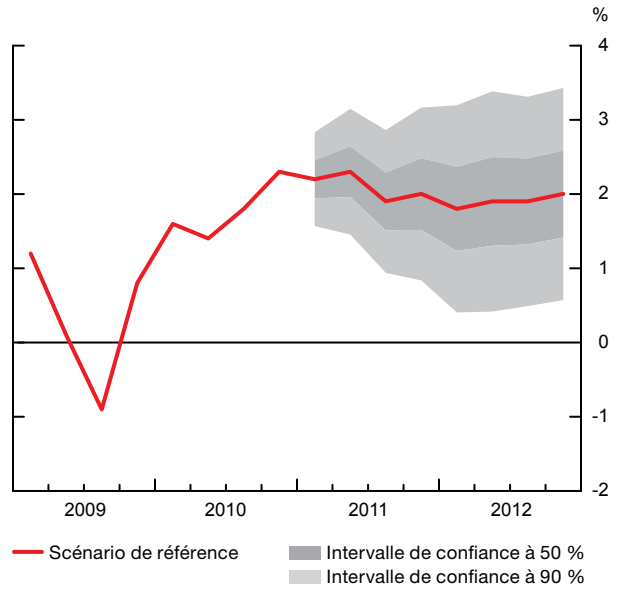
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

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

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

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

Il existe deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation; ils concernent le renchérissement des produits de base et la possibilité d'un dynamisme plus marqué que prévu au sein du secteur canadien des ménages :

- L'économie mondiale pourrait être plus vigoureuse que ce qu'on entrevoit actuellement, surtout si les mesures destinées à modérer la demande dans les économies de marché émergentes s'avéraient insuffisantes. Il pourrait en résulter une hausse des prix des produits de base, ce qui entraînerait une augmentation des revenus au Canada et favoriserait une hausse des investissements et des dépenses des ménages.
- La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escompté. Compte tenu des conditions financières exceptionnellement avantageuses, les emprunts pourraient continuer d'augmenter plus rapidement que les revenus.

Deux principaux risques à la baisse pèsent sur les perspectives d'inflation, qui ont trait à la compétitivité du Canada et à la possibilité que les dépenses des ménages soient plus faibles qu'anticipé :

- La Banque s'attend à ce que les exportations nettes soutiennent davantage l'expansion économique au Canada durant la période de projection. Cependant, étant donné les défis qui se posent sur le plan de la productivité et la vigueur persistante du dollar canadien, il se peut que la reprise attendue des exportations nettes ne se concrétise pas pleinement. Qui plus est, de nouvelles tensions sur les marchés des changes pourraient entraver l'ajustement qui s'impose à l'échelle mondiale et exercer des pressions supplémentaires sur les monnaies dont le cours flotte librement.
- La croissance des dépenses des ménages au Canada pourrait décélérer plus rapidement qu'on ne l'envisage à l'heure actuelle, du fait qu'elles sont considérablement supérieures à leur moyenne historique en proportion du PIB. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie tels que la consommation, étant donné le lourd endettement de certains Canadiens.

De plus, les défis auxquels l'Europe est confrontée demeurent une source importante d'incertitude quant aux perspectives mondiales. Les problèmes liés à la dette souveraine et à la stabilité financière d'un certain nombre de pays nécessiteront une solution d'ensemble.

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