



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Avril 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

---

Avril 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.

---

---

[...] des fluctuations prononcées et persistantes des prix relatifs favoriseront un ajustement structurel important dans l'ensemble de nos économies [...] Un ajustement est inévitable — et il sera substantiel. Ce genre de changement ne devrait généralement pas être entravé mais plutôt facilité par des politiques visant à rendre l'économie plus flexible [...] les pays doivent tous maintenir la stabilité des prix dans un contexte où on ne peut s'attendre à ce que les politiques monétaires du G3 guident l'évolution du cycle mondial.

— Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada*

*26 mars 2011*

*Calgary (Alberta)*

---

# Table des matières

---

|                                                                                          |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Vue d'ensemble</b> .....                                                              | 1  |
| <b>L'économie mondiale</b> .....                                                         | 3  |
| L'évolution récente .....                                                                | 3  |
| L'évolution des marchés financiers mondiaux.....                                         | 10 |
| Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale.....                                 | 12 |
| <b>L'économie canadienne</b> .....                                                       | 17 |
| L'évolution récente .....                                                                | 17 |
| L'activité économique.....                                                               | 17 |
| L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....                            | 22 |
| L'inflation et la cible de 2 % .....                                                     | 23 |
| Les conditions financières au Canada.....                                                | 25 |
| Le taux de change .....                                                                  | 27 |
| Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne.....                               | 27 |
| L'offre et la demande globales .....                                                     | 28 |
| La projection en matière d'inflation .....                                               | 32 |
| <b>Les risques entourant les perspectives</b> .....                                      | 35 |
| <br>                                                                                     |    |
| <b>Notes techniques</b>                                                                  |    |
| Séisme au Japon .....                                                                    | 6  |
| L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne ..... | 19 |

---



# Vue d'ensemble

---

Comme la Banque l'entrevoit en janvier, la reprise économique mondiale s'enracine plus solidement et devrait se poursuivre à un rythme stable. Aux États-Unis, la croissance se raffermi, même si elle sera bridée par l'assainissement des bilans des ménages et, à terme, des administrations publiques. Le rythme d'expansion s'est renforcé en Europe, malgré les défis que continuent à poser la dette souveraine et le secteur bancaire des pays périphériques. Les désastres qui ont frappé le Japon en mars auront de graves répercussions sur son activité économique au premier semestre de 2011 et entraîneront des perturbations à court terme dans la chaîne d'approvisionnement au sein des pays avancés. La demande robuste dans les économies émergentes favorise la vigueur sous-jacente des cours des produits de base, qui est amplifiée par les chocs d'offre découlant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à l'émergence de pressions inflationnistes plus généralisées dans le monde. En dépit des défis importants qui pèsent sur les perspectives économiques mondiales, les conditions financières demeurent très favorables à l'échelle du globe et les investisseurs sont devenus nettement moins réfractaires au risque.

Bien que récemment l'activité économique au Canada ait été plus forte que la Banque ne l'avait prévu, le profil d'évolution est largement conforme à la dynamique fondamentale présentée en janvier. On observe un rééquilibrage de la demande globale, celle-ci se déplaçant des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes. Comme en janvier, la Banque anticipe que les investissements des entreprises continueront à progresser rapidement et que la croissance des dépenses de consommation évoluera globalement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers, même si le renforcement des termes de l'échange et l'augmentation de la richesse devraient favoriser un profil de croissance légèrement plus solide des dépenses des ménages qu'on ne l'avait d'abord envisagé. En revanche, l'amélioration des exportations nettes devrait être limitée davantage par les problèmes de compétitivité persistants, lesquels ont été exacerbés par la vigueur récente du dollar canadien.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que l'économie affichera un taux d'expansion de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012 et qu'en 2013, elle progressera au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %. La Banque s'attend à ce que l'économie retrouve son plein potentiel au milieu de 2012, soit deux trimestres plus tôt qu'elle ne l'escomptait en janvier.

*Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 8 avril 2011.*

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires feront grimper l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues dernièrement, ainsi qu'aux changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, qui continuent à pousser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice de référence a continué à reculer ces derniers mois, en partie sous l'effet de facteurs transitoires. On s'attend à ce qu'elle remonte graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, que la progression de la rémunération du travail demeure modeste, que la productivité s'améliore et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

Même si la reprise économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme stable, les risques demeurent élevés à l'échelle du globe. Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens. Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

Dans l'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 12 avril 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 notable au Canada. Toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin.



# L'économie mondiale

---

La reprise économique mondiale s'enracine plus solidement et évolue essentiellement comme la Banque l'entrevoit dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier. Dans les pays avancés, le relais de la demande publique à la demande privée se déroule progressivement, alors que la croissance dans les économies émergentes demeure robuste. Les cours des produits de base ont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse, surtout celle en provenance des pays émergents d'Asie, et ont été poussés davantage à la hausse récemment par une série de perturbations de l'offre et par l'évolution de la situation géopolitique. L'accroissement des prix des aliments et de l'énergie, conjugué à une demande excédentaire persistante, a pour effet d'exacerber les pressions inflationnistes déjà élevées dans plusieurs économies émergentes.

Les conditions financières sont restées très favorables à l'échelle du globe et les investisseurs sont devenus nettement moins réfractaires au risque, malgré les défis importants qui entachent les perspectives économiques mondiales. Les efforts déployés actuellement pour assainir les bilans des ménages, des banques et des pays souverains continuent à freiner la croissance dans bon nombre de pays avancés, et la montée des cours des produits de base fait augmenter l'inflation globale dans ces pays à un moment où la reprise a toujours besoin d'un soutien considérable de la part des autorités. Même si les économies du cœur de l'Europe ont affiché une tenue légèrement meilleure que prévu, certains pays périphériques sont confrontés à de graves vulnérabilités touchant leur secteur bancaire et leur dette souveraine qui pourraient avoir des retombées plus larges en Europe. Les tensions géopolitiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et l'évolution de la situation au Japon à la suite du tremblement de terre dévastateur survenu le 11 mars contribuent également à l'incertitude sur la scène mondiale.

## L'évolution récente

L'évolution observée depuis la parution du *Rapport* de janvier donne à penser que la demande se raffermi dans les grands pays avancés et que la croissance demeure robuste dans les économies émergentes. Aux États-Unis, le PIB réel a dépassé son niveau d'avant la crise à la faveur du maintien de la détente monétaire et budgétaire. L'activité s'est également accélérée dans la zone euro. Au Japon, les indicateurs économiques étaient relativement solides avant que le tremblement de terre au Tohoku ne provoque des dommages énormes et des perturbations majeures au sein de l'économie. Les pays émergents restent les principaux moteurs de la croissance mondiale (**Graphique 1**).

---

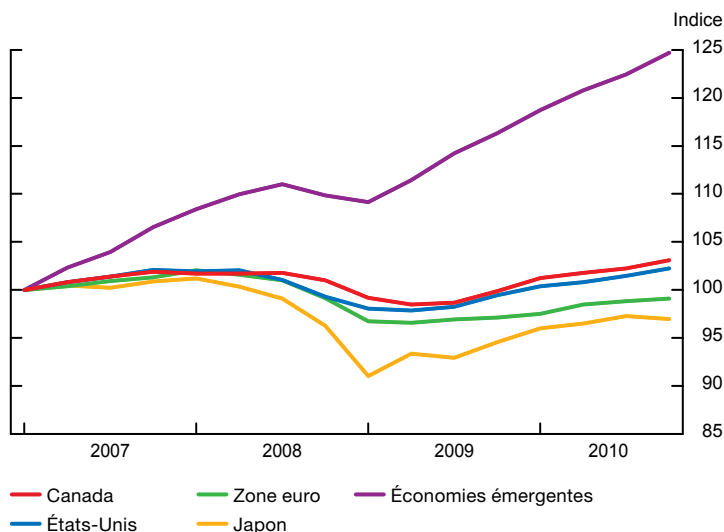
*La reprise économique mondiale s'enracine plus solidement.*

---

*Les cours des produits de base ont bondi depuis l'automne sous l'impulsion de la demande vigoureuse, surtout celle en provenance des pays émergents d'Asie.*

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

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



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

Dernière observation : 2010T4

Le PIB réel des États-Unis a crû de 3,1 % au quatrième trimestre de 2010. Ce résultat inférieur à ce qui était prévu dans le *Rapport* de janvier découle d'un apport nettement moindre des stocks. La progression du PIB réel semble avoir décéléré au premier trimestre, en raison principalement de l'affaiblissement de la croissance de la consommation. Malgré les améliorations observées récemment sur le marché du travail, le niveau d'emploi est bien en deçà de son sommet précédent et le taux de chômage à long terme se situe à des sommets historiques (**Graphique 2**).

*La consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables.*

Depuis le début de l'année, la consommation aux États-Unis a été soutenue par les stimulants budgétaires et des bilans plus favorables. Les ménages ont vu leurs conditions d'octroi de prêts s'améliorer, les coûts du service de leur dette ont baissé et la hausse des cours des actions a alimenté leur richesse (**Graphique 3**). Leurs taux d'épargne sont restés élevés, ce qui cadre avec la nécessité de poursuivre leurs efforts pour réduire leur levier d'endettement et assainir leurs bilans.

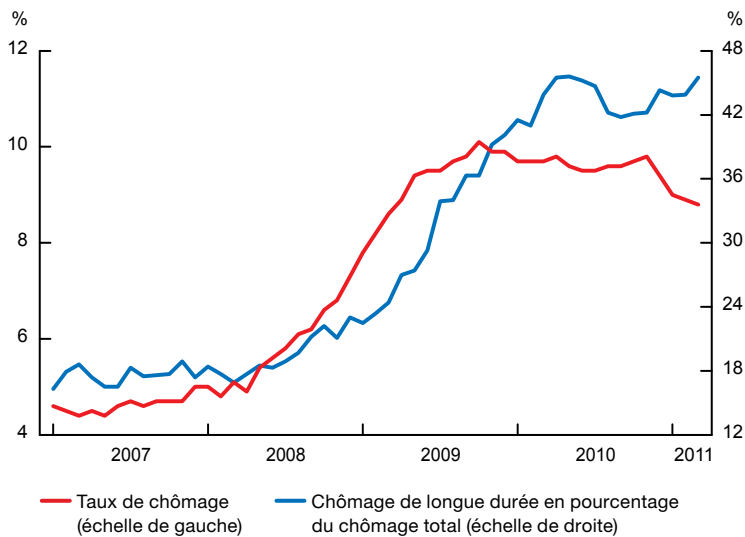
Le marché du logement aux États-Unis est confronté à des difficultés aiguës. La demande demeure très faible, étant restreinte par la morosité du marché du travail et par la vive incertitude entourant les prix futurs de l'immobilier. Le secteur de la construction non résidentielle a aussi été atone.

La progression de l'activité économique aux États-Unis a été favorisée par la forte expansion continue des investissements en machines et matériel et par une remontée des exportations. Les investissements en équipement et en logiciels ont été soutenus par la situation financière solide des entreprises et par l'amélioration des conditions de financement sur le marché, alors que la vigueur des exportations s'explique par le redressement de la demande mondiale, une dépréciation du dollar américain et une croissance robuste de la productivité.

Dans la zone euro, le PIB réel a progressé à un rythme modeste au quatrième trimestre de 2010 en raison du mauvais temps qui a perturbé les activités dans le secteur de la construction. Les indicateurs pour le premier trimestre laissent entrevoir un redressement de la croissance, particulièrement dans

## Graphique 2 : Le chômage de longue durée demeure élevé aux États-Unis

Données mensuelles

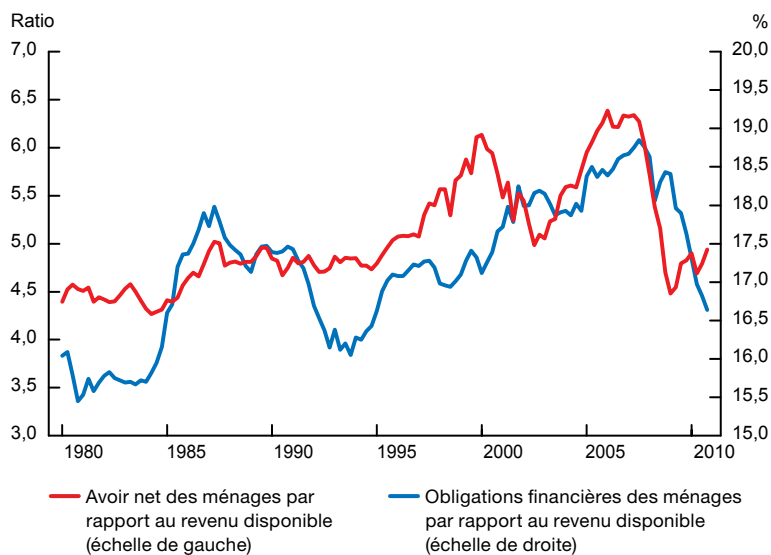


Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

Dernière observation : mars 2011

## Graphique 3 : La situation financière des ménages aux États-Unis s'est améliorée

Données trimestrielles



Source : Réserve fédérale des États-Unis

Dernière observation : 2010T4

les économies du cœur de l'Europe, qui tient au raffermissement de la demande intérieure et à la poursuite du vif essor des exportations. Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques sont toujours beaucoup plus faibles que dans les économies du cœur de l'Europe, étant donné l'effet modérateur plus marqué exercé par les mesures d'austérité budgétaire et les préoccupations persistantes entourant les niveaux d'endettement des pays souverains et la situation financière des banques. En Allemagne, le taux de chômage se situe à son niveau le plus bas enregistré au cours des deux dernières décennies, alors qu'en Espagne et en Grèce, il atteint ou frôle des sommets historiques.

Au Japon, le PIB réel a reculé au quatrième trimestre de 2010, en partie à cause du retrait des incitatifs fiscaux. La croissance avait repris pendant les

*Les facteurs économiques fondamentaux dans les pays périphériques de la zone euro sont toujours beaucoup plus faibles que dans les économies du cœur de l'Europe.*

## Séisme au Japon

Le séisme qui a frappé la côte nord-est du Japon le 11 mars 2011 a provoqué un tsunami, qui a laissé derrière lui des milliers de morts et de personnes grièvement blessées et causé des dégâts sans précédent aux maisons et infrastructures. D'autre part, les pannes de courant, les perturbations dans les transports et les fuites radioactives de la centrale nucléaire de Fukushima-Daiichi ont eu une incidence désastreuse sur l'économie de la région ainsi que des répercussions importantes dans le reste du pays.

On estime actuellement que le coût des dommages matériels pourrait être de l'ordre de 4 à 6 % du PIB du Japon. L'ampleur de la deuxième vague d'effets économiques est par contre beaucoup plus difficile à quantifier. Des incertitudes subsistent. En premier lieu, la perte des capacités de production électrique a conduit à la mise en œuvre de délestages alternés à travers l'archipel. D'après les estimations, plusieurs mois pourraient s'écouler avant un rétablissement complet de l'alimentation en énergie, ce qui aurait d'ici là des conséquences néfastes pour les secteurs industriels et les ménages. Ensuite, certaines usines situées dans la région atteinte par le tremblement de terre fabriquent des composants spécialisés tels que des pièces automobiles, de l'équipement électronique ou du matériel de télécommunication. En l'absence d'autres sources sûres d'approvisionnement, la production ou les ventes à l'étranger subiront peut-être des contrecoups, vu l'imbrication des chaînes d'approvisionnement internationales. Enfin, la situation à la centrale nucléaire reste précaire.

La Banque du Japon a injecté d'énormes liquidités afin de soutenir le fonctionnement du système financier après le séisme et a annoncé des mesures d'assouplissement monétaire supplémentaires pour un montant total de 22 billions de yens, soit à peu près 5 % du PIB du pays. De nouvelles initiatives budgétaires stimuleront l'économie et financeront la reconstruction. En outre, à la demande des autorités nippones, les

pays du G7 sont intervenus de concert sur le marché des changes, le 18 mars, pour réagir aux mouvements désordonnés du yen ainsi qu'à une volatilité excessive, et prévenir des conséquences négatives sur la stabilité économique et financière. Les conditions financières se sont depuis lors stabilisées.

La catastrophe sur l'archipel nippon touche d'autres économies par le biais des liens commerciaux et financiers, de même que par ses effets sur les prix des matières premières. Le Japon est la troisième économie du monde<sup>1</sup>. Depuis le tremblement de terre, des fabricants automobiles au Canada (et ailleurs) ont du mal à s'approvisionner et ont réduit la production et les heures de travail dans les usines de montage<sup>2</sup>. Ces difficultés devraient réduire le rythme d'expansion de l'économie canadienne d'environ un demi-point de pourcentage au deuxième trimestre, mais l'activité perdue sera probablement récupérée dans les trimestres qui suivront (**Tableau 3**). À plus long terme, les efforts de reconstruction, une fois lancés, stimuleront la croissance au Japon et la demande mondiale de produits de base. La Banque est donc d'avis que les incidences du séisme sur l'économie mondiale seront plutôt limitées pour l'ensemble de l'année.

De grandes incertitudes demeurent tout de même. La perturbation des chaînes d'approvisionnement internationales pourrait s'avérer plus grave que ne le laissent présager les premières estimations si les coupures d'électricité persistent ou si des retards surviennent dans la réparation des infrastructures du pays pèsent sur les échanges mondiaux. La Banque suivra de près la situation ces prochains mois.

<sup>1</sup> Le Japon représente environ 6 % de l'économie du globe.

<sup>2</sup> Par exemple, le 30 mars dernier, Honda a annoncé qu'elle ferait passer sa production quotidienne au Canada de quelque 700 véhicules à 300 véhicules pour s'adapter à la pénurie de pièces en provenance du Japon.

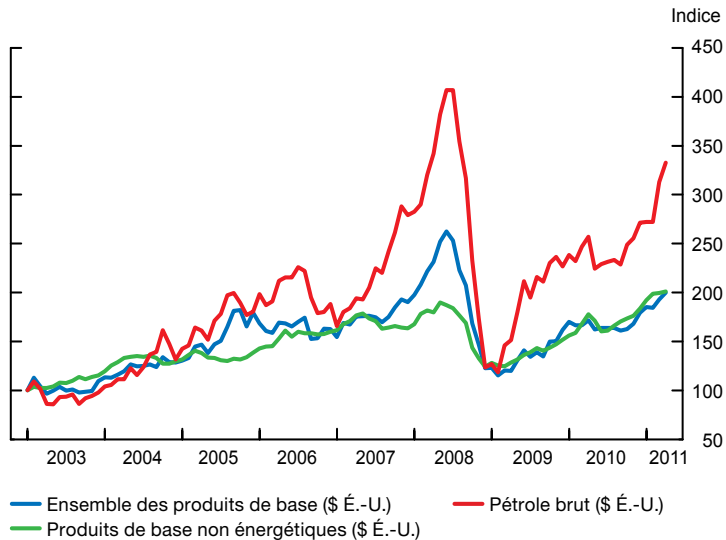
*En Chine, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes.*

deux premiers mois de 2011, avant que les perturbations provoquées par les récents événements n'entraînent des pertes de production massives, qui perdureront dans les prochains trimestres (**Note technique 1**).

En Chine, l'expansion économique a continué de dépasser les attentes et des signes de surchauffe se manifestent. Les pressions inflationnistes s'intensifient, les investissements dans l'immobilier sont inhabituellement élevés et les

#### Graphique 4 : Les cours mondiaux des produits de base sont élevés

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



Nota : Les valeurs pour avril 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 8 avril 2011.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : avril 2011

appréhensions à l'égard de la hausse des prix des propriétés et de la liquidité excessive grandissent. Les autorités ont pris des mesures additionnelles au cours des trois derniers mois afin de tenter d'éliminer ces pressions sur les prix. Elles ont augmenté le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 100 points de base au total, l'amenant à 20 % pour les grandes institutions, et ont relevé le taux de référence des dépôts à un an de 50 points de base pour le porter à 3,25 %<sup>1</sup>. Toutefois, avec un taux d'inflation avoisinant 5 % en glissement annuel, les taux d'intérêt réels en Chine sont toujours négatifs. Le crédit s'accroît à un taux annualisé de près de 20 %.

Les cours des produits de base à l'échelle mondiale sont élevés, propulsés par une demande vigoureuse et une série de chocs d'offre (**Graphique 4**). Les prix de 18 des 23 principales composantes de l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada sont supérieurs à leurs moyennes de longue période en termes réels. Les cours du pétrole brut ont bondi sous l'effet des troubles en Afrique du Nord et au Moyen-Orient et les prix de nombreux produits non énergétiques ont atteint des niveaux records. Le gros de la demande accrue de produits énergétiques ces dernières années émane des économies émergentes, surtout celles d'Asie (**Graphique 5** et **Graphique 6**). Les prix des produits agricoles ont également été poussés à la hausse par la forte demande en provenance des pays émergents d'Asie et, plus récemment, par des conditions climatiques défavorables qui les ont portés à de nouveaux sommets. Les cours des métaux avoisinent également des sommets inégalés, sous l'influence de la demande robuste de la Chine et du manque de capacités de production dans l'industrie de l'extraction minière à l'échelle du globe<sup>2</sup>.

*Les prix de 18 des 23 principales composantes de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada sont supérieurs à leurs moyennes de longue période en termes réels.*

<sup>1</sup> À la fin de janvier, les autorités chinoises ont aussi annoncé une troisième série de mesures de restriction visant le secteur de l'immobilier.

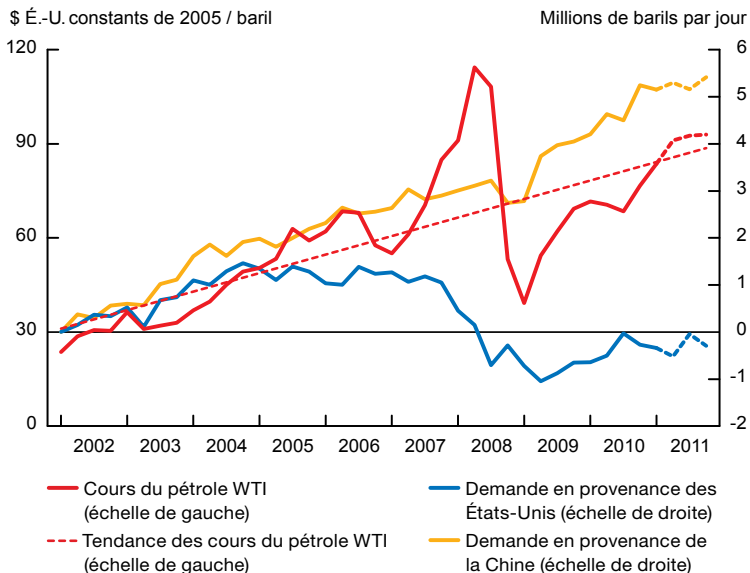
<sup>2</sup> Les prix de certaines matières premières produites au Canada n'ont pas crû si fortement. Les cours du gaz naturel, qui sont déterminés sur le marché régional nord-américain plutôt que sur le marché mondial, ont reculé de quelque 10 % depuis la parution du *Rapport* de janvier, ce qui annule en partie la vive augmentation temporaire des derniers mois provoquée par des froids inhabituels pour la saison.

Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement.

La montée des cours des produits de base a fait augmenter l'inflation globale dans les pays avancés et émergents (**Graphique 7**). Ces effets devraient persister en 2011. Les économies émergentes ont vu les pressions inflationnistes se développer particulièrement rapidement en raison de la proportion importante de produits alimentaires dans le panier de leur IPC, de leurs processus de production à forte intensité énergétique et, plus généralement,

### Graphique 5 : La demande en provenance de la Chine a une incidence marquée sur les prix du pétrole

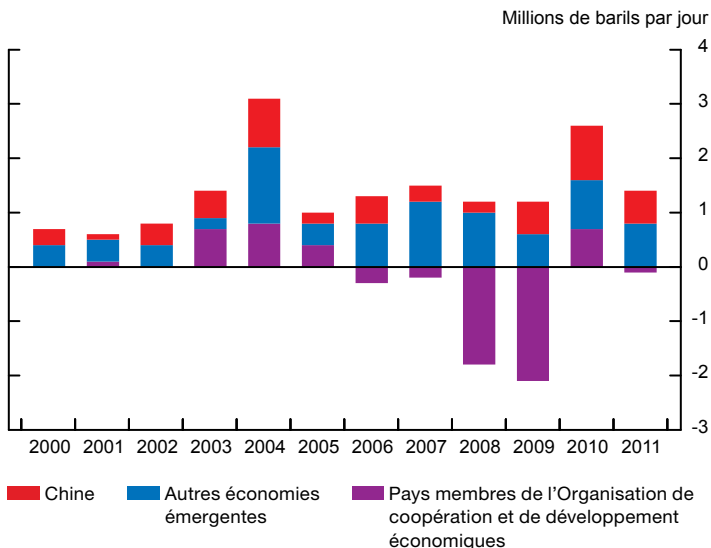
Demande cumulative de pétrole depuis 2002, données trimestrielles



Sources : Agence internationale de l'énergie, Fonds monétaire international et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

### Graphique 6 : Les économies émergentes tirent la croissance de la demande mondiale de pétrole

Contributions à la croissance de la demande mondiale de pétrole, données annuelles



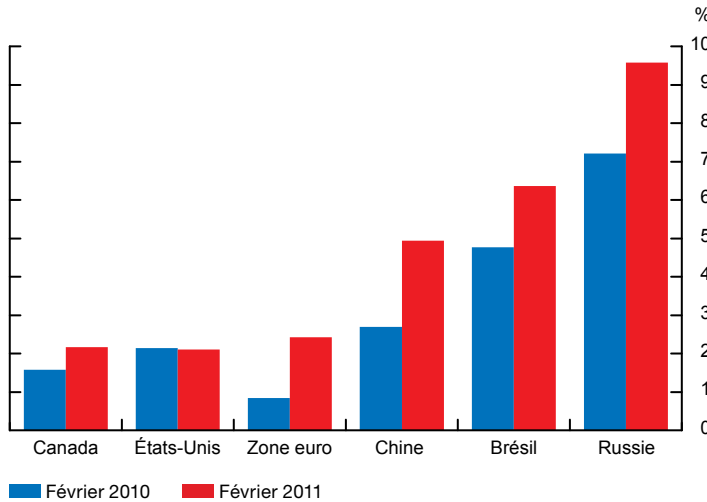
Nota : Les données pour 2011 reflètent les prévisions de l'Agence internationale de l'énergie. Les membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques sont des pays avancés.  
Source : Agence internationale de l'énergie

de la demande excédentaire observée<sup>3</sup>. Même si les autorités de nombreux pays émergents ont réagi en relevant les taux d'intérêt et en appliquant d'autres mesures restrictives, la politique monétaire de beaucoup de ces pays demeure très expansionniste. Dans la plupart des économies avancées, les taux directeurs se situent toujours à leurs creux historiques ou près de ceux-ci, à cause de l'offre excédentaire et des tensions inflationnistes

*La politique monétaire de nombreux pays émergents demeure très expansionniste.*

**Graphique 7 : La montée des cours des matières premières exerce des pressions à la hausse sur l'inflation globale**

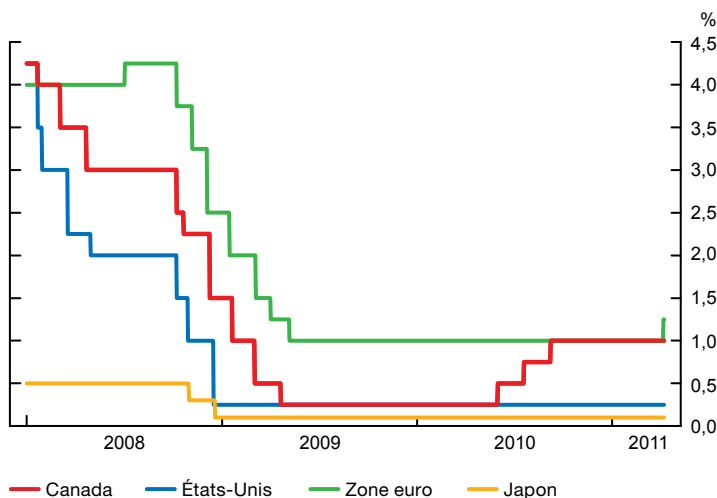
Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Banque populaire de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistiques et Service fédéral des statistiques d'État de Russie (ex-Goskomstat) Dernière observation : février 2011

**Graphique 8 : Les taux directeurs demeurent à des creux historiques ou les avoisinent dans la plupart des économies avancées**

Données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008. Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon Dernière observation : 8 avril 2011

<sup>3</sup> La proportion de produits alimentaires dans le panier de l'IPC est de 17 % au Canada, de 14 % aux États-Unis, de 23 % dans la zone euro, de 30 % au Mexique, de 32 % en Chine et de 38 % en Russie.

sous-jacentes modérées (**Graphique 8**). Toutefois, étant donné les répercussions du renchérissement des produits de base, les autorités de certains pays avancés sont maintenant confrontées au défi posé par la montée de l'inflation globale à un moment où les taux de chômage restent élevés et où les capacités inutilisées persistent.

## L'évolution des marchés financiers mondiaux

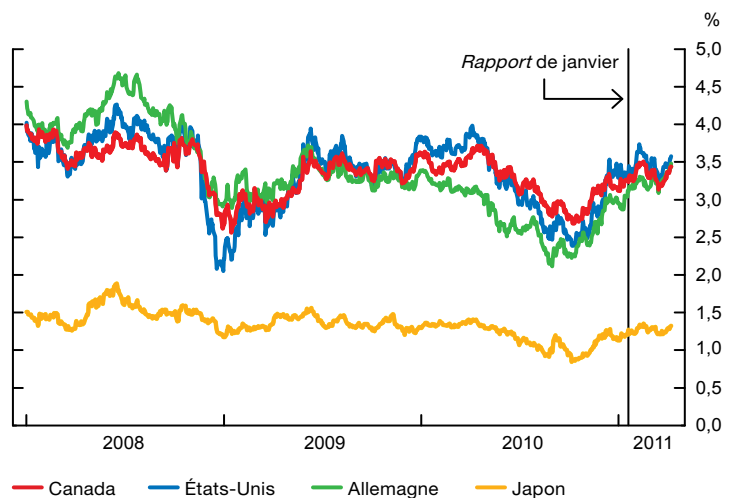
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favorables.

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux sont toujours très favorables, même si la volatilité s'est accrue récemment. Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées n'ont guère varié par rapport aux niveaux auxquels ils s'établissaient lors de la parution du *Rapport* de janvier et restent très bas en regard du passé (**Graphique 9**). Les inquiétudes entourant les répercussions possibles des tensions grandissantes en Afrique du Nord et au Moyen-Orient ainsi que l'incidence du tremblement de terre et de la crise nucléaire au Japon ont été compensées par un optimisme accru quant aux perspectives de croissance dans le monde et par l'amélioration de la confiance des investisseurs. Cependant, les préoccupations persistent quant aux niveaux d'endettement élevés de certains pays souverains d'Europe et à l'état de leurs secteurs bancaires. On observe une différenciation croissante sur les marchés européens des titres d'emprunt, puisque dans les faits on en interdit l'accès à certains emprunteurs (**Graphique 10**). Jusqu'à maintenant, il y a eu peu de retombées dans d'autres pays d'Europe.

Les marchés du crédit aux entreprises dans les économies avancées continuent à afficher une forte demande, les écarts de crédit se rétrécissant davantage et l'émission d'obligations de sociétés atteignant de nouveaux sommets. Les taux d'intérêt sur les obligations de sociétés à rendement élevé émises en dollars É.-U. se situent actuellement à un plancher historique, du fait de la demande robuste et d'un renforcement de l'appétit des investisseurs pour le risque (**Graphique 11**). Les cours des actions ont aussi grimpé dans les pays avancés depuis la publication du *Rapport* de janvier et, dans certains cas, ils ont dépassé des sommets antérieurs, mais ils n'ont pratiquement pas bougé dans les économies émergentes.

**Graphique 9 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* de janvier**

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



Source : Bloomberg

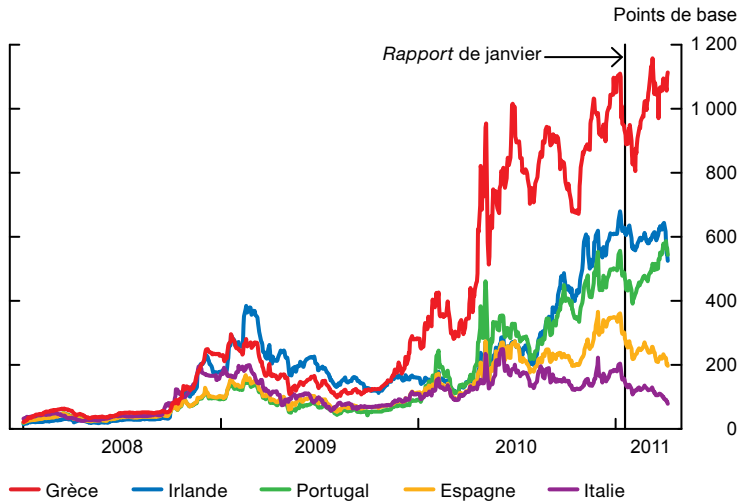
Dernière observation : 8 avril 2011



La monnaie de bon nombre de pays émergents a subi de fortes pressions à la hausse en raison du dynamisme de leur économie et de la présence d'écart positifs entre leurs taux d'intérêt par rapport aux économies avancées. L'ajustement des taux de change réels qui s'impose est toutefois retardé par le recours croissant aux interventions et aux restrictions sur les mouvements de capitaux.

**Graphique 10 : On observe une différenciation croissante sur les marchés européens des titres d'emprunteurs souverains**

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

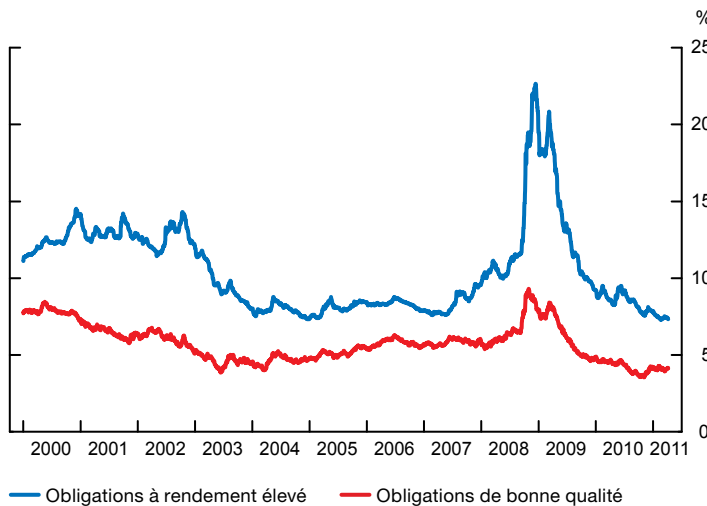


Source : Markit

Dernière observation : 8 avril 2011

**Graphique 11 : Les rendements des obligations de sociétés sont à des niveaux historiquement bas, du fait de la vigueur soutenue de la demande des investisseurs**

Rendements des obligations de sociétés émises en \$ É.-U., données quotidiennes



Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 8 avril 2011

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

---

*La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013.*

---

*Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013.*

La reprise économique à l'échelle du globe devrait se poursuivre à un rythme soutenu d'ici la fin de 2013, essentiellement comme prévu dans le *Rapport* de janvier (**Tableau 1**)<sup>4</sup>. On s'attend à ce que la demande intérieure privée dans les économies avancées enregistre une croissance plus généralisée au cours de la période projetée. La demande robuste des économies émergentes favorise la vigueur sous-jacente des cours des produits de base, laquelle est amplifiée par les chocs d'offre découlant de l'évolution récente de la situation géopolitique. Ces augmentations de prix, conjuguées à la demande excédentaire persistante dans les grandes économies émergentes, contribuent à l'apparition de pressions inflationnistes plus généralisées dans le monde.

Le PIB réel américain devrait croître d'environ 3 % jusqu'à la fin de 2013, affichant ainsi un profil de croissance légèrement inférieur à celui postulé dans le *Rapport* de janvier. Un raffermissement et un élargissement progressifs de la demande privée devraient soutenir l'expansion économique aux États-Unis durant la période de projection. Le renchérissement de l'énergie devrait atténuer légèrement le rythme de progression des dépenses des ménages. La politique budgétaire restera un important moteur de la croissance en 2011, mais elle aura un effet modérateur, au total, en 2012 lorsque l'assainissement des finances publiques se concrétisera.

Une amélioration graduelle des conditions sur les marchés du travail devrait favoriser la progression de la consommation aux États-Unis pendant la période projetée, même si cette progression devrait être freinée par la hausse des prix du pétrole et la reconstitution des bilans des ménages qui est en cours. Les réductions d'impôt temporaires annoncées à la fin de l'année dernière vont aussi stimuler fortement la consommation en 2011.

Les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient s'accroître solidement jusqu'à la fin de 2013, à la faveur du faible coût du capital, de la bonne santé financière des entreprises et de l'amélioration globale de la conjoncture économique. Par contraste, on n'anticipe qu'un redressement modeste des mises en chantier dans les secteurs résidentiel et non résidentiel au cours de la période de projection.

Outre la reprise soutenue de la demande privée, les exportations nettes devraient alimenter de plus en plus la croissance économique aux États-Unis durant la période projetée, grâce à la vigueur de la demande extérieure de biens et de services américains.

---

*Dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % tout au long de 2011 et de 2012.*

Dans la zone euro, le taux d'accroissement du PIB réel devrait avoisiner 1,8 % en moyenne annuelle tout au long de 2011 et de 2012. La Banque prévoit que la progression de la demande intérieure sera bridée par les effets de l'assainissement budgétaire, les préoccupations persistantes à propos des finances publiques des pays périphériques et le renchérissement du pétrole. Toutefois, les exportations nettes devraient contribuer grandement à la croissance de l'activité, sous l'impulsion de la demande robuste en Chine et chez d'autres partenaires commerciaux. En 2013, le PIB réel devrait grimper de 2,3 %, alors que l'effet négatif important des mesures d'austérité budgétaire commencera à se résorber.

---

*La croissance au Japon devrait ralentir de façon marquée en 2011.*

La croissance au Japon devrait ralentir de façon marquée en 2011, par suite du retrait des mesures de relance budgétaire, de l'appréciation antérieure du yen et du recul de la production découlant des dommages causés par le

---

<sup>4</sup> Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2013 dans ce cas-ci.

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

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

- 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 janvier 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*. Source : Banque du Canada.
- c. Le taux de croissance du PIB japonais pour 2010 est plus faible que celui projeté dans le *Rapport* de janvier en raison de révisions apportées aux données relatives aux trois premiers trimestres de l'année en question.

tremblement de terre. Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le taux d'expansion de l'économie japonaise pour 2011, établissant celui-ci à 0,8 %. En 2012 et en 2013, la croissance devrait reprendre, à la faveur des efforts de reconstruction et du raffermissement graduel de la demande privée, soutenu par l'amélioration des conditions sur le marché du travail.

En Chine, la poursuite du resserrement monétaire et du crédit ainsi que la hausse des prix des produits de base ralentiront vraisemblablement le rythme d'expansion d'ici la fin de 2013. La Banque prévoit un faible déplacement de la demande intérieure allant de l'investissement vers la consommation, facilité par l'adoption de nouvelles mesures de politique structurelle qui devraient amoindrir la nécessité d'accumuler une épargne de précaution<sup>5</sup>. Elle s'attend à ce que le rythme de progression des exportations nettes diminue au cours de la période de projection en raison de l'appréciation du taux de change réel effectif de la monnaie chinoise.

La croissance au sein des autres économies émergentes devrait aussi ralentir jusqu'à la fin de 2013, compte tenu de la légère modération de l'activité en Chine, du retrait des stimulants budgétaires mis en place durant la récession, du resserrement de la politique monétaire en réponse à la montée des tensions inflationnistes et de la modeste appréciation prévue de leurs taux de change réels.

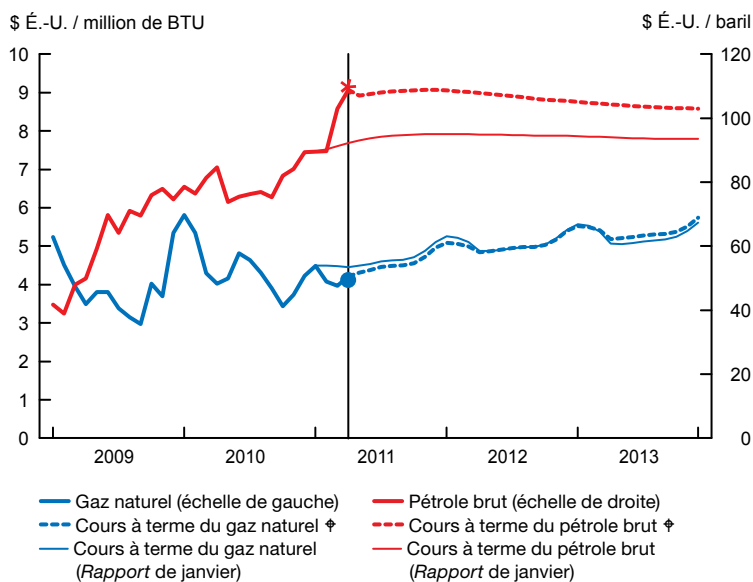
L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester supérieur aux niveaux escomptés dans le *Rapport* de janvier, à cause de la poussée des prix du pétrole et des produits de base non énergétiques. Selon les courbes les plus récentes des cours à terme, les prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI) devraient se maintenir aux alentours de 103 à 109 dollars É.-U. (**Graphique 12**). Les prix du gaz naturel, comme l'illustre la courbe la plus récente des cours à terme, devraient augmenter modestement sous l'effet d'un déplacement de la demande du pétrole vers d'autres sources d'énergie. Durant la période projetée, ces prix devraient toutefois demeurer à un bas niveau, comparativement à leur relation passée avec les prix du pétrole, car l'offre excédentaire attribuable à l'exploitation du gaz de schiste

*L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester supérieur aux niveaux escomptés dans le Rapport de janvier.*

<sup>5</sup> Dans le Rapport d'activité du gouvernement chinois de 2011, les autorités du pays indiquent qu'elles augmenteront considérablement leurs dépenses au titre du logement public, des soins de santé publics, de la réforme de l'éducation et de la sécurité sociale.

## Graphique 12 : Les prix du pétrole ne devraient pas beaucoup varier, mais ceux du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2013

Données mensuelles



- \* Cours au comptant du pétrole brut (8 avril 2011)
- Cours au comptant du gaz naturel (8 avril 2011)
- ‡ Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 8 avril 2011

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour avril 2011 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 8 avril 2011.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

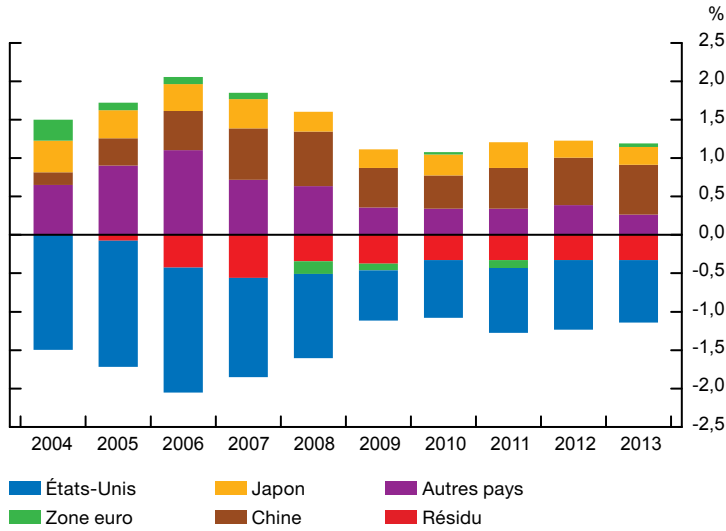
contribue à limiter l'augmentation des prix. Les cours des produits de base non énergétiques devraient monter quelque peu jusqu'à la fin de 2011, ce qui tient aux effets persistants du resserrement de l'offre sur les prix des métaux et des produits agricoles. Par la suite, ils devraient se replier en raison d'une hausse graduelle de la production de métaux, d'un retour à la normale des récoltes et d'une certaine décélération de la demande en provenance des économies émergentes.

*Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants déséquilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013.*

Le scénario de référence de la Banque donne à penser que les importants déséquilibres mondiaux perdureront jusqu'à la fin de 2013 (**Graphique 13**). Même si les mesures prises par les autorités de certains pays émergents pour limiter l'appréciation de leurs taux de change nominaux retarderont la résolution de ces déséquilibres, la montée des taux d'inflation dans certains de ces pays pousse à la hausse leurs taux de change réels (**Graphique 14**). Aux États-Unis, l'assainissement anticipé des finances publiques devrait se traduire par une augmentation de l'épargne nationale, mais l'incidence négative du renchérissement du pétrole sur les termes de l'échange devrait retarder le redressement du compte courant. Par contraste, les prix élevés des produits de base devraient renforcer les comptes courants des pays producteurs de matières premières, qui collectivement affichent déjà un compte courant nettement excédentaire.

**Graphique 13 : Les déséquilibres mondiaux devraient demeurer considérables jusqu'en 2013**

Solde de la balance courante en pourcentage du PIB mondial, données annuelles

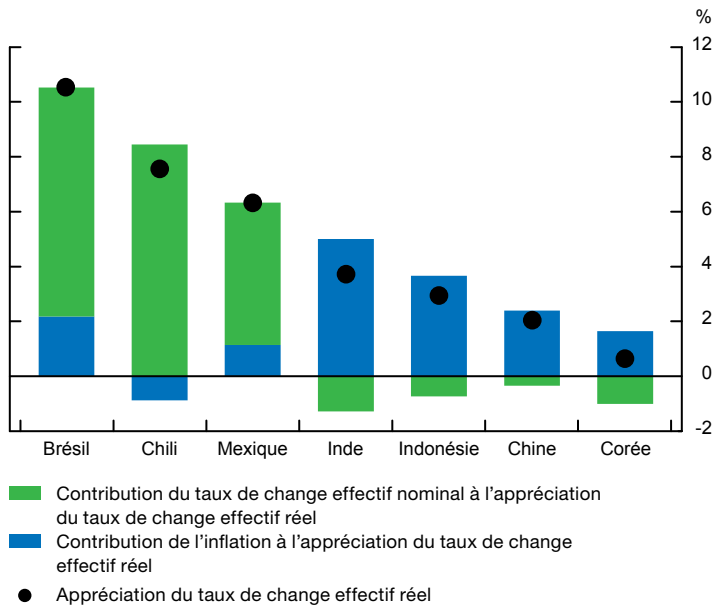


Nota : Le résidu correspond à l'erreur statistique et a été maintenu à sa dernière valeur historique tout au long de la période de projection.

Sources : Fonds monétaire international et projections de la Banque du Canada

**Graphique 14 : La hausse des taux d'inflation dans certaines économies d'Asie contribue à l'appréciation de leurs taux de change effectifs réels**

Taux de variation de février 2010 à février 2011



Source : Banque des Règlements Internationaux



# L'économie canadienne

---

L'activité économique au Canada a été plus forte au cours des derniers trimestres que la Banque ne l'avait prévu dans le *Rapport* de janvier. Le rythme de croissance devrait être plus modeste dans la période à venir, compte tenu des grandes forces économiques évoquées en janvier. Le rééquilibrage attendu de la demande globale au Canada s'est amorcé, l'investissement progressant à un rythme vigoureux et la contribution des dépenses publiques à la croissance étant appelée à disparaître progressivement. Les dépenses des ménages ont affiché un dynamisme plus important qu'escompté ces derniers trimestres. La Banque reste d'avis que l'expansion de la consommation et de l'investissement résidentiel se tassera durant la période de projection, bien que les effets favorables du renforcement des termes de l'échange sur les revenus et sur la richesse laissent entrevoir un profil d'évolution légèrement plus solide que celui qui avait d'abord été envisagé. L'amélioration des exportations nettes anticipée en janvier s'est produite plus rapidement que prévu, mais toute nouvelle hausse sera probablement limitée du fait de la vigueur persistante du dollar canadien et du profil de croissance de l'économie américaine un peu plus modeste que projeté.

Même si l'inflation sous-jacente est modérée, un certain nombre de facteurs temporaires feront grimper l'inflation mesurée par l'IPC global à 3 % environ au deuxième trimestre de 2011, avant que cette dernière ne converge à la cible de 2 % au milieu de 2012. Cette volatilité à court terme tient à l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues dernièrement, ainsi qu'aux changements apportés aux impôts indirects perçus par les provinces, qui continuent à pousser l'inflation à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice de référence a continué à reculer ces derniers mois, en partie sous l'effet de facteurs transitoires. On s'attend à ce qu'elle remonte graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2012, étant donné que l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe lentement, que la progression de la rémunération du travail demeure modeste, que la productivité s'améliore et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions à la baisse additionnelles sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.

## L'évolution récente

### L'activité économique

Le PIB réel du Canada a crû à un taux annualisé de 3,3 % au quatrième trimestre de 2010 et, selon les estimations, son rythme d'expansion se serait encore accéléré pour atteindre 4,2 % au premier trimestre de 2011.

---

*L'activité économique au Canada a été plus forte au cours des derniers trimestres que la Banque ne l'avait prévu dans le Rapport de janvier.*

---

*Le rééquilibrage attendu de la demande globale au Canada s'est amorcé.*

---

*La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face.*

L'évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle de leurs revenus.

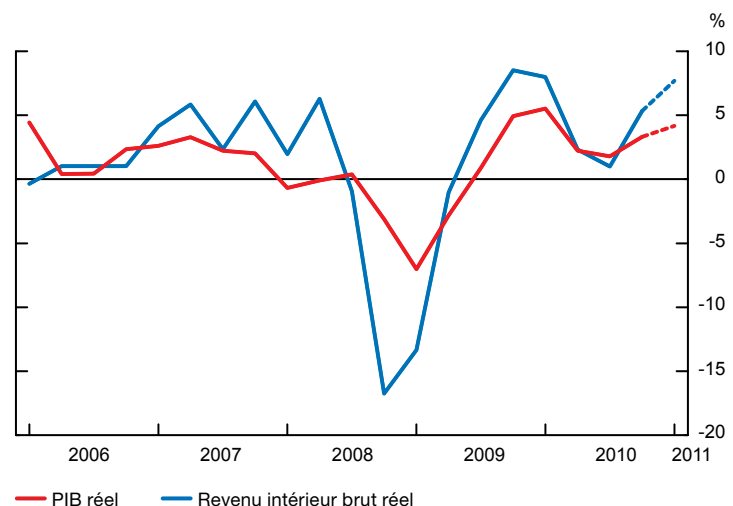
Cette remontée s'est avérée plus forte qu'on ne l'envisageait en janvier, en raison du raffermissement des exportations et de la consommation. La progression des cours des produits de base s'est traduite par une nette amélioration des termes de l'échange du Canada, ce qui a donné lieu à un vif regain de croissance du revenu intérieur brut réel (**Graphique 15 et Note technique 2**).

L'évolution des dépenses des ménages s'est rapprochée de celle de leurs revenus. Au quatrième trimestre, la croissance rapide de la consommation concordait avec la hausse marquée du revenu disponible (**Graphique 16**), et le taux d'épargne est ainsi resté essentiellement le même, à 4,0 %. Si l'expansion vigoureuse du revenu disponible observée au dernier trimestre de 2010 a été favorisée par l'amélioration du marché du travail, elle a aussi été stimulée, de façon temporaire, par les transferts publics associés à l'entrée en vigueur antérieure de la taxe de vente harmonisée (TVH) en Ontario. La Banque estime qu'au premier trimestre, la croissance de la consommation a ralenti parallèlement à celle des revenus, qui s'est modérée, bien que les deux continuent d'être soutenues par la bonification des termes de l'échange et les gains enregistrés au chapitre de l'avoir net des ménages. Dans ce contexte, l'investissement résidentiel s'est maintenu à un niveau élevé ces derniers trimestres, quoique la reprise estimée de l'activité au premier trimestre puisse s'expliquer en partie par un devancement des dépenses lié aux modifications apportées aux règles relatives à l'assurance hypothécaire<sup>6</sup>.

Les investissements fixes des entreprises ont continué de croître à un rythme robuste au cours des derniers trimestres, sous l'impulsion surtout de l'activité dans le secteur primaire. Le niveau estimé des investissements des entreprises au premier trimestre est néanmoins demeuré bien en deçà du sommet atteint avant la récession (**Graphique 17**).

**Graphique 15 : La croissance du revenu intérieur brut réel au Canada a récemment dépassé nettement celle du PIB réel en raison de gains importants au chapitre des termes de l'échange**

Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.  
Source : Statistique Canada

<sup>6</sup> Le 18 mars 2011, la période maximale d'amortissement des nouveaux prêts hypothécaires assurés garantis par l'État et dont le ratio prêt-valeur est supérieur à 80 % est passée de 35 à 30 ans. De plus, le montant maximal pouvant être emprunté lors du refinancement d'un prêt hypothécaire est passé de 90 à 85 % de la valeur de l'habitation. Enfin, le 18 avril 2011, l'État cessera d'offrir une garantie d'assurance dans le cas des lignes de crédit garanties par l'habitation telles que les lignes de crédit hypothécaires.



## L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

De fortes hausses persistantes des prix réels des produits de base énergétiques et non énergétiques peuvent se répercuter de façon importante sur l'économie canadienne<sup>1</sup>. L'ampleur de leur incidence et leurs implications pour la conduite de la politique monétaire dépendent de la nature précise de leurs causes<sup>2</sup>.

Il existe plusieurs canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influencer sur l'évolution de l'activité économique et de l'inflation au Canada (**Tableau 2-A**).

**Le canal direct de l'IPC :** Les produits de base font partie du panier de consommation au Canada. Leur renchérissement a donc une incidence directe sur certaines composantes de l'IPC comme l'essence, le mazout, le gaz naturel, les aliments et les transports. Étant donné que l'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC, dont plusieurs sont très influencées par les fluctuations des prix des matières premières, une hausse de ces prix touche davantage l'inflation mesurée par l'IPC global que celle mesurée par l'indice de référence (**Tableau 2-B**)<sup>3</sup>. Toutefois, l'effet attendu peut mettre du temps à se manifester (**Graphique 2-A**), et les entreprises peuvent aussi choisir d'absorber une partie de la majoration des coûts en comprimant leurs marges bénéficiaires<sup>4,5</sup>.

**Le canal des termes de l'échange :** Comme le Canada est un exportateur net de matières premières, une montée de leurs prix entraîne un relèvement des prix des exportations par rapport à ceux

des importations. Il en résulte une amélioration des termes de l'échange, de sorte que la capacité des Canadiens d'acheter des biens et services étrangers, mesurée par le revenu intérieur brut (RIB) réel, s'accroît (**Graphique 2-B**). L'augmentation du revenu réel provoque en outre une hausse des dépenses en biens et services produits au pays.

**Le canal des coûts de production :** Un renchérissement des matières premières élève les coûts de production partout où ces dernières sont un intrant, ce qui peut réduire le niveau potentiel de l'activité dans l'économie et accentuer les pressions inflationnistes.

**Le canal de l'offre de produits de base :** Une hausse des prix des produits de base accroît la rentabilité du secteur des matières premières. Cela stimule alors la production dans le secteur et y fait augmenter l'emploi, le capital et les salaires.

**Tableau 2-A : L'incidence d'un renchérissement des produits de base sur l'économie canadienne dépend de sa source**

| Canaux                    | PIB réel                         |                                     | Inflation                        |                                     |
|---------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
|                           | Choc d'offre de produits de base | Choc de demande de produits de base | Choc d'offre de produits de base | Choc de demande de produits de base |
| Canal direct de l'IPC     | —                                |                                     | ↗                                |                                     |
| Termes de l'échange       | ↗                                |                                     | ↗                                |                                     |
| Coûts de production       | ↘                                |                                     | ↗                                |                                     |
| Offre de produits de base | ↗                                |                                     | ↗                                |                                     |
| Demande étrangère         | ↘                                | ↗                                   | ↘                                | ↗                                   |
| Incidence totale          | —                                | ↗                                   | ↗                                | ↗                                   |

**Tableau 2-B : Les composantes aliments et énergie de l'IPC**

|                              | Poids dans l'IPC global | Poids dans l'indice de référence <sup>a</sup> |
|------------------------------|-------------------------|-----------------------------------------------|
| Aliments                     | 17,0                    | 17,6                                          |
| Énergie                      | 9,4                     | 3,3                                           |
| Autres biens                 | 27,5                    | 31,6                                          |
| Autres services <sup>b</sup> | 46,1                    | 47,5                                          |
| Total                        | 100,0                   | 100,0                                         |

a. L'indice de référence comprend tous les aliments sauf les fruits et légumes. Il inclut un seul produit énergétique : l'électricité.

b. Les repas pris au restaurant sont classés parmi les services.

1 Le secteur des produits de base compte directement pour environ 7 % du PIB du Canada.

2 Un certain nombre d'articles parus ces dernières années dans la *Revue de la Banque du Canada* ont analysé l'incidence des prix des matières premières sur l'économie. Lire par exemple M. Francis, « L'ajustement à l'envolée des prix des produits de base : l'expérience vécue par quatre pays industrialisés » (automne 2008); D. Dupuis et P. Marcil, « Les effets des récents mouvements des prix relatifs sur l'économie canadienne » (automne 2008); et G. Stuber, « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation » (été 2001).

3 Contrairement à la mesure de l'inflation fondamentale utilisée aux États-Unis et dans d'autres pays, la mesure retenue au Canada (l'« indice de référence ») inclut la plupart des aliments.

4 Les décalages avec lesquels les mouvements des prix des produits de base font sentir leurs effets sur les composantes de l'IPC s'expliquent par la présence de contrats à long terme et de coûts d'ajustement.

5 L'évolution des prix des produits de base peut aussi avoir des effets de seconde vague sur les salaires et les autres prix si les attentes d'inflation se renforcent. On a cependant observé peu de traces de tels effets au Canada ces vingt dernières années, car les attentes d'inflation sont restées bien arrimées à la cible de 2 %.

(suite à la page suivante)

## L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne

Le régime de changes flottants du Canada permet d'amortir les pressions inflationnistes issues de ces canaux. Le dollar canadien s'apprécie d'ordinaire en réponse à une montée des prix des produits de base, ce qui a pour effet d'abaisser les prix des importations et de contenir l'inflation de façon plus générale.

Il existe un dernier canal, celui de la **demande étrangère**. Son rôle est déterminant puisque son action peut contrebalancer ou au contraire amplifier celle des autres canaux, selon les facteurs à l'origine de l'ascension des prix des produits de base. Les augmentations qui sont attribuables à la spéculation ou à des perturbations de l'offre (associées à des phénomènes géopolitiques ou à des conditions météorologiques extrêmes, par exemple) poussent les coûts mondiaux de production à la hausse. Comme les principaux partenaires commerciaux du Canada sont des importateurs nets de matières premières, la baisse de leur niveau d'activité déprimera la demande d'exportations canadiennes hors produits de base. Si, à l'opposé, le renchérissement des matières premières résulte d'une intensification de l'activité mondiale qui renforce également leur demande, l'économie canadienne en retirera des avantages additionnels, car la demande d'exportations canadiennes hors produits de base progressera elle aussi.

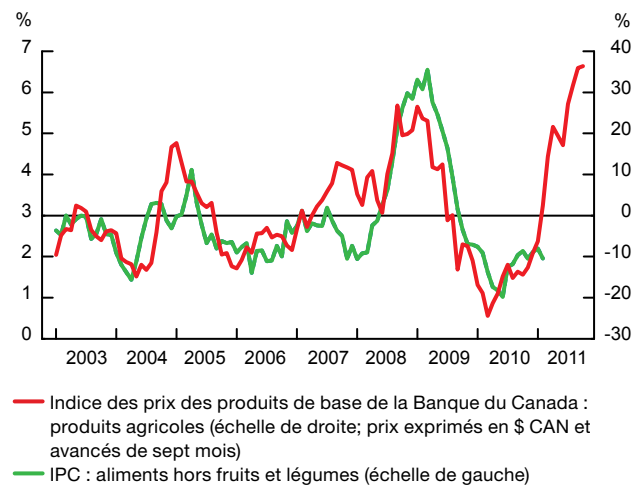
Les décideurs publics peuvent faire abstraction des chocs d'offre de courte durée et des poussées spéculatives. Par contre, lorsque l'augmentation des prix des matières premières tient à une hausse de la demande mondiale, l'effet net sur le PIB réel du Canada sera bénéfique, et l'incidence sur le taux d'inflation sera généralement plus prononcée. Et plus les exportations du Canada hors produits de base vers les pays responsables de l'essor de la demande mondiale seront élevées, plus cette incidence sera grande.

Bien que l'offre ait récemment été perturbée en raison des désordres géopolitiques et des désastres naturels, et malgré les tensions spéculatives qui à l'occasion ont accentué les mouvements de prix dus aux facteurs fondamentaux, la Banque est d'avis qu'une hausse marquée et soutenue de la demande imputable à une croissance rapide dans les pays émergents est le principal moteur de la dernière envolée des prix des matières premières. Néanmoins, comme seulement 10 % des exportations canadiennes sont destinées aux marchés émergents, les niveaux

d'activité au pays ne profiteront vraisemblablement pas autant de la situation que lors des booms précédents causés essentiellement par l'expansion de l'économie américaine.

**Graphique 2-A : On s'attend à ce que la vive hausse des prix mondiaux des aliments bruts se répercute avec un certain décalage sur la composante aliments de l'IPC**

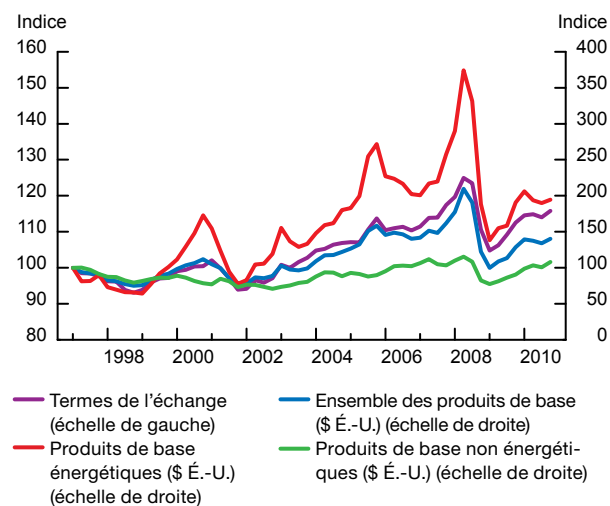
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 2-B : L'évolution des termes de l'échange du Canada a suivi de près celle des cours mondiaux des produits de base**

Base 100 de l'indice : 1997T1, données trimestrielles

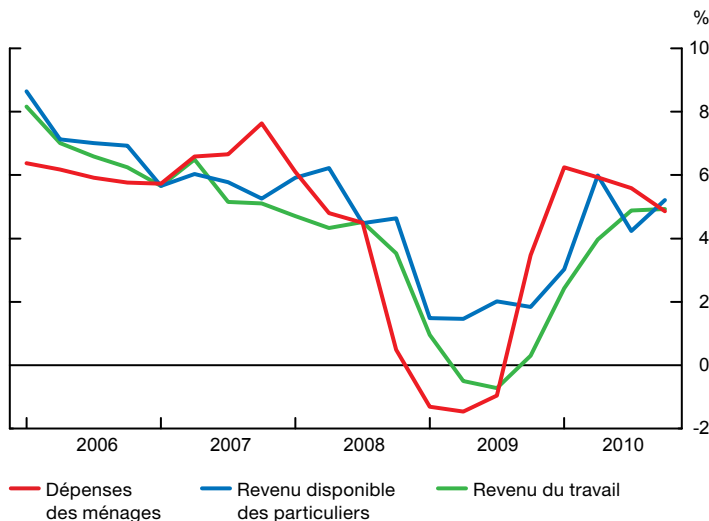


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2010T4

**Graphique 16 : Le rythme de progression des dépenses des ménages s'est rapproché davantage de celui de leurs revenus**

Taux de variation en glissement annuel

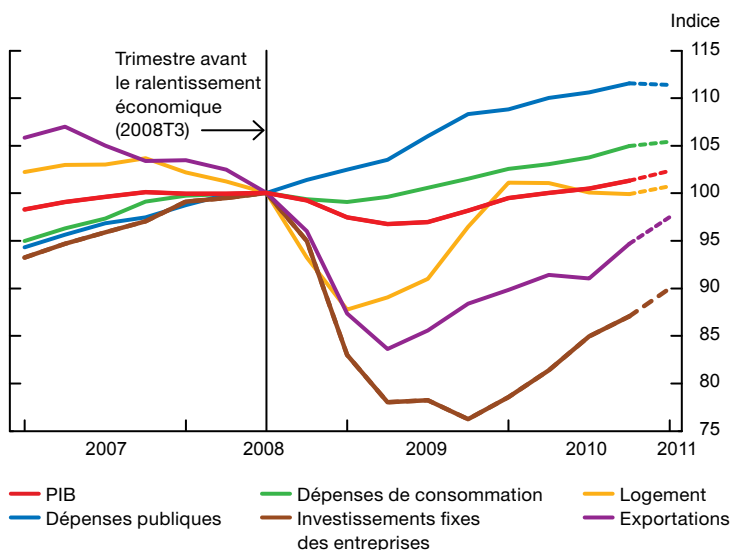


Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T4

**Graphique 17 : Malgré la vive croissance observée ces derniers trimestres, les investissements des entreprises demeurent bien en deçà du sommet atteint avant la récession**

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



Nota : Les chiffres relatifs au premier trimestre de 2011 sont des estimations de la Banque du Canada.  
Sources : Statistique Canada

Si l'apport des exportations nettes à la croissance au quatrième trimestre s'est révélé plus important qu'on ne le prévoyait en janvier, cette évolution faisait suite à une période de contributions négatives continuellement élevées s'étalant sur une bonne partie de 2009 et de 2010, et les premières observations laissent entrevoir une nouvelle contribution négative au premier trimestre de 2011. Le redressement des exportations au quatrième trimestre a été induit par la hausse des exportations de matières premières, qui tient notamment à des facteurs ponctuels tels que la relance et l'expansion de la capacité pipelinère. Bien que les exportations de produits manufacturés comme les véhicules automobiles aient augmenté plus récemment,

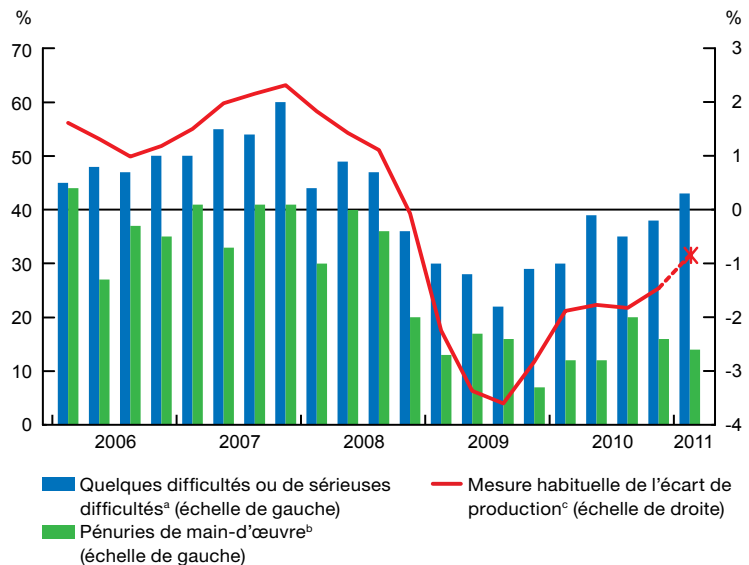
*Le redressement des exportations au quatrième trimestre a été induit par la hausse des exportations de matières premières, qui tient notamment à des facteurs ponctuels.*

les perturbations de l'offre survenues après le séisme au Japon devraient réduire la croissance de l'économie canadienne au deuxième trimestre d'environ un demi-point de pourcentage, et cette activité perdue devrait être récupérée aux trimestres suivants (**Note technique 1**). La croissance des importations s'est montrée volatile, en raison principalement des fluctuations des investissements en stocks, qui, après s'être contractés abruptement au quatrième trimestre de 2010, semblent s'être normalisés au premier trimestre.

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

Divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production révèlent l'existence d'une offre excédentaire persistante 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 s'est resserrée au premier trimestre de 2011, pour se situer à quelque -0,9 % (**Graphique 18**). Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) laissent entrevoir une marge de ressources inutilisées de moindre ampleur, la proportion de firmes qui considèrent qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande étant revenue à sa moyenne historique. Le pourcentage d'entreprises ayant déclaré être aux prises avec des pénuries de main-d'œuvre reste toutefois bien en deçà du niveau moyen de l'enquête. Cette situation cadre avec le taux de chômage relativement élevé et le faible nombre moyen d'heures travaillées par semaine, et implique une persistance de l'offre excédentaire sur le marché du travail (**Graphique 19**).

**Graphique 18 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire notable**



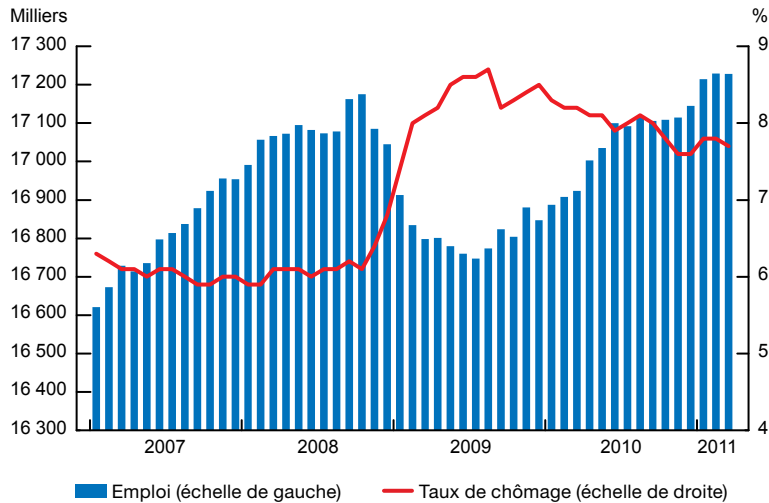
- Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- 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 premier trimestre de 2011 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 4,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T1

## Graphique 19 : Malgré la reprise de l'emploi, le taux de chômage reste élevé

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2011

Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011 et qu'elle tournait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel, ce qui représente un écart inférieur à ce que la Banque avait projeté en janvier.

### L'inflation et la cible de 2 %

Ainsi qu'on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence a encore fléchi ces derniers mois (**Graphique 20**). Un certain nombre de facteurs temporaires sont venus tempérer le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence, notamment les effets des majorations inhabituellement élevées des prix des véhicules automobiles et de l'hébergement hôtelier enregistrées il y a un an (associées, dans ce dernier cas, à la tenue des Jeux olympiques de Vancouver), ainsi que les récents rabais accordés sur les prix de l'électricité en Ontario. De plus, il semble qu'une partie des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH ait été répercutée sur les prix à la consommation, abaissant ainsi l'inflation mesurée par l'indice de référence d'environ 0,3 point de pourcentage, conformément à ce qu'avait projeté la Banque. Si l'on fait abstraction de ces facteurs, l'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable, s'établissant légèrement au-dessus de 1 1/2 %, en raison de l'offre excédentaire persistante au sein de l'économie, ainsi que de la croissance modérée des coûts unitaires de main-d'œuvre (**Graphique 21**) et de la hausse du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est située en moyenne à 2,3 % en janvier et février, ce qui correspond à son niveau moyen au quatrième trimestre de 2010. Les effets de l'augmentation des prix mondiaux de l'énergie et des autres produits de base sur l'inflation au Canada ont été atténués par l'appréciation du dollar canadien. L'effet direct de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces qui sont entrées en vigueur depuis juillet 2010 continue également de pousser à la hausse le taux de variation sur douze mois de l'IPC global.

Les mesures des attentes d'inflation à court terme se sont élevées légèrement ces derniers mois, par suite de la montée observée des cours des produits de base, alors que celles des attentes d'inflation à long terme n'ont

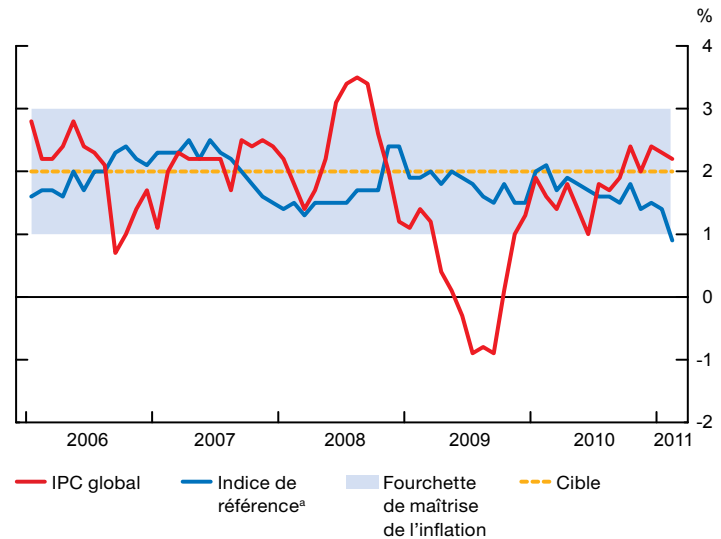
*Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie a continué d'afficher une marge de capacités inutilisées notable au premier trimestre de 2011.*

*L'inflation sous-jacente est demeurée globalement stable, s'établissant légèrement au-dessus de 1 1/2 %.*

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

**Graphique 20 : L'inflation mesurée par l'indice de référence demeure modérée, alors que des facteurs temporaires ont fait monter l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



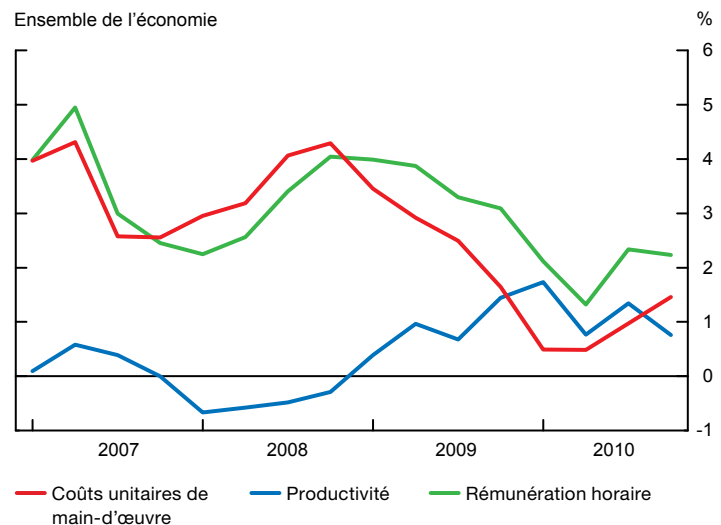
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Statistique Canada

Dernière observation : février 2011

**Graphique 21 : En dépit d'un regain récent, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été modérée au cours de la dernière année**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2010T4

guère varié. Selon les compilations de Consensus Economics publiées en avril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait atteindre 2,4 % en 2011 et se situer très près de la cible en 2012 (2,1 %). Les résultats de l'enquête du printemps de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent que les attentes concernant l'inflation moyenne sur les deux prochaines années se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %, une majorité de firmes estimant maintenant que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui cadre avec la hausse rapide qu'ont connue récemment les cours des produits de base.

Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent de concorder avec la cible de 2 %. Dans l'ensemble, la Banque estime que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible de 2 %.

## Les conditions financières au Canada

Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses, et fournissent un soutien continu important à la reprise économique. Malgré une augmentation modeste dans la dernière année, les coûts d'emprunt effectifs des ménages et des entreprises demeurent très bas en regard du passé (**Graphique 22**). La croissance de l'ensemble des prêts octroyés au secteur privé a récemment dépassé quelque peu sa moyenne historique, en raison d'une reprise marquée de l'expansion des crédits aux entreprises (**Graphique 23**).

Les coûts d'emprunt effectifs favorables des ménages sont soutenus par le bas niveau persistant des coûts de financement des banques. Après un certain ralentissement en 2010, on a noté au cours des derniers mois une remontée de la croissance des crédits aux ménages, du fait notamment de l'activité accrue sur le marché de la revente de maisons.

En plus de pouvoir profiter de coûts d'emprunt effectifs très bas, les entreprises canadiennes ont vu leur accès au financement continuer de s'améliorer dans les derniers mois. D'après l'enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit au premier trimestre de 2011 (voir la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) l'intensification de la concurrence que se livrent les établissements de prêt entre eux et de celle exercée par les marchés de capitaux, conjuguée au raffermissement des perspectives économiques, a été à l'origine d'un nouvel assouplissement des conditions de crédit pour un plus grand nombre de catégories d'emprunteurs (**Graphique 24**). Les résultats de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises semblent aussi indiquer que les conditions de crédit se sont encore relâchées ces derniers mois. La demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est

---

*Les conditions financières au Canada restent exceptionnellement avantageuses.*

---

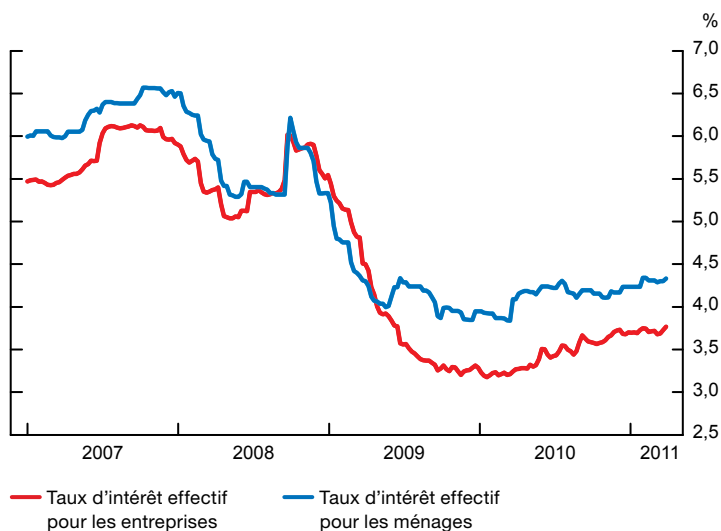
---

*La demande d'actifs risqués de la part des investisseurs est vigoureuse.*

---

### Graphique 22 : 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

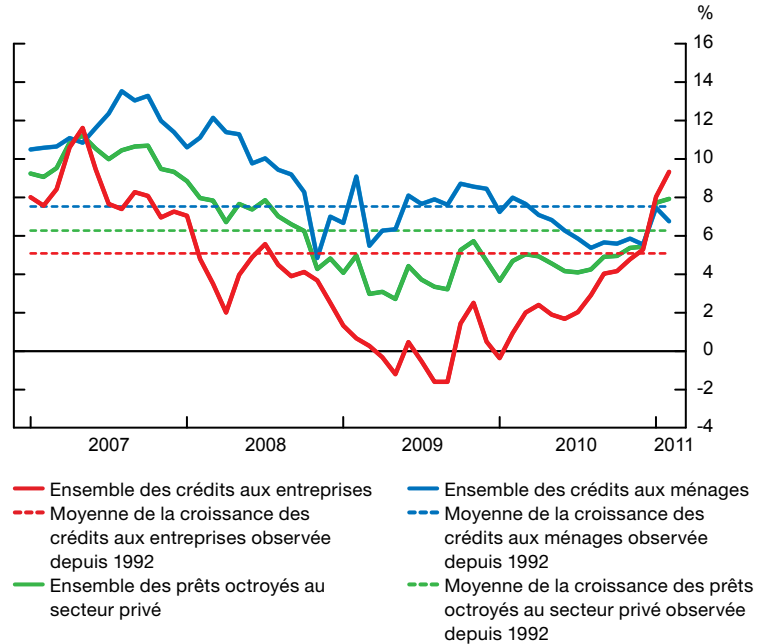
Dernière observation : 8 avril 2011



vigoureuse, ce qui reflète l'amélioration de l'économie mondiale attendue de même que les faibles rendements des obligations d'État. Ainsi, les écarts de crédit sont demeurés restreints, les volumes d'émissions obligataires des sociétés ont été élevés et l'indice composite S&P/TSX s'est redressé encore davantage. À la faveur des conditions de financement avantageuses et de la

### Graphique 23 : La croissance du crédit aux entreprises s'accélère nettement

Taux de variation sur trois mois annualisé

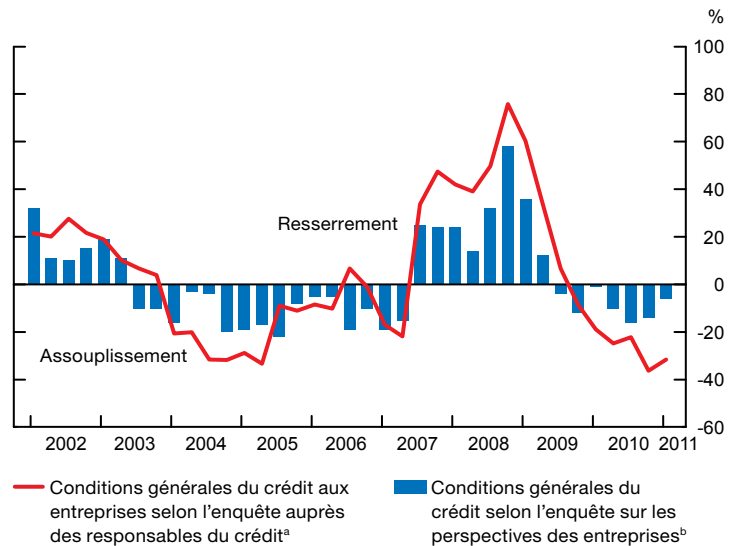


Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2011

### Graphique 24 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises non financières canadiennes se sont encore assouplies au premier trimestre de 2011

Solde des opinions



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

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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T1



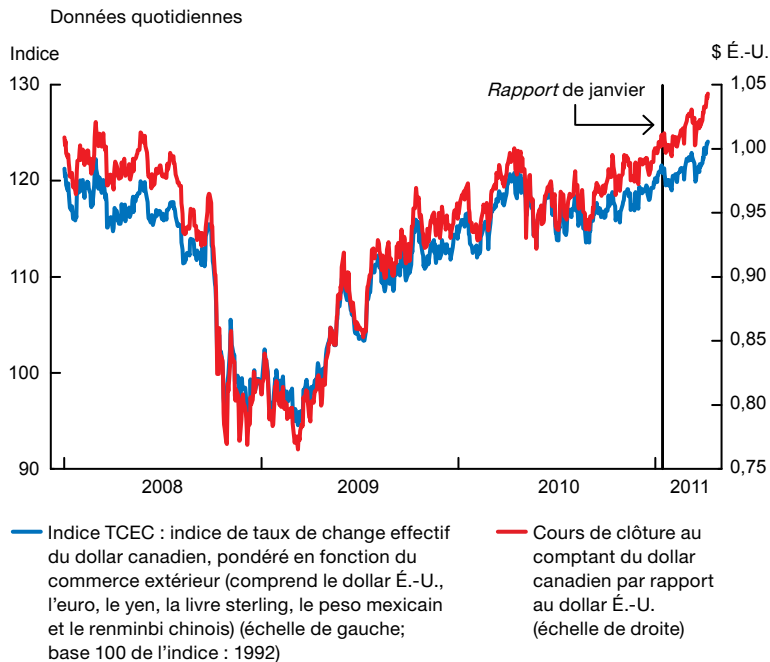
reprise robuste des investissements des entreprises, l'expansion globale du crédit à ces dernières a connu une hausse sensible au cours des derniers mois.

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

## Le taux de change

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 103 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mars, ce qui représente une hausse par rapport au chiffre de 100 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* de janvier. L'indice de taux de change effectif du dollar canadien s'est apprécié dans une proportion similaire (**Graphique 25**).

**Graphique 25 : Le dollar canadien a continué de s'apprécier depuis la parution du *Rapport* de janvier**



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 8 avril 2011

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

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

La croissance économique plus vigoureuse enregistrée ces derniers trimestres devrait céder le pas à un rythme d'expansion plus modéré.

L'amélioration des termes de l'échange devrait avoir un effet stimulant sur les revenus des ménages.

## L'offre et la demande globales

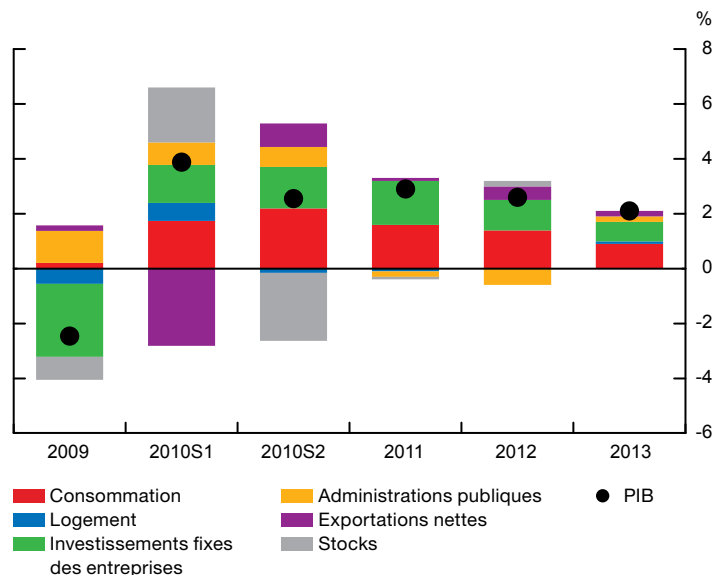
La Banque s'attend à ce que la demande globale au Canada continue de se déplacer des dépenses des administrations publiques et des ménages vers les investissements des entreprises et les exportations nettes durant la période de projection (**Graphique 26**). La croissance économique plus vigoureuse enregistrée ces derniers trimestres devrait céder le pas à un rythme d'expansion plus modéré, le redressement particulièrement vif des exportations observé récemment ayant peu de chances de durer compte tenu des défis qui continueront de se poser sur le plan de la compétitivité, dont les vents contraires attribuables à la vigueur persistante du dollar canadien, et de la nature ponctuelle de certains facteurs à l'origine de ce redressement (**Tableau 2** et **Graphique 27**). L'élan plus soutenu que prévu qu'ont connu récemment les dépenses des ménages devrait toutefois en partie se maintenir, sous l'effet notamment du renforcement des termes de l'échange.

Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,9 % en 2011 et de 2,6 % en 2012, tandis qu'en 2013, on s'attend à ce qu'il augmente au même rythme que la production potentielle, soit 2,1 %, et que l'économie tourne alors à plein régime. Ce profil de croissance implique un niveau d'activité légèrement plus élevé tout au long de la période de projection à moyen terme, la Banque prévoyant maintenant que l'économie retrouvera son plein potentiel au milieu de 2012 environ, soit deux trimestres plus tôt qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport* de janvier.

Comme en janvier, la Banque est d'avis que, sur la période de projection, la croissance des dépenses de consommation évoluera généralement de pair avec celle du revenu disponible des particuliers; le taux d'épargne restera ainsi relativement stable, à un bas niveau, et le ratio de la dette au revenu

### Graphique 26 : La demande au Canada devrait reposer de plus en plus sur les investissements des entreprises et les exportations nettes, et de moins en moins sur les dépenses des administrations publiques et des ménages

Contribution à la croissance du PIB réel  
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

des ménages continuera d'avoisiner des sommets inégalés (**Graphique 28**). L'expansion du revenu disponible devrait se modérer en raison du retrait des stimulants budgétaires, des restrictions touchant la rémunération annoncées auparavant par les administrations publiques et d'une lente remontée du nombre moyen d'heures travaillées. L'amélioration des termes de l'échange devrait avoir un effet stimulant quelque peu compensatoire sur les revenus des ménages pendant la période visée, et elle a entraîné une augmentation de la richesse de ces derniers. Ces facteurs favorables devraient se traduire par un profil des dépenses de consommation légèrement plus vigoureux qu'anticipé en janvier, mais leur incidence sera probablement limitée du fait que la situation financière des ménages reste difficile et que la consommation ne sera vraisemblablement pas stimulée par des gains au chapitre du prix des maisons.

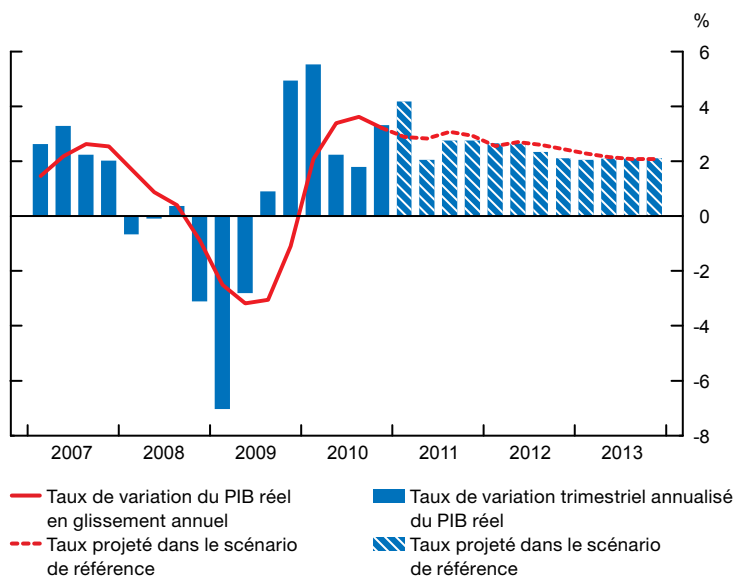
**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**

En points de pourcentage<sup>a</sup>

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

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2011 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 27 : 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

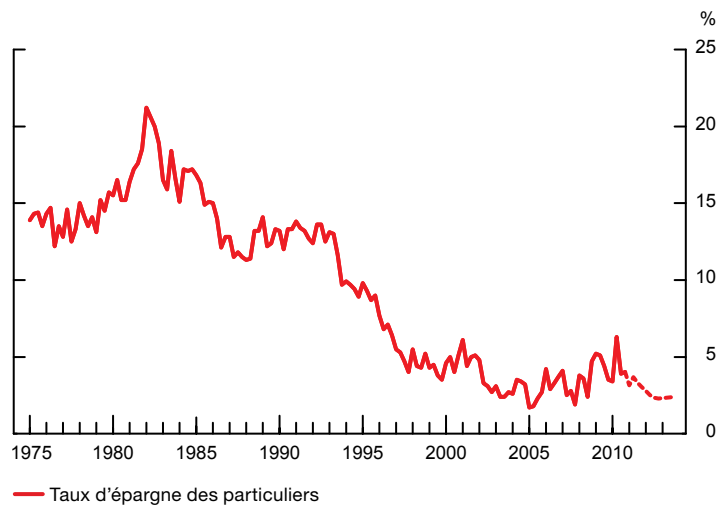
Il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection.

Dans ce contexte, et étant donné la réduction prévue de l'accessibilité à la propriété, il demeure peu probable que l'investissement résidentiel contribue à la croissance de l'ensemble du PIB au cours de la période de projection. Par conséquent, la Banque estime toujours que la part des dépenses de consommation et de l'investissement résidentiel dans l'économie ira en diminuant vers sa moyenne historique (**Graphique 29**).

Dans son scénario de référence, 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 2011-2012, ce qui cadre avec le retrait des mesures de relance budgétaire annoncé précédemment. La révision des chiffres des comptes nationaux a révélé que la part des dépenses effectuées en 2010 au titre des mesures de relance semble plus élevée qu'escompté, ce

**Graphique 28 : Le taux d'épargne des particuliers au Canada devrait demeurer près des creux historiques**

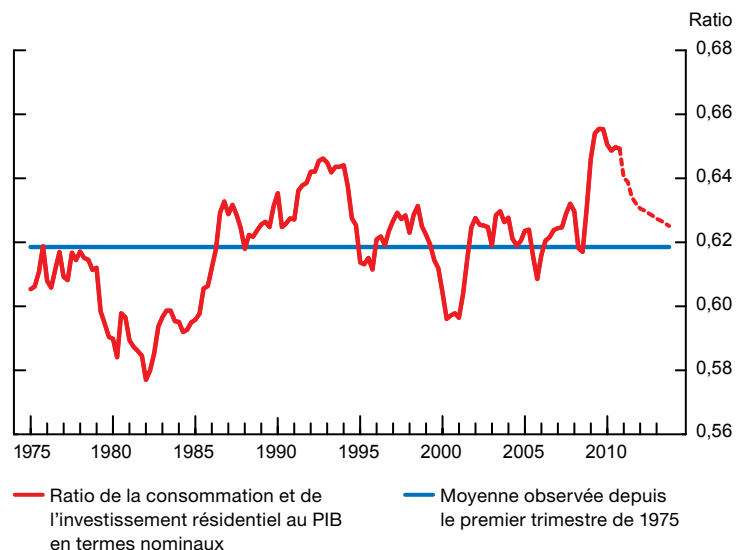
Données trimestrielles



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

**Graphique 29 : Les dépenses des ménages en proportion du PIB devraient reculer pour tendre vers leur moyenne historique**

Données trimestrielles



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

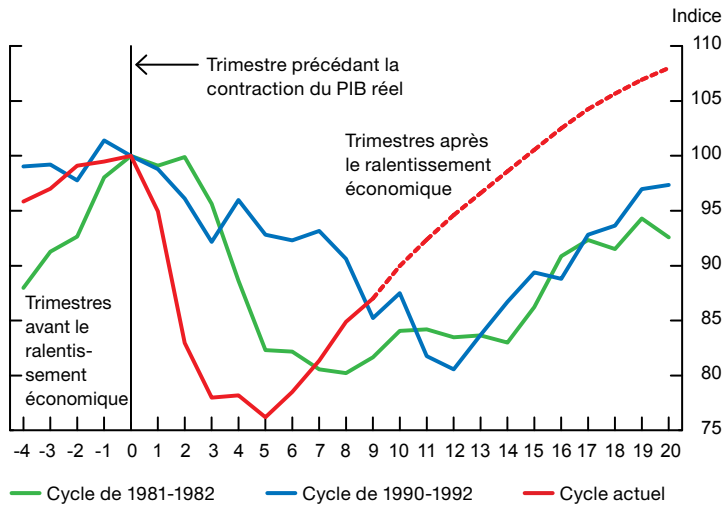
qui accroît la contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB en 2010 et en amoindrit proportionnellement la contribution prévue pour 2011.

Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement durant la période de projection à la faveur de la résorption du déclin inhabituellement marqué enregistré au cours de la récession (**Graphique 30**). Cette évolution reflète la situation financière solide des entreprises canadiennes (**Graphique 31**), les conditions de crédit favorables, la hausse des prix des produits de base et l'appréciation du dollar

*Les investissements fixes des entreprises devraient continuer d'augmenter rapidement.*

**Graphique 30 : La croissance des investissements fixes des entreprises canadiennes devrait se poursuivre au rythme robuste observé dernièrement**

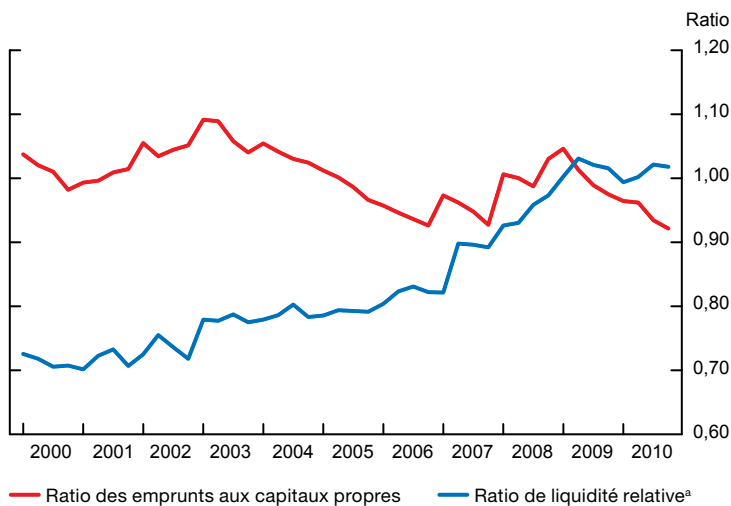
Évolution comparative des investissements fixes des entreprises canadiennes, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



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

**Graphique 31 : 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 : 2010T4

canadien, de même que l'incitation à accroître la productivité dans un contexte où les firmes sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. L'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises a également fait ressortir des niveaux continuellement élevés dans les intentions d'investissement ces derniers trimestres. En outre, les plus récents résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement des secteurs public et privé laissent entrevoir un certain raffermissement de l'expansion des investissements des entreprises en 2011. À la lumière de tous ces facteurs, on s'attend maintenant à ce que le relèvement des dépenses en capital à court terme soit légèrement plus robuste que prévu antérieurement.

---

*La Banque s'attend encore à ce que la reprise des exportations soit modérée par rapport aux taux enregistrés lors de reprises mondiales passées, le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien intensifiant les défis qui se posent depuis longtemps sur le plan de la compétitivité.*

La Banque continue d'anticiper une amélioration des exportations nettes sur la période de projection en raison, d'une part, de la remontée et de l'expansion des exportations liées au redressement de la demande extérieure et, d'autre part, d'un rythme de croissance des importations moins rapide qu'auparavant, associé à une progression ralentie de la demande intérieure. Toutefois, la Banque s'attend encore à ce que la reprise des exportations soit modérée par rapport aux taux enregistrés lors de reprises mondiales passées, le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien intensifiant les défis qui se posent depuis longtemps sur le plan de la compétitivité. Ces forces devraient par ailleurs stimuler les importations comparativement à la demande intérieure, et la vive expansion des investissements des entreprises devrait avoir un effet similaire vu leur contenu élevé en importations. Les exportations nettes devraient par conséquent contribuer positivement à la croissance, quoique de façon modeste, au cours de la période de projection. Le dynamisme des exportations nettes demeurera sensible aux mouvements de change et à la remontée attendue 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

---

*La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement jusqu'à 2 %.*

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement jusqu'à 2 %, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement et les attentes d'inflation demeurant solidement ancrées (**Tableau 3** et **Graphique 32**). Comme en janvier, cette augmentation rend compte de la disparition des facteurs passagers qui brident actuellement l'augmentation de l'indice de référence, notamment les effets des remboursements de taxes aux entreprises liés à l'instauration de la TVH qui ont été répercutés sur les prix. La progression modeste de la rémunération du travail qui est en cours, conjuguée à l'amélioration de la productivité, devrait continuer d'atténuer les pressions inflationnistes, qui seront en outre limitées par la valeur plus élevée postulée pour le dollar canadien.

Si l'inflation mesurée par l'indice de référence a été légèrement plus basse que prévu ces derniers mois, elle devrait revenir à 2 % un peu plus rapidement qu'on ne l'anticipait en janvier. Cela tient à la marge de capacités inutilisées légèrement moins importante au sein de l'économie canadienne sur la période de projection, ainsi qu'aux fortes hausses des prix des produits de base agricoles observées ces derniers mois, qui devraient entraîner un renchérissement des aliments un peu plus marqué que prévu.

---

*On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % au milieu de 2012.*

La Banque projette que le rythme d'accroissement de l'IPC global culminera à 3 % environ (sur une base mensuelle) au deuxième trimestre de 2011, en raison de l'incidence des fortes augmentations des prix de l'énergie survenues récemment et du relèvement anticipé de l'inflation mesurée par l'indice de référence, ainsi que de la TVH et des autres modifications apportées aux impôts indirects perçus par les provinces, qui poussent l'inflation à

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

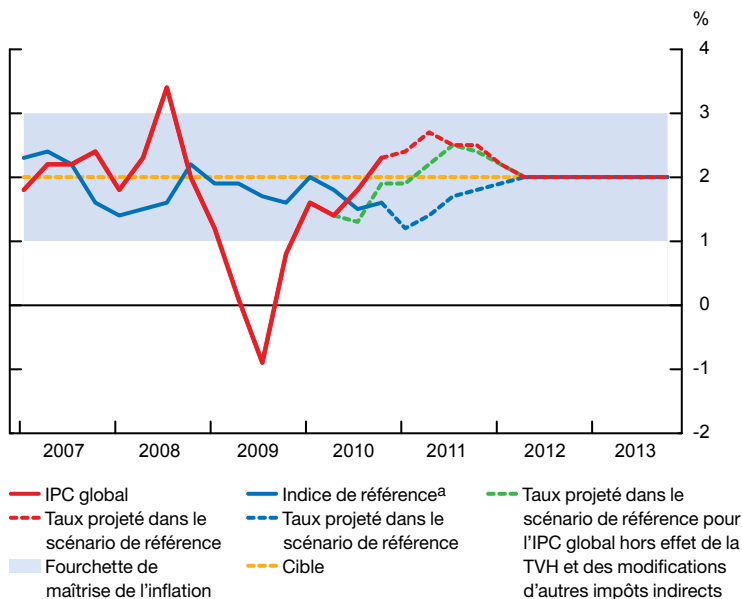
|                                                                                                                         | 2010                 | 2011                  |                      |                      |                      | 2012                  |                      |                      |                      | 2013                  |                      |                      |                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                                                                                                                         | 4 <sup>e</sup> trim. | 1 <sup>er</sup> trim. | 2 <sup>e</sup> trim. | 3 <sup>e</sup> trim. | 4 <sup>e</sup> trim. | 1 <sup>er</sup> trim. | 2 <sup>e</sup> trim. | 3 <sup>e</sup> trim. | 4 <sup>e</sup> trim. | 1 <sup>er</sup> trim. | 2 <sup>e</sup> trim. | 3 <sup>e</sup> trim. | 4 <sup>e</sup> trim. |
| PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)                                                                      | 3,3<br>(2,3)         | 4,2<br>(2,5)          | 2,0<br>(2,8)         | 2,7<br>(3,0)         | 2,7<br>(3,0)         | 2,6<br>(2,9)          | 2,6<br>(2,6)         | 2,3<br>(2,5)         | 2,1<br>(2,5)         | 2,1                   | 2,1                  | 2,1                  | 2,1                  |
| PIB réel (taux de variation en glissement annuel)                                                                       | 3,2<br>(2,8)         | 2,9<br>(2,0)          | 2,8<br>(2,2)         | 3,1<br>(2,6)         | 2,9<br>(2,8)         | 2,5<br>(2,9)          | 2,7<br>(2,9)         | 2,6<br>(2,7)         | 2,4<br>(2,6)         | 2,3                   | 2,1                  | 2,1                  | 2,1                  |
| Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)                                                            | 1,6<br>(1,6)         | 1,2<br>(1,4)          | 1,4<br>(1,5)         | 1,7<br>(1,6)         | 1,8<br>(1,7)         | 1,9<br>(1,8)          | 2,0<br>(1,9)         | 2,0<br>(1,9)         | 2,0<br>(2,0)         | 2,0                   | 2,0                  | 2,0                  | 2,0                  |
| IPC global (taux de variation en glissement annuel)                                                                     | 2,3<br>(2,3)         | 2,4<br>(2,2)          | 2,7<br>(2,3)         | 2,5<br>(1,9)         | 2,5<br>(2,0)         | 2,2<br>(1,8)          | 2,0<br>(1,9)         | 2,0<br>(1,9)         | 2,0<br>(2,0)         | 2,0                   | 2,0                  | 2,0                  | 2,0                  |
| IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel) | 1,9<br>(1,9)         | 1,9<br>(1,7)          | 2,2<br>(1,8)         | 2,5<br>(1,9)         | 2,4<br>(1,9)         | 2,2<br>(1,8)          | 2,0<br>(1,9)         | 2,0<br>(1,9)         | 2,0<br>(2,0)         | 2,0                   | 2,0                  | 2,0                  | 2,0                  |
| WTI <sup>b</sup> (niveau)                                                                                               | 85<br>(85)           | 94<br>(91)            | 108<br>(93)          | 109<br>(95)          | 109<br>(95)          | 109<br>(95)           | 108<br>(95)          | 107<br>(95)          | 106<br>(95)          | 105                   | 104                  | 104                  | 103                  |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 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 8 avril 2011.

**Graphique 32 : Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence au Canada devraient converger vers 2 % d'ici le milieu de 2012**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

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

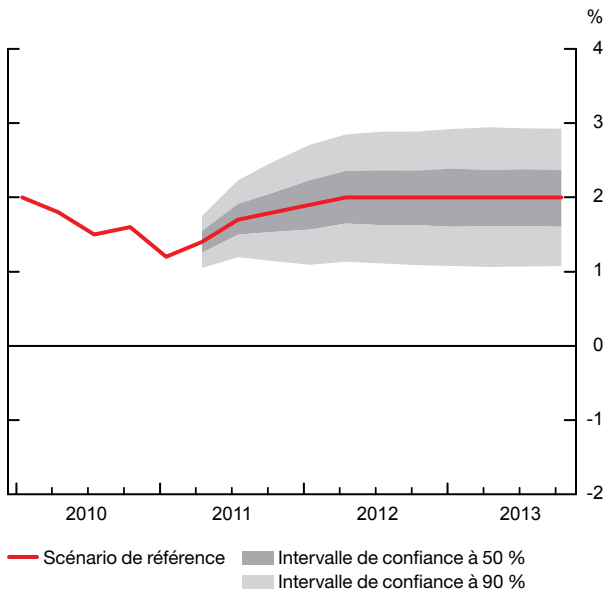
la hausse. Comme elle l'a fait par le passé dans le cas de modifications des impôts indirects, la Banque ne tient pas compte, aux fins de la conduite de la politique monétaire, des effets initiaux de ces changements sur les prix. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global converge avec l'inflation mesurée par l'indice de référence à la cible de 2 % au milieu de 2012 suivant la stabilisation des prix de l'énergie.

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

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2011 à la fin de 2013<sup>7</sup>.

**Graphique 33 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

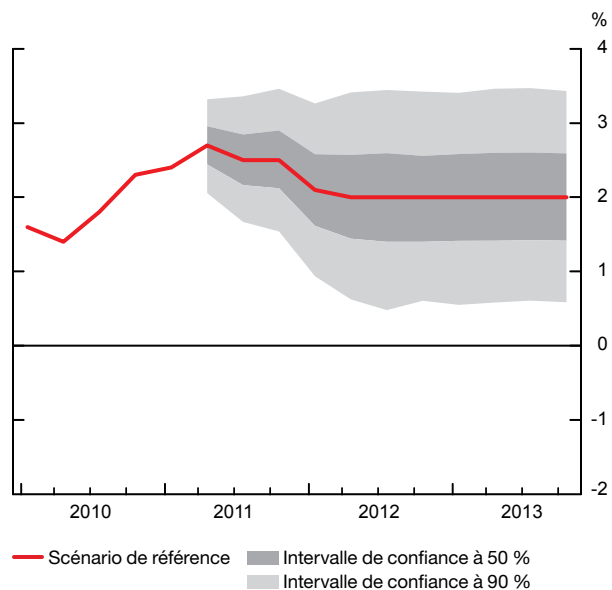
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

**Graphique 34 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

<sup>7</sup> Pour trouver des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, taper les mots « graphiques en éventail » dans la case Recherches.



# Les risques entourant les perspectives

---

Même si la reprise économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme stable, les risques demeurent élevés à l'échelle du globe.

Les deux principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les prix des produits de base et l'inflation mondiale dépassent les projections et à un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

- Si les efforts déployés pour contenir la demande excédentaire et les tensions inflationnistes grandissantes dans les économies émergentes s'avéraient infructueux, les prix des produits de base et l'inflation à l'échelle mondiale pourraient grimper beaucoup plus rapidement qu'anticipé, entraînant une augmentation des revenus au Canada sous l'effet de la hausse des prix des exportations et intensifiant les pressions sur les prix intérieurs.
- La progression des dépenses des ménages au Canada pourrait être plus vive qu'escompté. Compte tenu des conditions financières exceptionnellement avantageuses, les emprunts pourraient croître plus rapidement que les revenus.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation sont liés aux vents contraires provenant de la vigueur persistante du dollar canadien et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages soit plus faible qu'envisagé.

- La vigueur persistante du dollar canadien pourrait renforcer encore davantage les vents contraires auxquels notre économie doit faire face, ce qui exercerait des pressions additionnelles à la baisse sur l'inflation, en raison des exportations nettes plus faibles que prévu et d'un recul plus marqué des prix à l'importation.
- Le lourd endettement des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'anticipé de leurs dépenses. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres secteurs de l'économie.

De plus, l'incertitude à l'échelle du globe est exacerbée par les niveaux élevés des dettes privée et souveraine dans de nombreuses économies avancées, par les tensions géopolitiques et par l'évolution de la situation au Japon à la suite du tremblement de terre au Tohoku.

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