



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2012



# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada<sup>1</sup>

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

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

## L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour<sup>2</sup>. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

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

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

## Le suivi de l'inflation

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

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

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

© 2012 Banque du Canada

234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111 ou 1 800 303-1282

[info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)  
[banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)

ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1242 (Internet)



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

---

Janvier 2012

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

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

---

Aujourd'hui, les tendances démographiques se sont inversées, la croissance de notre productivité a ralenti et le monde est en plein processus compétitif de désendettement. Nous pourrions donner l'impression de prospérer pendant un certain temps en consommant au-delà de nos moyens. Il se peut que les marchés nous permettent de le faire pendant plus longtemps que nous ne le devrions. Seulement, si nous cédon à la tentation, nous serons confrontés nous aussi à la longue à des ajustements pénibles. Il vaut mieux procéder à un rééquilibrage dès maintenant alors que nous sommes dans une position de force, afin d'atteindre un degré de compétitivité et de prospérité digne de notre pays.

—Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada  
12 décembre 2011  
Toronto (Ontario)*

---

# Table des matières

---

<b>Vue d'ensemble</b> .....	1
<b>L'économie mondiale</b> .....	3
La conjoncture financière mondiale .....	5
La zone euro .....	10
Les États-Unis .....	13
Les autres économies avancées .....	16
Les économies de marché émergentes .....	16
Les cours des produits de base .....	17
Les implications pour l'économie canadienne .....	18
<b>L'économie canadienne</b> .....	21
Les conditions financières .....	21
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie .....	24
L'activité économique .....	26
L'inflation .....	32
<b>Les risques entourant les perspectives</b> .....	35
<b>Notes techniques</b>	
Note technique 1 : Les conditions financières dans la zone euro et leurs retombées .....	8
Note technique 2 : L'austérité budgétaire dans la zone euro .....	11

---



# Vue d'ensemble

---

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis octobre. La crise de la dette souveraine en Europe s'est intensifiée, les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté. La Banque s'attend maintenant à ce que la récession en Europe soit plus profonde et dure plus longtemps qu'elle ne l'avait anticipé. La Banque suppose encore que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. Aux États-Unis, même si le redressement du PIB réel au deuxième semestre de 2011 a été plus prononcé qu'escompté, la Banque prévoit que la reprise se poursuivra à un rythme plus modeste, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des répercussions de la situation en Europe. En Chine, le rythme d'expansion ralentit comme prévu pour se rapprocher d'un niveau plus soutenable. Les cours des produits de base — à l'exception du pétrole — devraient se situer jusqu'à la fin de 2013 à des niveaux inférieurs à ceux qui avaient été anticipés en octobre.

Dans l'ensemble, les perspectives d'évolution de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées en octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté pour la période à venir est plus modeste qu'envisagé précédemment, en raison surtout de la conjoncture extérieure. L'incertitude prolongée concernant le contexte économique et financier mondial atténuera probablement le rythme de croissance des investissements des entreprises, qui devrait toutefois demeurer solide. Les exportations nettes ne devraient apporter qu'une faible contribution à la croissance, compte tenu de la demande étrangère modérée et des défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité, en particulier la vigueur persistante du dollar canadien. Par contre, on s'attend à ce que les conditions financières très avantageuses soutiennent les dépenses de consommation et l'activité dans le secteur du logement. Les dépenses des ménages devraient rester élevées par rapport au PIB, et le ratio de la dette au revenu des ménages, augmenter davantage.

La Banque estime que le taux de croissance de l'économie s'est chiffré à 2,4 % en 2011 et projette qu'il s'établira à 2,0 % en 2012 et à 2,8 % en 2013. Même si le niveau de capacités inutilisées dans l'économie semble moins important qu'on ne l'avait supposé auparavant, étant donné le profil de croissance plus modeste de l'économie, celle-ci ne devrait tourner de nouveau à plein régime qu'au troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt qu'escompté en octobre.

La dynamique de l'inflation est similaire à celle prévue en octobre, même si le profil de l'inflation est un peu plus ferme. On prévoit que tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence baisseront en 2012, avant de remonter et d'atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire se résorbant lentement, la rémunération du travail progressant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Plusieurs risques importants, à la hausse et à la baisse, pèsent sur la projection relative à l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

Dans l'ensemble, la Banque juge que ces risques sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 janvier, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme le taux d'intérêt cible se situe près de creux historiques et que le système financier fonctionne bien, la détente monétaire en place au Canada est considérable. La Banque continuera à suivre de près la situation économique et financière au pays et à l'étranger, de même que l'évolution des risques, et à établir la politique monétaire de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.



# L'économie mondiale

Les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* en octobre (**Tableau 1**). La crise de la dette souveraine en Europe et les pressions connexes subies par le secteur bancaire se sont intensifiées, et les ramifications transmises à l'échelle du globe par les effets exercés sur le secteur financier, les échanges commerciaux et la confiance s'accroissent. Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont resserrées et l'aversion pour le risque a augmenté, ce qui pèse sur les perspectives de croissance économique mondiale. Les progrès limités sur le front du rééquilibrage de la demande dans le monde contribuent en outre au ralentissement à l'échelle du globe, la faible demande dans les grandes économies avancées n'étant pas suffisamment compensée par la demande accrue émanant des pays émergents. Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale devrait s'établir aux environs de 3 % par an en moyenne jusqu'à la fin de 2013.

Depuis octobre, les perspectives concernant l'économie mondiale se sont détériorées et l'incertitude s'est accentuée.

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

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2010	2011	2012	2013
États-Unis	21	3,0 (3,0)	1,8 (1,7)	2,0 (1,7)	2,2 (3,3)
Zone euro	16	1,8 (1,7)	1,5 (1,5)	-1,0 (0,2)	0,9 (1,5)
Japon	6	4,5 (4,0)	-0,8 (-0,6)	1,9 (2,0)	1,7 (2,5)
Chine	11	10,4 (10,4)	9,1 (9,1)	8,2 (8,2)	8,0 (8,2)
Autres pays	46	5,8 (5,7)	4,2 (4,3)	3,1 (3,3)	3,2 (3,4)
<b>Ensemble du monde</b>	<b>100</b>	<b>5,2 (5,1)</b>	<b>3,7 (3,8)</b>	<b>2,9 (3,1)</b>	<b>3,3 (3,7)</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 2010.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2011.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

On s'attend maintenant à ce que la récession dans la zone euro dure plus longtemps et soit un peu plus profonde qu'anticipé dans le *Rapport* d'octobre, du fait du durcissement des conditions du crédit, des mesures d'austérité budgétaire additionnelles et des effets plus négatifs s'exerçant sur la

On s'attend maintenant à ce que la récession dans la zone euro dure plus longtemps et soit un peu plus profonde.

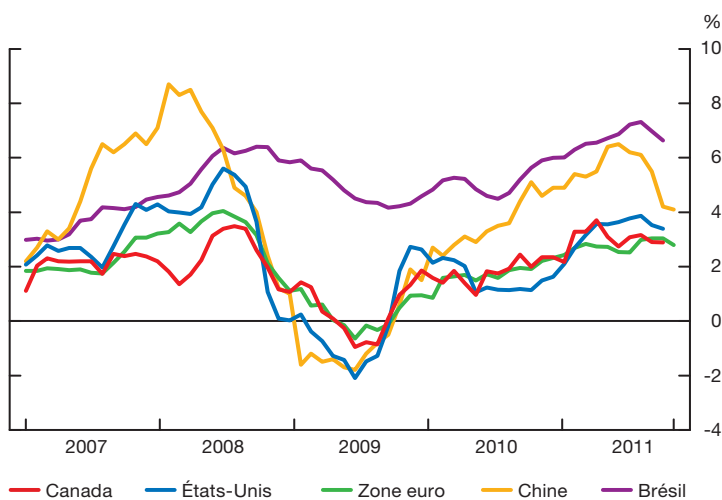
Aux États-Unis, la conjoncture économique s'est améliorée ces derniers mois.

confiance. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités européennes prendront les mesures nécessaires pour contenir la crise et ainsi soutenir une reprise graduelle de la croissance économique à partir de la fin de 2012. Aux États-Unis, la conjoncture économique s'est améliorée ces derniers mois, comme en font foi une progression du PIB réel supérieure aux attentes au deuxième semestre de 2011 et un certain regain de confiance des consommateurs. Cependant, l'expansion de l'activité économique aux États-Unis devrait être relativement modeste jusqu'à la fin de 2013, en raison de la réduction du levier d'endettement des ménages qui est en cours, de l'assainissement budgétaire et des retombées négatives de la crise européenne. La croissance a ralenti dans les économies de marché émergentes, comme prévu, et devrait se modérer encore pour atteindre un rythme plus soutenable — bien que toujours robuste — en réaction au resserrement passé des politiques monétaires nationales et à l'affaiblissement de la demande mondiale. Le recul des prix des produits de base au second semestre de 2011 et la baisse de l'activité économique mondiale ont commencé à atténuer les pressions inflationnistes (**Graphique 1**).

Compte tenu des perspectives de croissance modérées et de la diminution des pressions inflationnistes, les banques centrales de certaines économies avancées ont accentué la détente monétaire en abaissant leurs taux directeurs ou en procédant à de nouvelles opérations d'assouplissement quantitatif (**Graphique 2** et **Graphique 3**). Elles ont également adopté des mesures additionnelles d'octroi de liquidités visant à soutenir le système financier. Les banques centrales de certains pays émergents ont aussi commencé à assouplir la politique monétaire, inversant ainsi le durcissement opéré précédemment.

#### Graphique 1 : Les pressions inflationnistes ont commencé à diminuer à l'échelle du globe

Taux de variation sur douze mois des prix à la consommation, données mensuelles

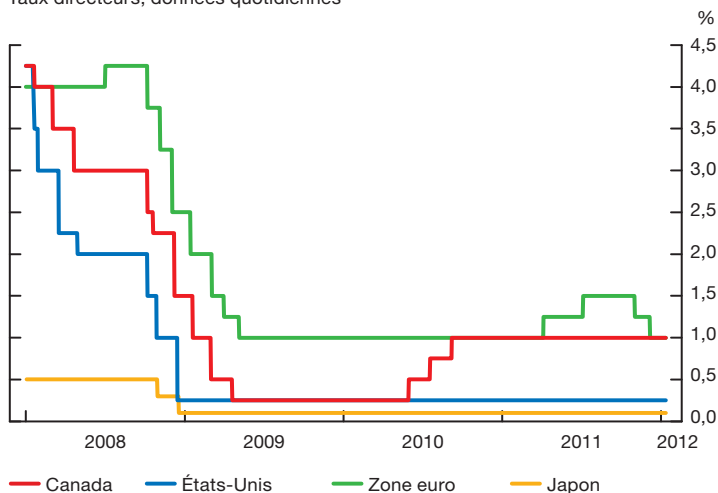


Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Eurostat, Bureau national des statistiques de Chine et Institut brésilien de géographie et de statistique

Dernières observations : novembre et décembre 2011

## Graphique 2 : Les banques centrales de certaines économies avancées ont accentué la détente monétaire

Taux directeurs, données quotidiennes



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

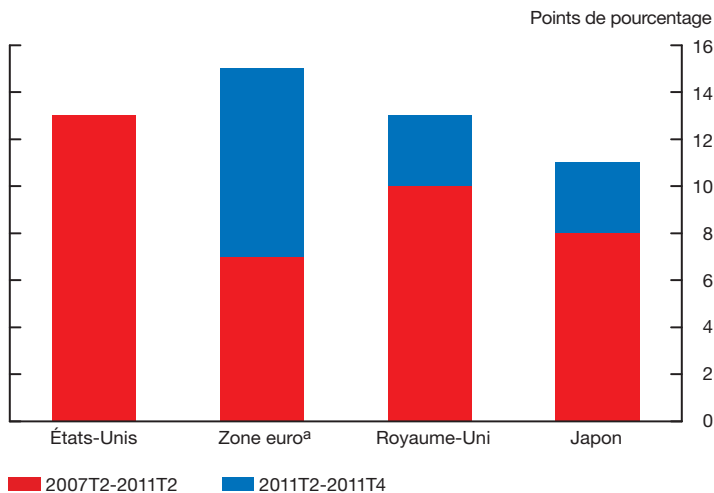
Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne

et Banque du Japon

Dernière observation : 13 janvier 2012

## Graphique 3 : Certaines banques centrales ont encore augmenté la taille de leur bilan

Variation de l'ensemble des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs



a. Cette colonne illustre les changements apportés aux bilans de la Banque centrale européenne et des banques centrales des États membres ayant adopté l'euro.

Sources : Bureau of Economic Analysis et Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Banque centrale européenne, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Banque d'Angleterre, Bureau du Cabinet

(gouvernement du Japon) et Banque du Japon

Dernière observation : 2011T4

## La conjoncture financière mondiale

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont resserrées au cours des derniers mois, du fait de l'aggravation de la crise de la dette souveraine dans la zone euro et de la persistance de pressions élevées dans le secteur bancaire. Les tensions au sein des marchés des titres d'État de la zone euro se sont accrues depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Les écarts de taux sur les obligations ont augmenté dans certaines des plus

*Les conditions sur les marchés financiers mondiaux se sont resserrées au cours des derniers mois.*

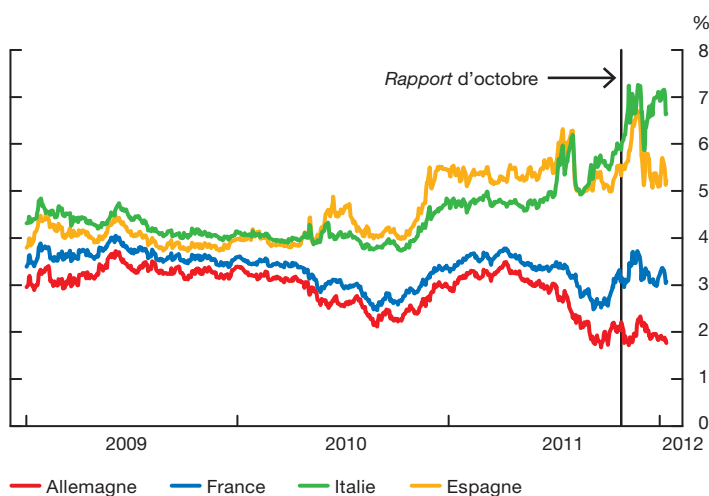
Les investisseurs se sont tournés vers des actifs plus sûrs et plus liquides.

importantes économies de la région et les rendements dans la plupart des États souverains périphériques ont atteint des niveaux inégalés depuis l'adoption de l'euro (**Graphique 4** et **Graphique 5**). Par contre, les rendements des obligations d'État aux États-Unis, en Allemagne et dans d'autres économies avancées ont continué de décliner, les investisseurs se tournant vers des actifs plus sûrs et plus liquides (**Graphique 6**).

Les conditions se sont en général détériorées sur les marchés mondiaux du financement bancaire à court terme, ce qui tient à l'évolution de la situation en Europe<sup>1</sup>. En particulier, la plupart des banques européennes se sont vues privées de l'accès aux marchés du financement à terme non garanti

**Graphique 4 : Les tensions au sein des marchés de financement de certaines des plus importantes économies de la zone euro se sont accrues...**

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

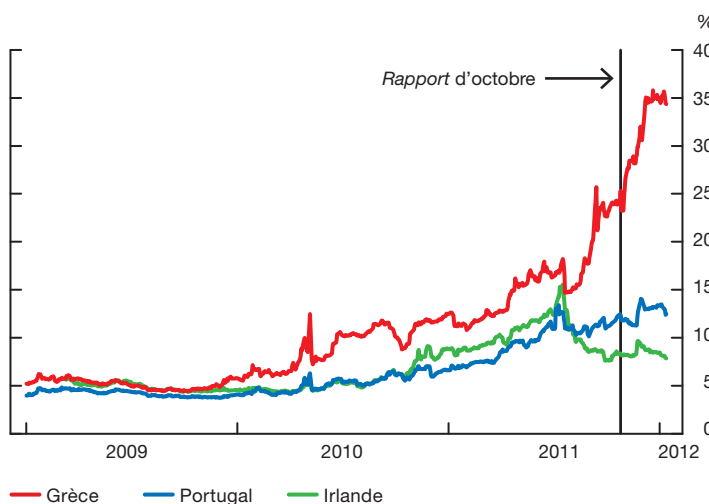


Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

**Graphique 5 : ... tandis que les rendements obligataires de la plupart des États périphériques ont atteint des niveaux inégalés**

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



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

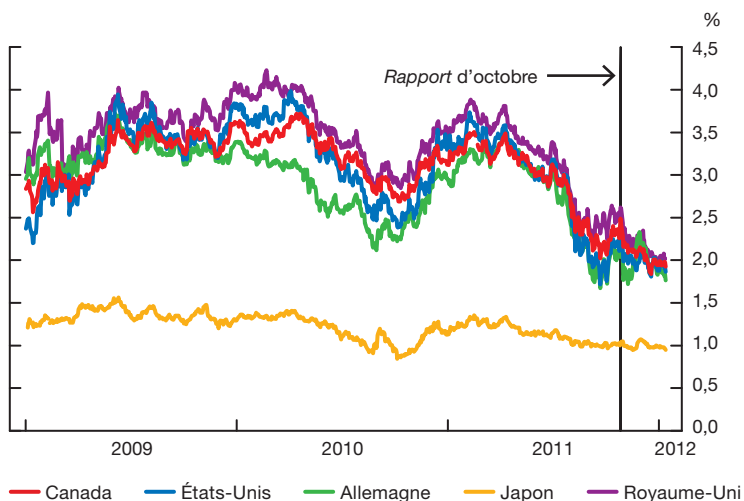
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

<sup>1</sup> L'écart entre les taux interbancaires offerts et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour a atteint un sommet sans précédent depuis juillet 2009, tant aux États-Unis qu'en Europe.

## Graphique 6 : Les rendements des obligations d'État des grandes économies avancées ont décliné depuis la parution du dernier *Rapport*

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



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

(**Note technique 1**), en raison de leur forte exposition à la dette souveraine de la zone euro et de leurs importants besoins de recapitalisation et de financement. Par conséquent, la Banque centrale européenne (BCE) a mis à la disposition du système bancaire européen davantage de liquidités, octroyées en contrepartie de garanties admissibles dont elle a élargi la liste, pour des périodes maximales de trois ans. Les banques européennes ont également eu beaucoup de mal à accéder à des fonds en dollars É.-U. pour financer leurs actifs libellés en monnaies étrangères. Pour atténuer ces difficultés de financement, les accords existants de swap temporaires en dollars É.-U. conclus entre la Réserve fédérale américaine et cinq grandes banques centrales ont été prolongés et le taux d'intérêt pratiqué dans le cadre de ces accords a été abaissé<sup>2</sup>. Par mesure de précaution, ces banques centrales ont aussi convenu d'établir un réseau d'accords bilatéraux temporaires de swap de devises afin que des liquidités puissent être fournies dans chaque territoire dans chacune de leurs monnaies respectives si les conditions des marchés le justifient.

L'inquiétude grandissante des investisseurs s'est également répercutée sur d'autres catégories d'actifs, mais dans une moindre mesure. L'émission d'obligations de sociétés aux États-Unis s'est redressée depuis la parution du *Rapport* d'octobre, mais les écarts de crédit relatifs à celles-ci sont demeurés plus larges qu'au premier semestre de 2011. Les indices boursiers mondiaux sont à peu près au même point qu'à la fin d'octobre, mais ils ont affiché une volatilité considérable (**Graphique 7**), tandis que les sous-indices financiers européens se sont fortement repliés.

On s'attend à ce que la détérioration des conditions financières persiste pendant quelque temps encore et qu'elle se fasse sentir de plus en plus sur les ménages et les entreprises, qui verront les conditions du crédit se resserrer. Les conditions financières devraient s'améliorer en 2013, à la faveur d'un rebond de l'activité économique à l'échelle du globe.

*La détérioration des conditions financières devrait persister pendant quelque temps encore.*

<sup>2</sup> Les cinq grandes banques centrales sont la Banque centrale européenne et celles du Royaume-Uni, du Japon, de la Suisse et du Canada. Les accords de swap entre ces banques et la Réserve fédérale américaine ont été prolongés jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2013 et le taux pratiqué sur les tirages a été abaissé de 50 points de base.

## Les conditions financières dans la zone euro et leurs retombées

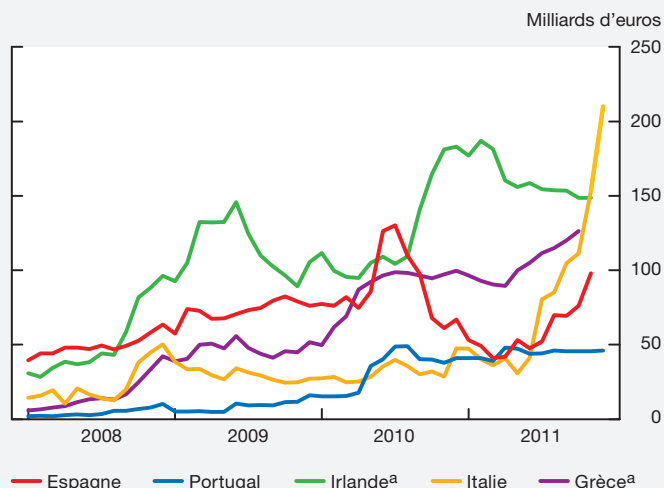
Les préoccupations quant à l'incidence de la crise de la dette souveraine sur les banques européennes se sont amplifiées. Les banques des pays en crise ont emprunté massivement auprès de la Banque centrale européenne (BCE), car beaucoup d'entre elles n'ont pas accès aux marchés du financement non garanti (**Graphique 1-A**). La forte participation qu'a suscitée l'opération d'apport de liquidité d'une durée de trois ans menée par la BCE en décembre est un autre signe qu'un nombre croissant d'établissements de ce continent éprouvent des difficultés de financement. Ils ont également beaucoup de mal encore à se procurer des fonds en dollars É.-U., comme le montre la hausse du coût des emprunts dans cette devise sur le marché des swaps de change (**Graphique 1-B**).

Jusqu'ici, les retombées sur les marchés nord-américains du financement bancaire ont été relativement limitées. On observe néanmoins des signes d'une différenciation des taux d'intérêt auxquels les banques américaines peuvent se procurer des fonds sur les marchés du financement non garanti à terme. En outre, le prix et le calendrier de lancement des émissions de nouveaux titres obligataires ont été grandement influencés par les changements d'humeur des marchés mondiaux. Les banques canadiennes conservent un bon accès aux marchés du financement à moyen terme, tant en dollars canadiens qu'en dollars américains.

Jusqu'à maintenant, le principal effet des tensions en Europe sur les conditions financières mondiales a été une perte d'appétit généralisée pour les actifs risqués. Au cours de la période de projection, toutefois, on s'attend à ce que les retombées s'étendent et qu'elles se matérialisent par une aggravation des difficultés de financement, une érosion de la confiance et un resserrement de l'offre de crédit. La détérioration des conditions de financement, en particulier, devrait pousser les banques à restreindre l'accès au crédit des ménages et des entreprises en Europe et aux États-Unis, ce qui donnerait un coup de frein supplémentaire à la croissance économique<sup>1</sup>.

Afin d'apaiser les inquiétudes entourant la solvabilité des banques, les autorités européennes ont exigé que celles-ci portent à 9 % le ratio de la composante dure des fonds propres de catégorie 1 d'ici la fin de juin 2012. Pour renforcer leurs fonds propres dans un contexte très peu favorable à la levée de capitaux auprès de sources privées, plusieurs banques du continent ont annoncé leur intention de vendre des actifs, notamment dans les secteurs qu'elles considèrent comme non stratégiques (tels que les activités sur les marchés de capitaux, les services de banque d'investissement

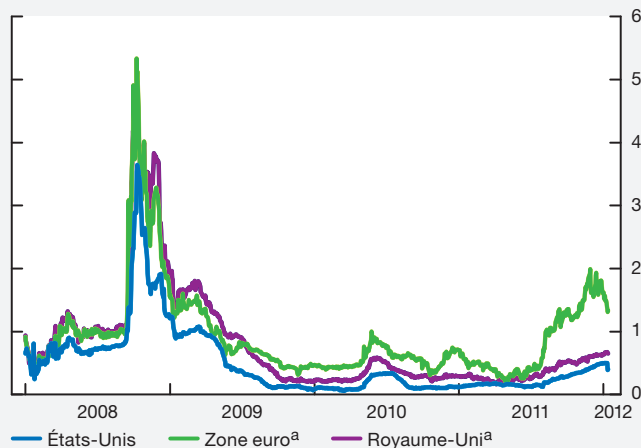
**Graphique 1-A : Les banques des pays en crise de la zone euro ont emprunté massivement auprès de la Banque centrale européenne**



a. Les chiffres de l'Irlande et de la Grèce comprennent les liquidités obtenues au moyen d'opérations de refinancement et celles fournies par la banque centrale du pays dans le cadre de programmes d'octroi de liquidités d'urgence.  
Sources : banques centrales d'Espagne, du Portugal, d'Irlande, de Grèce et d'Italie  
Dernières observations : décembre 2011 (Italie et Portugal); novembre 2011 (Espagne et Irlande); octobre 2011 (Grèce)

**Graphique 1-B : Les tensions sont vives sur les marchés du financement en dollars É.-U. où s'approvisionnent les banques européennes**

Écarts entre les taux d'emprunt en dollars É.-U. à trois mois pour les banques et les taux des swaps trois mois indexés sur le taux à un jour aux États-Unis  
Points de pourcentage



a. Taux d'emprunt implicites  
Source : Bloomberg  
Dernière observation : 13 janvier 2012

<sup>1</sup> Selon l'enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro dont les résultats ont paru en octobre 2011, les banques de la zone ont resserré leurs critères d'octroi de crédit.

(suite à la page suivante)

et l'octroi de crédits sur des marchés non prioritaires)<sup>2</sup>. On prévoit que l'allègement du bilan des banques européennes influera sur les conditions financières et économiques, tant à l'intérieur de la zone euro qu'à l'échelle mondiale. Les pays de l'Europe de l'Est sont tout particulièrement vulnérables à un recul de l'offre de crédit, car les banques de l'ouest du continent fournissent près de 40 % du crédit dans ces économies (**Tableau 1-A**). Compte tenu du rôle non négligeable des établissements européens parmi les bailleurs de fonds des États-Unis, surtout en ce qui concerne le crédit aux entreprises, on

prévoit aussi une régression de l'offre de crédit dans ce pays. Cette chute, conjuguée à la baisse de la confiance et à l'assombrissement des perspectives économiques, devrait brider la croissance des investissements des entreprises<sup>3</sup>.

De façon générale, on s'attend à ce que la crise de la zone euro entrave considérablement la progression de l'activité en abaissant le PIB mondial d'un peu plus de 1 %, dont des réductions de 0,8 % aux États-Unis et de 0,6 % au Canada, d'ici la fin de 2012. Ces chiffres englobent les effets directs sur les échanges commerciaux et les retombées indirectes imputables à la hausse des difficultés de financement, au recul de la confiance et au resserrement de l'offre de crédit.

2 L'Autorité bancaire européenne estime que les banques du continent sont en déficit de 114,7 milliards d'euros par rapport au ratio cible de 9 %. Ce nouveau chiffre est légèrement supérieur à l'estimation de 106 milliards d'euros rendue publique à la fin d'octobre; les banques allemandes sont celles qui connaissent la plus forte hausse. Si la seule stratégie retenue pour atteindre cette cible était la cession d'actifs (sans mobilisation de fonds ou recours aux bénéfices non répartis), les banques pourraient vendre pour atteindre cette cible jusqu'à 2,8 billions d'euros d'actifs.

3 Selon l'enquête menée par la Réserve fédérale auprès des responsables du crédit au troisième trimestre de 2011, il semble qu'à ce jour, on n'ait observé des signes de resserrement que dans les banques étrangères (en ce qui concerne leurs critères d'octroi de prêts à des entreprises commerciales et industrielles).

**Tableau 1-A : Créances des banques européennes sur certains pays ou groupes de pays (2011T2)**

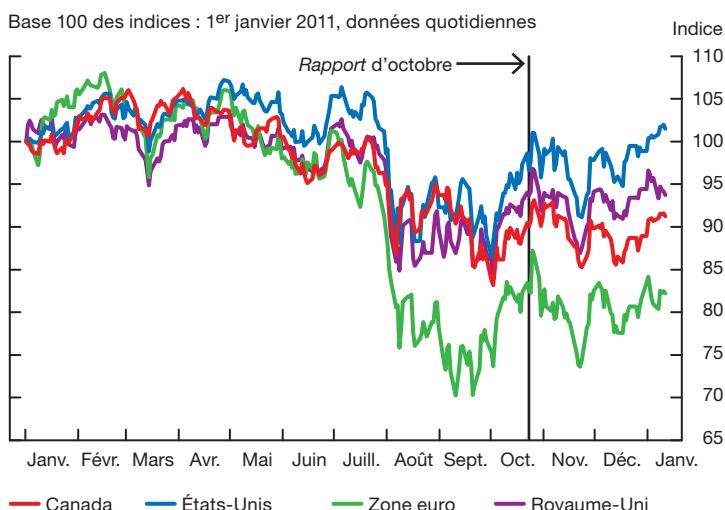
Ensemble des créances sur l'étranger des banques européennes	Économies émergentes de l'Europe de l'Est <sup>a</sup>			Brésil, Russie, Inde et Chine			États-Unis		
	Total	Banques	Secteur privé non bancaire	Total	Banques	Secteur privé non bancaire	Total	Banques	Secteur privé non bancaire
En pourcentage du crédit total <sup>b</sup>	38,0	4,6	23,3	6,4	1,6	3,4	17,6	3,3	10,7
En millions de dollars É.-U.	654 552	79 992	400 443	999 222	247 728	525 846	3 782 796	705 590	2 303 319

a. République tchèque, Pologne et Turquie

b. Le crédit total correspond à la somme du crédit intérieur (données du FMI) et des créances totales sur l'étranger des 24 pays considérés (données de la BRI).

Sources : *Statistiques financières internationales* du FMI et Banque des Règlements Internationaux

**Graphique 7 : Les indices boursiers ont affiché une volatilité considérable depuis octobre**



Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

Selon des indicateurs économiques récents, la zone euro est entrée en récession.

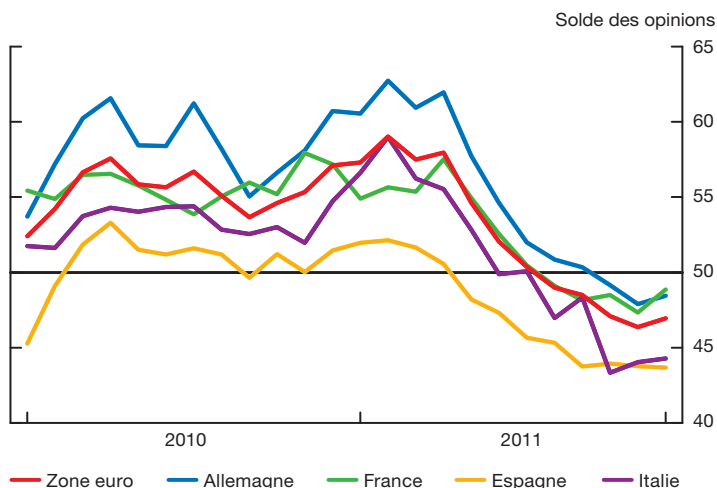
## La zone euro

Selon des indicateurs économiques récents, la zone euro est entrée en récession au quatrième trimestre de 2011. Les indices des directeurs des achats sont passés sous le seuil qui marque la frontière entre croissance et contraction de l'activité (**Graphique 8**), et les indicateurs de confiance sont descendus à des niveaux qu'on observe normalement durant les récessions. Les taux de chômage ont commencé à grimper (surtout dans les pays périphériques), à partir de niveaux déjà élevés. La dégradation de la conjoncture économique et la hausse des coûts d'emprunt ont affaibli davantage les finances publiques et exacerbé les craintes au sujet de la situation financière des banques, même si certains pays, dont la France, l'Italie et l'Espagne, ont adopté de nouvelles mesures d'austérité budgétaire et de réforme structurelle (**Note technique 2**). Aux prises avec des coûts de financement plus élevés, les banques européennes restreignent l'accès au crédit et relèvent les taux d'intérêt sur les prêts aux entreprises et aux ménages (**Graphique 9**). Les interactions négatives entre la faiblesse de l'économie, les vulnérabilités liées à la dette souveraine et les tensions dans le secteur financier se sont donc consolidées davantage. L'offre excédentaire croissante et le recul des prix des produits de base devraient contribuer à atténuer les tensions inflationnistes dans la majeure partie de la région.

En plus de mener des interventions visant à soutenir le système financier, la BCE a abaissé son taux directeur de 50 points de base vu le récent fléchissement de l'activité économique. Dans le but de restaurer la stabilité financière et la confiance, les autorités publiques européennes ont annoncé la mise en place d'initiatives, dont un programme d'allègement accru de la dette grecque détenue par le secteur privé, le relèvement des ratios de fonds propres de catégorie 1 auxquels sont soumises les banques, le devancement de l'entrée en vigueur du Mécanisme européen de stabilité et l'adoption d'un nouveau pacte budgétaire destiné à accroître la rigueur à ce chapitre<sup>3</sup>.

### Graphique 8 : Les indices des directeurs d'achat font état d'une contraction de l'activité dans la zone euro

Indices des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier, données mensuelles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite qui montre les conditions du secteur manufacturier. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique une amélioration (détérioration) de la situation générale dans ce secteur par rapport au mois précédent.

Source : Markit

Dernière observation : décembre 2011

<sup>3</sup> Les États membres de la zone euro seraient tenus de maintenir leur déficit structurel annuel à un maximum de 0,5 % du PIB. Cette règle n'a pas encore été ratifiée à l'intérieur de chacun des pays.



## L'austérité budgétaire dans la zone euro

Le niveau de la dette publique de l'ensemble de la zone euro est inférieur à celui des États-Unis et du Japon. Mais bon nombre de pays de la zone euro enregistrent des déficits publics élevés et un niveau de dette publique bien supérieur à 90 % du PIB<sup>1</sup>. De même, si le déficit global de la balance courante de la zone est d'environ 0,5 % du PIB et s'accompagne d'une position extérieure nette légèrement négative, des contrastes marqués existent entre pays (**Tableau 2-A**). Certains pays périphériques en particulier ont accusé une position extérieure nette débitrice correspondant à plus de 20 % du PIB et des déficits de la balance courante considérables — souvent au-delà de 5 % du PIB; ces derniers ont toutefois fortement diminué au cours des récents mois.

Les niveaux élevés de la dette, le manque de compétitivité, les perspectives de croissance atone et la dégradation des finances publiques (imputable en partie aux pressions créées par le vieillissement anticipé de la population) ont fait grimper les coûts des emprunts d'État et mis, par conséquent, sous tension le secteur bancaire dans de nombreux pays de la zone euro. Pour retrouver l'équilibre budgétaire, la plupart des pays de la zone sont en train d'instituer d'autres mesures d'austérité et des réformes structurelles destinées à produire de la croissance et à assurer une trajectoire d'endettement viable<sup>2</sup>. Les plans de rigueur annoncés comportent des réformes des

retraites, des relèvements d'impôts et des réductions des dépenses gouvernementales, notamment la baisse des effectifs du secteur public. Les compressions des dépenses gouvernementales représentent l'essentiel des efforts d'ajustement budgétaire programmés, mais dans plusieurs pays, des hausses substantielles d'impôt sont également mises en œuvre. Les réformes structurelles, annoncées ou en chantier, visent généralement à intensifier la concurrence sur le marché des biens et la flexibilité sur le marché du travail.

Les réformes budgétaires et structurelles finiront par consolider la croissance dans la zone euro en permettant de diminuer les coûts d'emprunt, d'améliorer la souplesse de l'économie et de renforcer la productivité. À brève échéance cependant, la croissance projetée au sein de la zone étant déjà faible, le durcissement budgétaire accentuera le ralentissement. Comme l'illustre le **Graphique 2-A**, l'austérité budgétaire bride la croissance du PIB de la zone euro dans les projections de la Banque en lui retranchant quelque 0,7 point de pourcentage en 2012, 1,5 point en 2013 et 0,8 point en 2014<sup>3</sup>. Dans ce contexte de demande en berne, le déplacement de la demande à l'échelle internationale (propre à favoriser un rebond des exportations européennes) sera indispensable au soutien de la croissance en zone euro durant cette période.

L'austérité a des retombées négatives qui peuvent aller au-delà d'un effet modérateur immédiat sur le PIB, car il y a un risque que les interactions défavorables entre la faible croissance économique, la baisse des recettes fiscales, les tensions dans

1 C. Reinhart et K. Rogoff observent que la dette commence à peser sur la croissance lorsqu'elle dépasse 90 % du PIB (« Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, n° 100, vol. 2, 2010, p. 573-578).

2 De plus, une plus grande discipline budgétaire est envisagée dans l'ensemble de l'Union européenne (UE), comme l'a montré le tout dernier sommet de l'UE qui s'est conclu sur un appel à l'adoption de nouvelles règles budgétaires et à l'exercice d'une surveillance plus centralisée des budgets nationaux.

3 Signalons que l'austérité budgétaire aura un effet négatif net sur la croissance relativement à un scénario dans lequel le report de l'assainissement budgétaire ne pèse pas sur la croissance.

(suite à la page suivante)

**Tableau 2-A : Les déséquilibres internes dans la zone euro ont entraîné l'adoption d'importants programmes d'assainissement budgétaire**

Pays	Déficit général des administrations publiques en % du PIB (2010)	Dette brute en % du PIB (2010)	Excédent/déficit moyen de la balance courante en % du PIB (2005-2010)	Écart de taux sur les obligations à 10 ans par rapport à l'Allemagne <sup>a</sup> (points de base)	Variation de cet écart depuis le 3 janvier 2011 <sup>a</sup> (points de base)	Ampleur totale des mesures d'ajustement budgétaire annoncées en % du PIB <sup>b</sup> (2012-2014)
Italie	4,5	119	-2	486	305	7
Irlande <sup>c</sup>	32,0	95	-3	476	-89	8
Espagne	9,2	60	-8	343	94	4 <sup>d</sup>
Grèce	10,4	143	-12	2 957	1 997	12
Portugal	9,1	93	-11	1 016	646	8
Allemagne	3,3	84	6	--	--	3
France	7,1	82	-1	130	88	4

a. Au 13 janvier 2012

b. Calcul effectué par la Banque du Canada sur la base des annonces faites par les États ainsi que des données du FMI et de l'Organisation de coopération et de développement économiques.

c. Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à 9 ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

d. Ce chiffre ne reflète pas les annonces plus récentes, car on n'en connaît pas le détail.

Sources : FMI — base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (sept. 2011) — et Eurostat

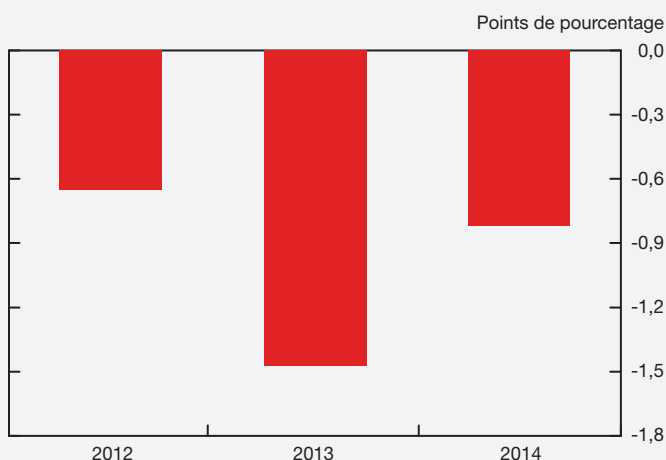
le secteur bancaire et la hausse des coûts d'emprunt s'aggravent. Les chocs négatifs sur la croissance viendront réduire les recettes fiscales et sont susceptibles d'accroître les coûts d'emprunt, provoquant un creusement des déficits publics et une augmentation des pressions sur les banques de la zone (du fait de l'ampleur de leurs expositions à la dette souveraine). Un tel scénario pourrait nécessiter un renforcement de l'austérité, ce qui freinerait davantage la croissance du PIB.

À l'inverse, si les États mettent en place des mesures d'assainissement budgétaire trop peu rigoureuses, des conséquences beaucoup plus graves pourraient s'ensuivre. La timidité des engagements à l'égard des réformes budgétaires et structurelles ou leur manque de crédibilité risque d'entamer la confiance des investisseurs et d'enclencher une escalade des coûts d'emprunt. Ce scénario amplifierait probablement la récession et entraînerait, à terme, des compressions budgétaires plus brutales, voire des dépréciations de créances.

Ce dilemme fait ressortir l'importance de la réalisation de réformes structurelles pour stimuler la croissance.

### Graphique 2-A : Les mesures d'austérité budgétaire devraient réduire la croissance du PIB de la zone euro dans les années à venir

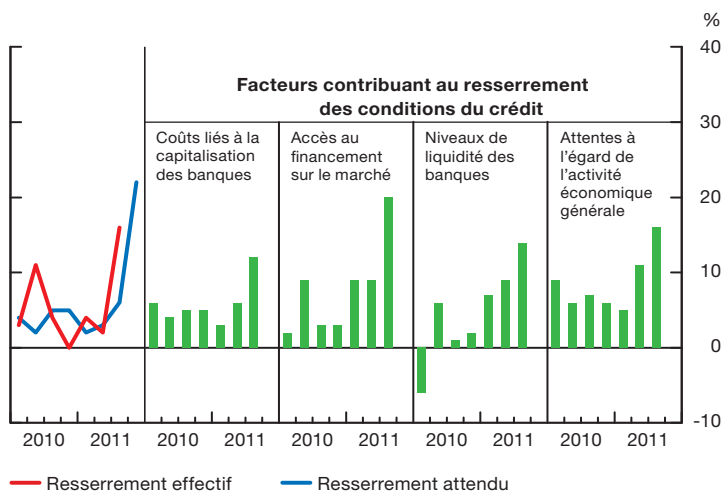
Contribution à la croissance du PIB réel (données annuelles)



Source : calculs et projections de la Banque du Canada

### Graphique 9 : Les banques de la zone euro restreignent l'accès au crédit

Pourcentages nets des banques contribuant au resserrement des conditions du crédit aux entreprises



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

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2011T3

Les perspectives économiques dans la zone euro se sont assombries davantage depuis la parution du *Rapport* d'octobre et s'accompagnent encore d'une grande incertitude. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que les autorités européennes mettront en œuvre les mesures suffisantes pour contenir la crise, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse. La récession actuelle devrait durer quatre trimestres, l'activité économique devant reculer de près de 1,5 % entre le sommet et le creux du cycle. La détérioration des conditions financières, la

réduction du levier d'endettement des banques, l'assainissement budgétaire et les effets négatifs importants s'exerçant sur la confiance devraient entraîner une contraction de la demande intérieure en 2012, et la croissance des exportations devrait ralentir de façon marquée en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale. On s'attend toutefois à ce que la tenue de l'économie varie fortement d'un pays à l'autre, c'est-à-dire à une croissance modérée dans les grandes économies et à une contraction notable dans les pays périphériques. Une reprise modeste devrait s'amorcer dans la zone euro à la fin de 2012, grâce aux conditions financières qui commenceront à s'améliorer et à la confiance qui se rétablira progressivement par suite de la mise en œuvre des mesures de politique et des réformes structurelles requises. Dans l'ensemble, comparativement aux attentes énoncées dans le *Rapport* d'octobre, le niveau du PIB réel de la zone euro devrait être d'environ 1 % de moins à la fin de 2013.

## Les États-Unis

L'activité économique aux États-Unis a récemment été plus vigoureuse que prévu. Stimulée par la hausse des dépenses de consommation et des investissements des entreprises, la croissance du PIB réel a atteint environ 2,5 % au second semestre de 2011. Malgré ce résultat supérieur aux attentes, on prévoit que la reprise aux États-Unis se poursuivra à un rythme plus modeste en 2012 et 2013, le taux de progression du PIB devant se situer en moyenne à environ 2 % par année, sous l'effet des vents contraires provenant de la réduction du levier d'endettement des ménages, de l'assainissement des finances publiques et des retombées de la crise européenne.

Les pressions inflationnistes devraient diminuer aux États-Unis, compte tenu de la baisse des prix des produits de base et de l'existence d'une offre excédentaire importante. La Réserve fédérale devrait donc maintenir des conditions monétaires très expansionnistes. La progression annuelle moyenne du PIB américain devrait être légèrement plus vigoureuse en 2012 que ce à quoi on s'attendait dans le *Rapport* d'octobre, ce qui reflète en grande partie le rebond de l'expansion au deuxième semestre de 2011 et la réduction du resserrement budgétaire. La croissance en 2013 devrait toutefois être beaucoup plus faible.

L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel des États-Unis en lui retranchant environ 0,8 point de pourcentage en 2012 et quelque 2,5 points en 2013 (**Graphique 10**). L'incidence estimative en 2012 est moindre qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, les perspectives étant plus favorables à une reconduction des baisses des cotisations sociales et du versement des prestations d'assurance-chômage, mesures qui devaient expirer à la fin de 2011<sup>4</sup>. L'effet modérateur estimé est toutefois plus prononcé en 2013, compte tenu de l'incidence de la compression des dépenses qui devrait se produire durant l'année<sup>5</sup>.

La progression de la consommation a été alimentée ces derniers mois par le recul des cours des produits de base par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints il y a un an ainsi que par un regain de confiance chez les consommateurs et par l'augmentation de la disponibilité de véhicules automobiles chez les concessionnaires américains à la suite du

---

*La croissance du PIB réel aux États-Unis a rebondi au second semestre de 2011, mais devrait se poursuivre à un rythme plus modeste.*

---

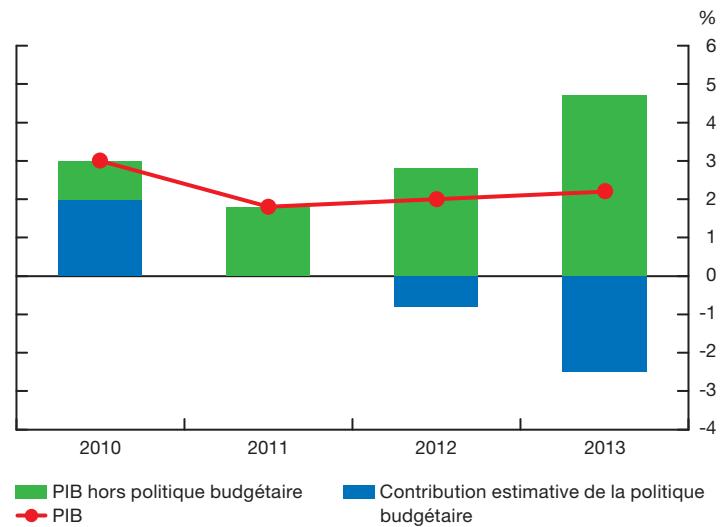
*L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel américain.*

<sup>4</sup> Même si ces mesures ont été reconduites pour deux mois, la Banque suppose maintenant dans son scénario de référence qu'elles seront prolongées jusqu'à la fin de 2012.

<sup>5</sup> En novembre 2011, la commission mixte du Congrès pour la réduction du déficit budgétaire a annoncé que ses membres n'avaient pas réussi à se mettre d'accord sur des mesures destinées à réduire le déficit budgétaire des États-Unis d'un minimum de 1,2 billion de dollars É.-U. au cours des neuf prochaines années. Par conséquent, une procédure de compressions obligatoires équivalant à ce montant a été entreprise. En vertu du *Budget Control Act* de 2011, ces réductions seront réparties également de 2013 à 2021.

### Graphique 10 : L'assainissement des finances publiques devrait brider la croissance du PIB réel des États-Unis

Données annuelles



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures d'assainissement sur d'autres composantes de la demande globale. Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

rétablissement des chaînes d'approvisionnement au Japon. La croissance du revenu disponible des particuliers est demeurée faible, cependant, et le taux d'épargne des ménages a chuté pour s'établir sous la fourchette de 5 à 6 %, dans laquelle, selon les attentes de la Banque, il devrait se situer pour permettre aux ménages d'assainir leurs bilans à moyen terme (**Graphique 11**). On s'attend donc à ce que la consommation progresse de façon plus modérée aux États-Unis tout au long de 2013, alors que les ménages continueront à s'efforcer de redresser leur situation financière dans un contexte où les conditions du marché du travail s'améliorent lentement et l'assainissement des finances publiques exerce encore un effet négatif sur les revenus (**Graphique 12**). En outre, les banques américaines devraient resserrer les conditions d'octroi de prêts aux consommateurs et aux entreprises en réaction à la montée des coûts de financement liée à la crise européenne.

La construction de nouvelles maisons devrait rester faible pendant la majeure partie de 2012, du fait de l'accès restreint au crédit hypothécaire et de l'important parc de propriétés saisies. Le durcissement des conditions financières et les taux d'inoccupation élevés devraient aussi freiner la croissance de la construction non résidentielle au cours de cette période. On s'attend à un redressement modeste de la construction résidentielle et non résidentielle vers la fin de 2012, lorsque les conditions financières devraient commencer à s'améliorer.

Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient demeurer d'importants moteurs de la croissance aux États-Unis au cours de la période de projection, même si on anticipe une certaine diminution de leur contribution en 2012. De fait, même si elle est stimulée par la solidité financière des entreprises, la croissance des investissements des entreprises devrait être limitée pendant l'année par l'incertitude entourant les perspectives d'expansion future, par le resserrement des conditions financières et par les faibles taux d'utilisation des ressources.

*Les exportations et les investissements en équipement et en logiciels des entreprises devraient demeurer d'importants moteurs de la croissance aux États-Unis.*

**Graphique 11 : Le taux d'épargne des ménages américains a chuté pour s'établir sous le niveau qui leur permettrait d'assainir leurs bilans<sup>a</sup>**

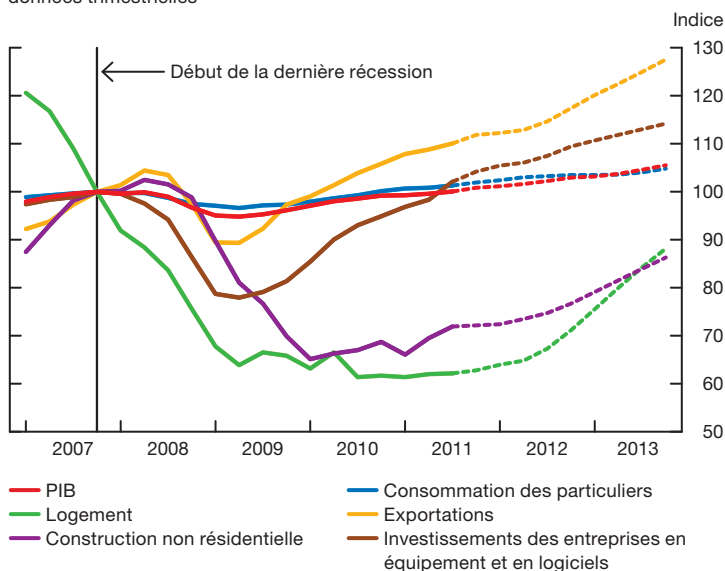
Taux d'épargne (en pourcentage du revenu disponible des particuliers), données mensuelles



a. La Banque estime qu'un taux d'épargne de 5 à 6 % permettra aux ménages américains d'assainir leurs bilans au fil du temps.  
 Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis Dernière observation : novembre 2011

**Graphique 12 : La consommation devrait augmenter de façon modeste aux États-Unis tout au long de 2013**

Base 100 de l'indice : 2007T4, en dollars américains enchaînés de 2005, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.  
 Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

Le rythme de progression des investissements des entreprises devrait s'accroître en 2013, une fois que ces effets commenceront à se dissiper.

On s'attend à ce que la croissance des exportations marque le pas en 2012, sous l'effet de l'affaiblissement de la progression de la demande mondiale ainsi que de l'appréciation récente du dollar É.-U., qui reflète en partie la quête des investisseurs internationaux pour la sécurité et la liquidité des titres du Trésor américain. Les exportations devraient se redresser un peu en 2013, toutefois, en réaction au raffermissement graduel de la demande extérieure.

---

*La progression du PIB réel au Japon devrait se chiffrer en moyenne à moins de 2,0 % par année jusqu'à la fin de 2013, l'incidence positive de la reconstruction des infrastructures se faisant moins sentir.*

## Les autres économies avancées

Au Japon, l'activité alimentée par la reconstruction a contribué à faire grimper le taux de croissance du PIB réel à 5,6 % au troisième trimestre de 2011. La progression du PIB réel s'est fortement modérée au quatrième trimestre, cependant, et devrait se chiffrer en moyenne à moins de 2,0 % par année jusqu'à la fin de 2013, l'incidence positive de la reconstruction des infrastructures se faisant moins sentir. Parallèlement, le ralentissement de la demande extérieure et la vive appréciation récente du yen devraient brider la croissance des exportations. Pour faire face à la baisse de l'activité économique, la Banque du Japon a continué à élargir son programme d'achat d'actifs. La banque centrale est aussi intervenue sur les marchés des changes à la fin d'octobre pour limiter la hausse du yen.

La croissance du PIB réel dans les autres économies avancées a ralenti dernièrement et devrait être modérée au cours des prochains trimestres, sous l'influence d'un affaiblissement de la demande extérieure, d'un recul de la confiance des ménages et des entreprises et de l'effet négatif que continue d'exercer l'assainissement budgétaire. Afin de compenser la détérioration des conditions économiques, les autorités monétaires de certains pays, dont l'Australie, la Norvège et la Suède, ont abaissé leurs taux directeurs. Certaines économies qui entretiennent des liens commerciaux et financiers très étroits avec la zone euro pourraient connaître une récession. L'activité économique devrait s'accélérer vers la fin de 2012, à la faveur d'une reprise modeste de la croissance mondiale et d'un regain de confiance.

## Les économies de marché émergentes

---

*La croissance économique en Chine a décéléré, passant à 9,1 % au troisième trimestre.*

La croissance économique en Chine a décéléré, passant à 9,1 % au troisième trimestre de 2011, sous l'effet du resserrement antérieur de la politique monétaire et du ralentissement de la demande extérieure, en particulier celle émanant d'Europe, son principal partenaire commercial. Les actions menées par les autorités pour ralentir l'activité dans le marché du logement se sont traduites par un fléchissement de la demande de logements et par un recul des prix des propriétés. La baisse des prix des aliments a contribué à une diminution notable du taux d'inflation, qui s'est établi à 4,1 % en décembre, après avoir atteint un sommet de 6,5 % en juillet. En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont assoupli la politique monétaire et, en décembre, abaissé le taux des réserves obligatoires des institutions financières de 50 points de base. On anticipe toutefois que la croissance du PIB réel ralentira pour se situer à quelque 8 % en 2012-2013. Les réformes structurelles et une appréciation modeste du taux de change réel de la monnaie chinoise devraient favoriser un déplacement progressif de la demande allant de l'investissement et des exportations vers la consommation.

---

*En réaction à l'atténuation des pressions inflationnistes, les autorités chinoises ont assoupli la politique monétaire.*

Même si la croissance du PIB réel a décéléré quelque peu dans les autres économies émergentes en raison du ralentissement de la demande mondiale, elle devrait demeurer relativement vigoureuse, à la faveur de l'assouplissement de la politique monétaire. Ces perspectives généralement encourageantes sont toutefois assombries par les effets de l'aversion accrue pour le risque sur les marchés financiers internationaux, qui s'est soldée par des sorties de capitaux de certaines économies émergentes, ce qui laisse entrevoir un certain durcissement des conditions du crédit. On s'attend à ce que la croissance ralentisse particulièrement rapidement dans les pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, étant donné que leurs exportations sont dirigées principalement vers l'Europe et que leurs systèmes financiers sont largement dominés par les banques d'Europe de l'Ouest.

## Les cours des produits de base

Les cours des produits de base non énergétiques n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Si les prix des métaux communs et des produits agricoles se sont légèrement raffermis ces dernières semaines après avoir baissé à la fin de 2011, ceux de l'ensemble des produits de base non énergétiques devraient se replier en 2012, en raison de l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie du globe. On s'attend à ce qu'ils remontent partiellement en 2013, lorsque le taux de croissance de la demande mondiale commencera à se redresser (**Graphique 13**). Ce profil d'évolution durant la période de projection est plus faible que celui anticipé en octobre.

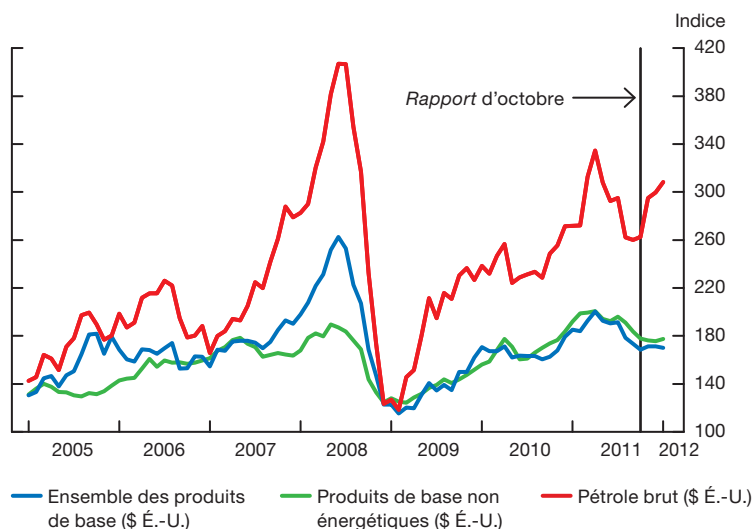
L'évolution des cours des produits de base énergétiques a été contrastée ces derniers mois. Les prix du pétrole brut West Texas Intermediate (WTI) ont rebondi pour s'établir à environ 100 dollars É.-U. le baril, ce qui tient au faible niveau des stocks mondiaux et aux tensions géopolitiques. En outre, la possibilité accrue de réduire les réserves excédentaires de pétrole qui s'accumulent à Cushing a donné lieu à un rétrécissement de l'écart entre le cours du WTI et le cours du Brent, qui est passé de 24 dollars É.-U. le baril en octobre à environ 10 dollars É.-U. le baril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les prix du pétrole brut WTI devraient baisser légèrement d'ici la fin de 2013, mais se maintenir au-dessus des niveaux anticipés au moment de la parution du *Rapport* d'octobre (**Graphique 14**). Par contre, les prix du gaz naturel ont fortement reculé en Amérique du Nord en raison des températures exceptionnellement douces, dans un contexte d'offre excédentaire persistante. Ils devraient remonter d'ici la fin de 2013, selon la courbe la plus récente des cours à terme, mais demeurer inférieurs aux niveaux escomptés dans le *Rapport* d'octobre.

*Les prix des produits de base non énergétiques devraient se replier en 2012.*

*Les prix du gaz naturel ont fortement reculé en Amérique du Nord.*

### Graphique 13 : Les cours des produits de base non énergétiques n'ont guère varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre, mais les prix du pétrole ont augmenté

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



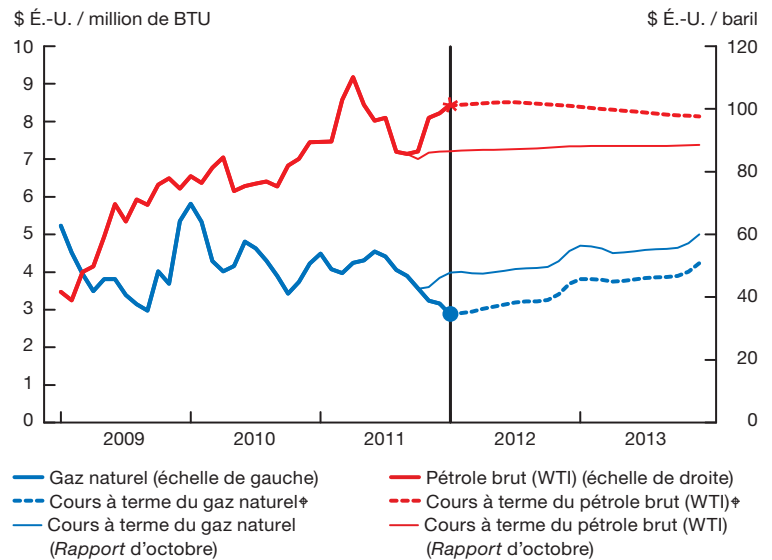
Nota : Les valeurs pour janvier 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 janvier 2012.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2012

### Graphique 14 : Les prix du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2013, tandis que ceux du pétrole WTI devraient baisser

Données mensuelles



\* Cours au comptant du pétrole brut (13 janvier 2012)

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

† Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 13 janvier 2012

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

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

La demande extérieure d'exportations canadiennes devrait s'accroître modérément en 2012.

La détérioration des conditions économiques en Europe a une incidence relativement modeste sur la mesure de l'activité étrangère.

L'IPPB devrait augmenter du fait de la montée des prix du gaz naturel mais demeurer légèrement inférieur aux niveaux prévus dans le Rapport d'octobre.

## Les implications pour l'économie canadienne

Malgré les perspectives de croissance économique relativement modestes à l'échelle du globe, la demande extérieure d'exportations canadiennes, comme l'indique la mesure de l'activité étrangère, devrait s'accroître modérément en 2012 et continuer à se raffermir en 2013, à la faveur d'une hausse de la construction résidentielle aux États-Unis et d'un redressement de la croissance des investissements des entreprises américaines (**Graphique 15**). La détérioration des conditions économiques en Europe a une incidence relativement modeste sur la mesure de l'activité étrangère, compte tenu des liens commerciaux directs limités entre le Canada et l'Europe, et se répercutera sur les exportations canadiennes principalement par les retombées qu'elle aura sur la demande intérieure privée aux États-Unis. Néanmoins, l'économie canadienne devrait subir les effets indirects de la crise européenne par les implications que celle-ci comporte pour les conditions financières, la confiance et les cours mondiaux des produits de base.

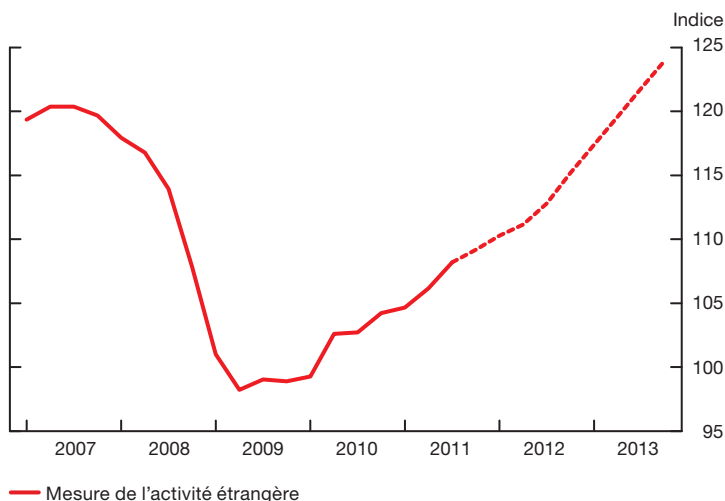
L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a baissé depuis la parution du *Rapport d'octobre*, en raison principalement de l'effet du recul des prix du gaz naturel, qui a plus que compensé celui de la hausse des cours du pétrole WTI. Durant la période de projection, l'IPPB devrait augmenter, du fait de la montée des prix du gaz naturel, en dépit de la diminution attendue des cours des produits de base non énergétiques et du pétrole brut, mais demeurer légèrement inférieur aux niveaux prévus dans le *Rapport d'octobre*.

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à environ 98 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de décembre et devrait rester à ce niveau durant la période de projection (**Graphique 16**), soit très près du niveau de 99 cents É.-U. postulé dans le *Rapport d'octobre*.



### Graphique 15 : L'activité étrangère devrait poursuivre sa remontée

Base 100 de l'indice : 2002, données trimestrielles



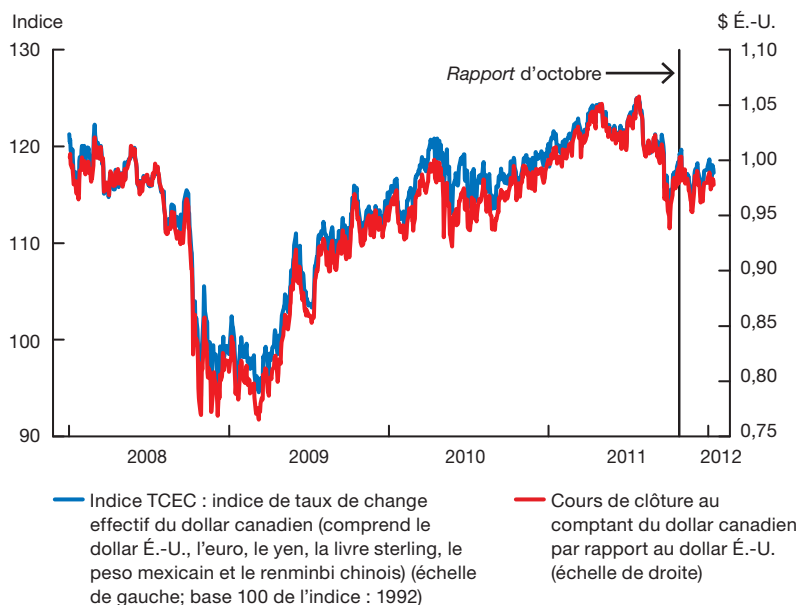
Nota : Le trait discontinu indique qu'il s'agit d'une projection.

La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en intégrant des composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique des autres partenaires commerciaux du Canada.

Source : calculs et projections de la Banque du Canada

### Graphique 16 : La valeur du dollar canadien n'a quasiment pas changé comparativement au Rapport d'octobre

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 janvier 2012



# L'économie canadienne

---

Les perspectives de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport* d'octobre. En dépit de la croissance plus forte que prévu enregistrée au second semestre de 2011, on s'attend à ce que l'assombrissement des perspectives à l'étranger se répercute sur l'économie canadienne par la voie de la confiance, des liens financiers et des échanges commerciaux. La Banque estime toujours qu'en raison de ces vents contraires, l'économie au pays ne progressera qu'à un rythme modeste en 2012, après quoi la croissance devrait se raffermir à la faveur d'une amélioration de la conjoncture mondiale. La demande intérieure privée devrait rester le principal moteur de la croissance au Canada tout au long de la période de projection, l'expansion économique mondiale relativement faible et les problèmes qui se posent sur le plan de la compétitivité, dont la vigueur persistante du dollar canadien, continuant de freiner les exportations nettes.

Compte tenu de ces perspectives, la Banque est encore d'avis que l'écart de production persistera cette année et pendant une bonne partie de 2013. L'offre excédentaire dans l'économie, conjuguée à la croissance modérée de la rémunération du travail et à la dissipation des pressions exercées par les cours des produits de base, devrait faire fléchir l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence et la faire passer sous les 2 % d'ici le milieu de 2012 environ. Ce fléchissement devrait être un peu moins prononcé qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* d'octobre, en partie parce que l'on s'attend à une certaine persistance du niveau légèrement plus haut que prévu des prix de certains biens observé récemment, ainsi qu'en raison de la trajectoire un peu plus élevée postulée pour les cours du pétrole. Néanmoins, le profil général de l'inflation au Canada n'a guère changé, et la Banque entrevoit que le taux d'accroissement de l'IPC global et celui de l'indice de référence reviendront graduellement à 2 % durant la dernière partie de la période projetée, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie se résorbant lentement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

## Les conditions financières

Malgré la détérioration des conditions financières mondiales, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent globalement très avantageux (**Graphique 17**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique. Tant les résultats de l'[enquête de la Banque auprès des responsables du crédit](#) que ceux de l'[enquête sur les perspectives des entreprises](#) (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous

---

*Les perspectives de l'économie canadienne établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées dans le Rapport d'octobre.*

---

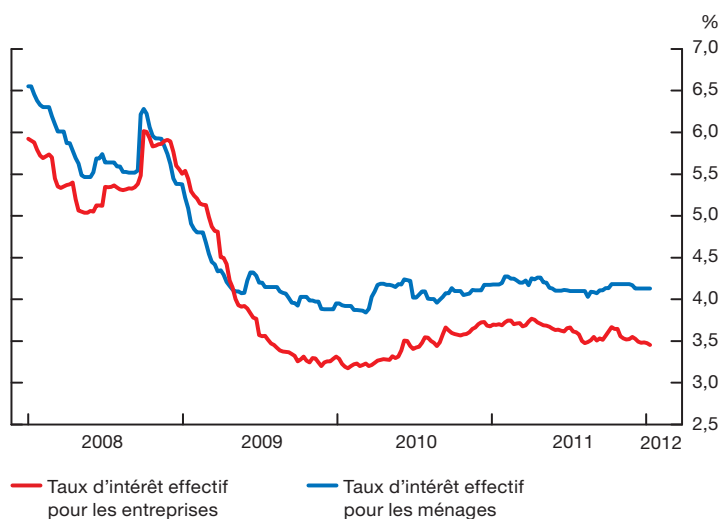
*L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence devrait fléchir et passer sous les 2 % d'ici le milieu de 2012 environ, avant de revenir graduellement à 2 % durant la dernière partie de la période projetée.*

---

*L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens restent globalement très avantageux.*

### Graphique 17 : 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 : 13 janvier 2012

« Publications et recherches », dans le site Web de la Banque) donnent à penser que les conditions d'octroi de prêts aux firmes sont demeurées à peu près inchangées au quatrième trimestre, après s'être assouplies de façon soutenue pendant plusieurs trimestres d'affilée (**Graphique 18**). Les ménages continuent d'avoir facilement accès au crédit à des taux très bas.

Les marchés financiers canadiens se sont montrés résilients ces derniers mois. L'indice composite S&P/TSX n'a presque pas varié depuis la parution du *Rapport* d'octobre, tout comme les cours relatifs des actions des banques canadiennes (**Graphique 19**). Les écarts de taux sur les titres des sociétés canadiennes se sont légèrement resserrés et le volume d'émission a été raisonnablement vigoureux, tandis que, dans le cas des obligations d'État, les rendements se sont fortement repliés, celui des obligations à rendement nominal à dix ans chutant pour la première fois en deçà de 2 %. Cette situation est due en partie à la demande internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du Canada, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux.

Dans ce contexte, les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts, grâce à un accès facile au financement à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. Cette situation favorable a facilité de nouvelles baisses des taux des prêts hypothécaires à l'habitation au cours des dernières semaines, ce qui a pu contribuer au dynamisme affiché récemment par l'expansion du crédit aux ménages, qui s'est intensifiée durant l'automne grâce au raffermissement de l'activité sur le marché de la revente de logements (**Graphique 20**). Par contre, malgré la persistance de coûts d'emprunt historiquement bas, la croissance du crédit aux entreprises a ralenti ces derniers mois, parallèlement au tassement de la progression des investissements des firmes dans un contexte d'incertitude économique et financière accrue.

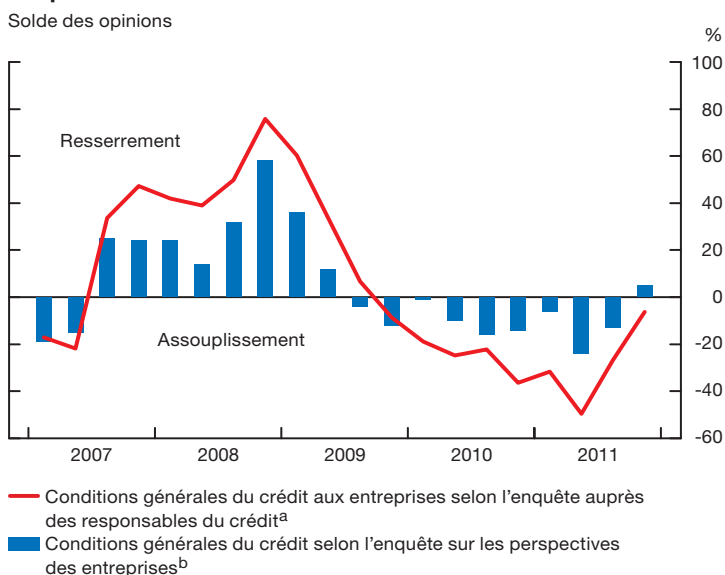
---

*Les banques canadiennes demeurent en bonne posture pour accorder des prêts.*

---

*L'expansion du crédit aux ménages s'est intensifiée durant l'automne.*

**Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes n'ont guère varié au quatrième trimestre de 2011**



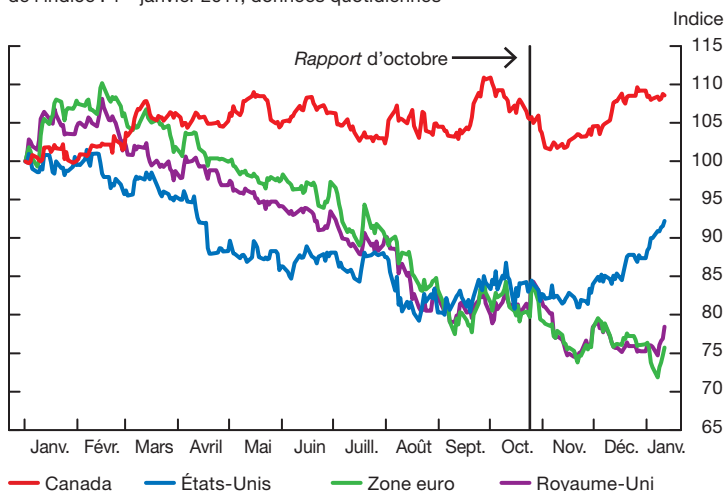
- a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
- b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

**Graphique 19 : Les actions des banques canadiennes ont affiché de meilleurs rendements que celles des banques étrangères**

Indices des actions des banques par rapport aux indices boursiers globaux; base 100 de l'indice : 1<sup>er</sup> janvier 2011, données quotidiennes



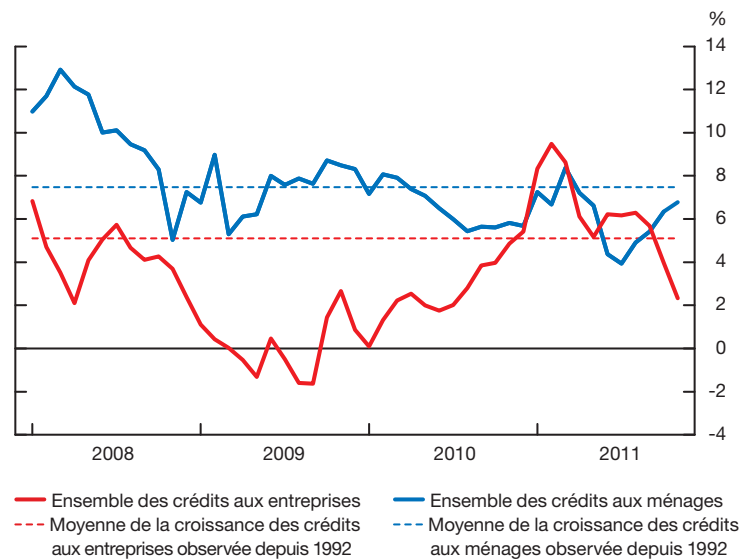
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 janvier 2012

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit a poursuivi sa reprise au quatrième trimestre, sous l'effet d'une certaine hausse de la préférence pour la liquidité, l'incertitude accrue et les bas taux de rendement des autres types d'actifs ayant sans doute joué un rôle. L'expansion des agrégats monétaires au sens large s'est également redressée, quoique dans une moindre mesure, ce qui continue de cadrer avec des pressions inflationnistes relativement modérées dans la période à venir.

## Graphique 20 : Le rythme d'expansion du crédit aux ménages s'est accru, tandis que celui du crédit aux entreprises s'est contracté

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2011

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

*Le niveau plus élevé de l'activité au Canada implique une marge de capacités inutilisées moins importante au sein de l'économie.*

Le niveau du PIB réel au quatrième trimestre de 2011 était de 0,6 point de pourcentage supérieur à ce que la Banque avait projeté dans le *Rapport* d'octobre. Le PIB réel a augmenté de 3,5 % au troisième trimestre de 2011 et, selon les estimations, de 2,0 % au quatrième, ce qui dépasse les chiffres avancés en octobre. Ces résultats plus favorables sont attribuables à un redressement plus marqué que prévu intervenu à la suite de la disparition des facteurs temporaires ayant bridé la croissance plus tôt dans l'année, de même qu'à une plus grande vigueur des dépenses des ménages au Canada et à une activité plus forte qu'anticipé aux États-Unis. Le niveau plus élevé de l'activité au Canada qui en a résulté implique une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie moins importante qu'on ne l'avait escompté. La mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production a affiché une dynamique similaire, et indique que ce dernier s'est rétréci pour s'établir à -0,7 % au quatrième trimestre de 2011 (**Graphique 21**). Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet hiver montrent également que la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande a légèrement augmenté par rapport à l'enquête précédente, même si elle reste près de sa moyenne historique.

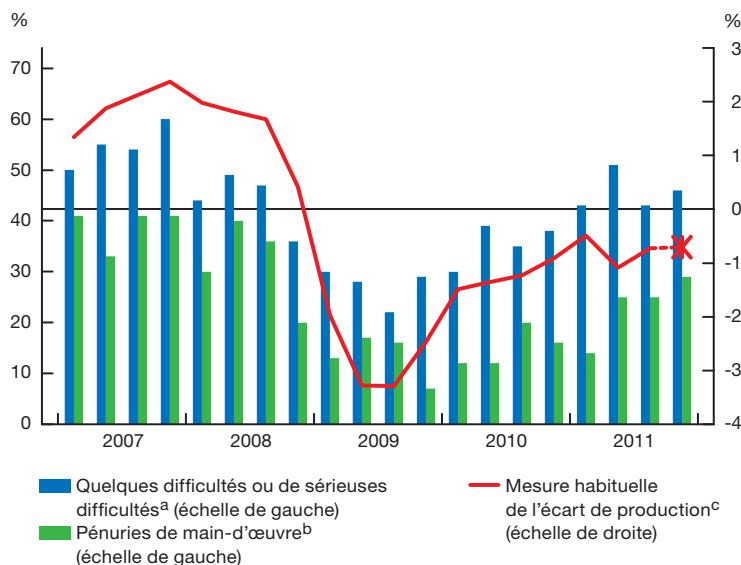
*Les conditions sur le marché du travail se sont affaiblies ces derniers mois.*

À l'inverse, les conditions sur le marché du travail se sont affaiblies ces derniers mois. Le taux de chômage a augmenté durant le quatrième trimestre pour atteindre 7,5 % en décembre, par suite d'une baisse de l'emploi dans le secteur privé, et le nombre hebdomadaire moyen d'heures travaillées a chuté (**Graphique 22**). Si les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises révèlent un plus fort pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre, celui-ci demeure en dessous de sa moyenne historique.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2011, soit une marge de capacités inutilisées plus faible que ce qu'elle envisageait en octobre.

*Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2011.*

**Graphique 21 : L'économie canadienne continue d'afficher une offre excédentaire**



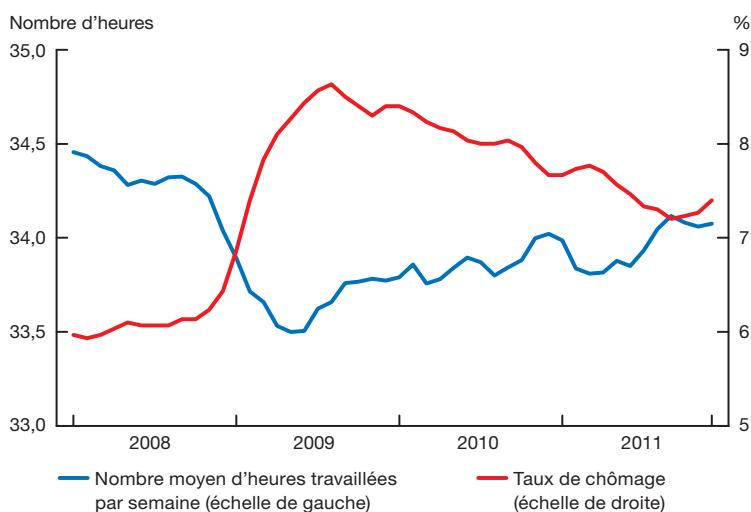
- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
- c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2011 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2011T4

**Graphique 22 : Les indicateurs du marché du travail ont fléchi ces derniers mois**

Données mensuelles, moyenne mobile sur trois mois



Source : Statistique Canada

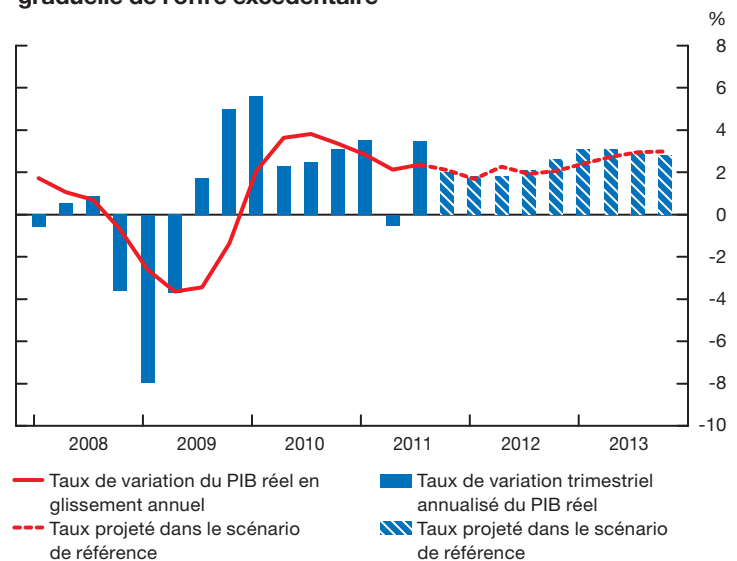
Dernière observation : décembre 2011

## L'activité économique

La Banque s'attend à ce qu'au premier semestre de 2012, l'économie canadienne connaisse une croissance modeste, qui devrait ensuite s'améliorer.

La Banque s'attend à ce qu'au premier semestre de 2012, l'économie canadienne connaisse une croissance modeste, qui devrait ensuite s'améliorer (**Graphique 23**). Comme dans le *Rapport* d'octobre, cette projection repose sur l'hypothèse que la crise européenne sera contenue, ce qui entraînera à terme une réduction de l'incertitude et un retour graduel de la confiance. La progression du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait se modérer, passant de 2,4 % en 2011 à 2,0 % en 2012, avant de se hisser temporairement au-dessus du taux d'accroissement de la production potentielle pour s'établir à 2,8 % en 2013 (**Tableau 2**). La demande intérieure privée, soutenue par des

**Graphique 23 : Le taux d'accroissement du PIB réel devrait remonter au deuxième semestre de 2012, ce qui devrait se traduire par une résorption graduelle de l'offre excédentaire**



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

**Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**  
En points de pourcentage<sup>a</sup>

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

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*, alors que les données relatives à la production potentielle proviennent de la note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011.

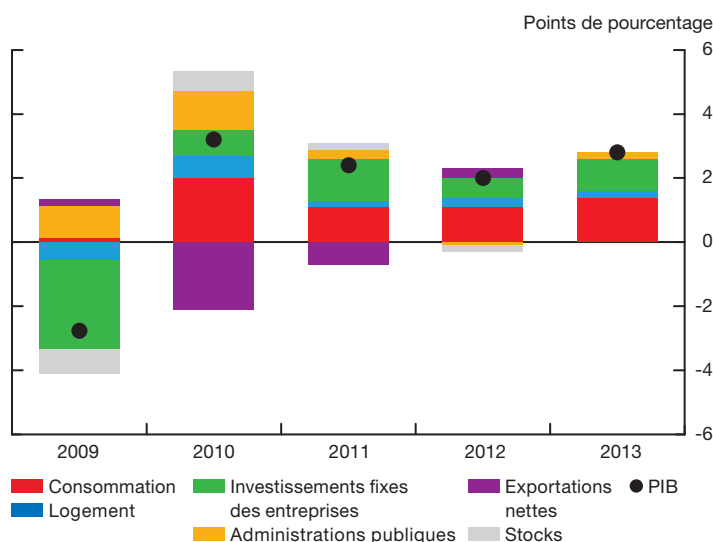


conditions financières avantageuses au pays, devrait être à l'origine de la quasi-totalité de l'expansion économique au Canada sur la période de projection (**Graphique 24**).

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont sensiblement les mêmes que celles présentées dans le *Rapport* d'octobre. Bien que l'économie ait fait montre au second semestre de 2011 d'un plus grand dynamisme que prévu, le taux de croissance projeté tout au long de 2012 est plus modeste qu'envisagé précédemment (**Tableau 3**). Le profil trimestriel plus faible pour 2012 rend compte d'une incertitude plus persistante concernant les perspectives économiques et financières mondiales, qui freine la demande intérieure privée par la voie de la confiance et des liens financiers, et d'une expansion projetée moins vigoureuse de l'activité à l'étranger, qui déprime les exportations canadiennes.

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

Contribution à la croissance du PIB réel



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

**Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence<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)	3,1 (3,1)	3,5 (3,6)	-0,5 (-0,4)	3,5 (2,0)	2,0 (0,8)	1,8 (1,9)	1,8 (2,5)	2,1 (3,0)	2,6 (3,0)	3,1 (3,0)	3,1 (3,0)	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	3,3 (3,3)	2,8 (2,9)	2,1 (2,2)	2,4 (2,1)	2,1 (1,5)	1,7 (1,1)	2,3 (1,8)	1,9 (2,1)	2,1 (2,6)	2,4 (2,9)	2,7 (3,0)	2,9 (3,0)	3,0 (2,9)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,6 (1,6)	1,9 (1,9)	2,2 (2,0)	2,1 (1,8)	2,0 (1,7)	1,9 (1,7)	1,7 (1,6)	1,9 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,3 (2,3)	2,6 (2,6)	3,4 (3,4)	3,0 (3,0)	2,8 (2,7)	2,2 (1,9)	1,5 (1,0)	1,7 (1,2)	1,7 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,9 (2,9)	3,0 (3,0)	2,7 (2,6)	2,1 (1,9)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,6 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
WTI <sup>b</sup> (niveau)	85 (85)	94 (94)	103 (103)	90 (90)	94 (85)	101 (87)	102 (87)	102 (87)	101 (88)	100 (88)	99 (88)	98 (88)	98 (88)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2011 du *Rapport sur la politique monétaire*.

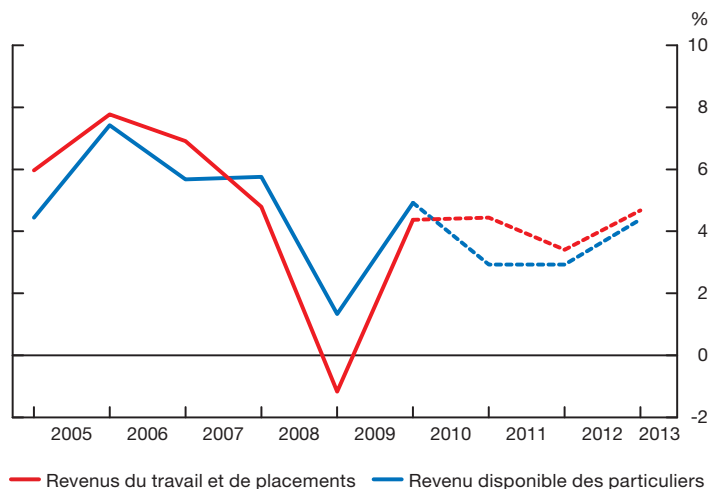
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 janvier 2012.

Les perspectives concernant les ménages sont plus favorables que celles présentées dans le Rapport d'octobre.

Les dépenses des ménages — qui englobent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel — sont maintenant appelées à s'accroître à une cadence stable jusqu'à la fin de 2013, ce qui représente des perspectives plus favorables que celles présentées dans le Rapport d'octobre. La Banque est toujours d'avis que la consommation progressera à un taux légèrement inférieur au rythme d'expansion modéré projeté du revenu disponible des particuliers (Graphique 25), ce qui se traduira par une hausse modeste du taux d'épargne. Elle projette cependant que l'investissement résidentiel restera solide, en raison du dynamisme plus marqué que prévu qu'il a affiché durant le second semestre de l'année dernière et des conditions de financement hypothécaire avantageuses. Les répercussions sur la confiance découlant des perspectives mondiales plus faibles et plus incertaines ne devraient exercer qu'un léger effet modérateur sur les dépenses des ménages canadiens (Graphique 26). Compte tenu de la révision à la hausse du profil de l'investissement résidentiel, on s'attend maintenant à ce que les dépenses des ménages demeurent élevées par rapport au PIB

### Graphique 25 : Le revenu disponible des particuliers devrait croître à un rythme modéré

Taux de variation, données annuelles



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

### Graphique 26 : La confiance des consommateurs canadiens a fléchi ces derniers mois

Ensemble des répondants; base 100 de l'indice : 2002, données mensuelles



Source : Conference Board du Canada

Dernière observation : décembre 2011

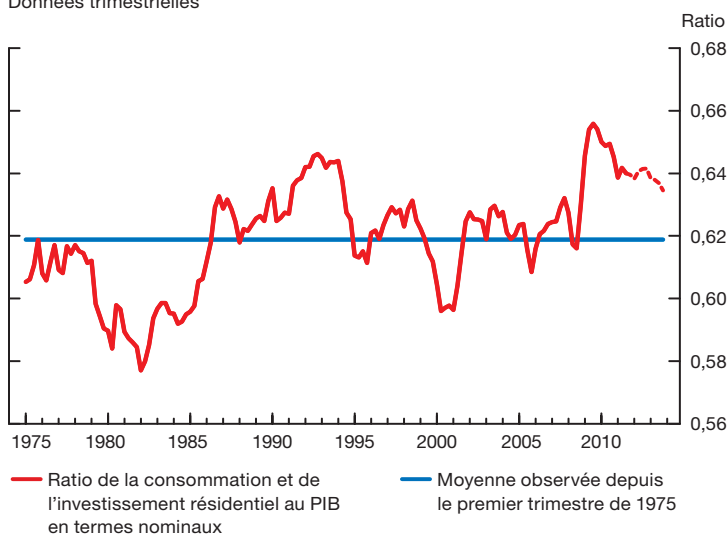
pendant la période projetée (**Graphique 27**) et à ce que le ratio de la dette au revenu de ces derniers augmente davantage.

Le rythme de croissance sous-jacent des investissements fixes des entreprises a ralenti ces derniers trimestres comparativement à la cadence robuste affichée en 2010 et au début de 2011, en phase avec les répercussions négatives de l'incertitude plus vive sur la confiance des entreprises. Si l'on s'attend à ce que ce vent contraire soit toujours présent au cours des prochains trimestres, d'autres facteurs fondamentaux propices aux investissements des firmes au Canada demeurent extrêmement favorables, notamment des conditions financières très avantageuses, la solidité du bilan des sociétés canadiennes (**Graphique 28**), l'intensification des pressions concurrentielles et les prix relativement élevés des produits de base. En outre, il reste un écart important à combler pour compenser le déclin des investissements inhabituellement marqué enregistré durant la récession.

*Des facteurs fondamentaux propices aux investissements des firmes au Canada demeurent favorables.*

**Graphique 27 : On s'attend maintenant à ce que la part des dépenses des ménages dans le PIB demeure élevée**

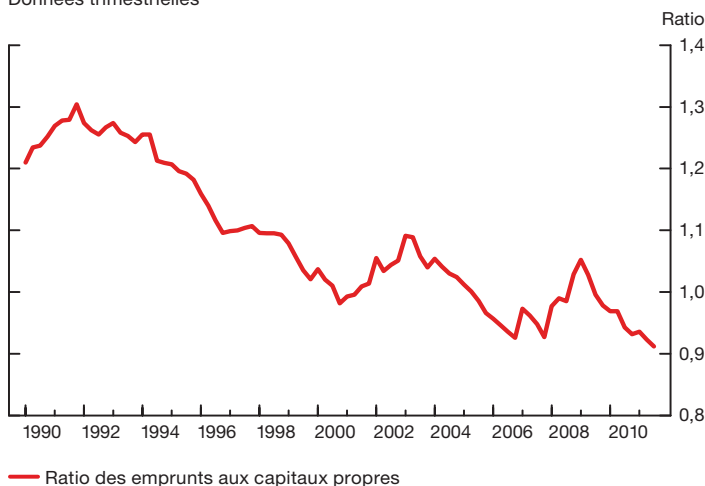
Données trimestrielles



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

**Graphique 28 : Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir**

Données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011T3

Par conséquent, la Banque prévoit que les investissements fixes des entreprises connaîtront une expansion relativement solide tout au long de 2012 et gagneront encore un peu en vigueur en 2013 à la faveur d'un rétablissement de la confiance (**Graphique 29**). Cette projection concorde avec les résultats de l'enquête menée cet hiver par la Banque sur les perspectives des entreprises, selon lesquels les intentions d'investissement demeurent fortement positives, même si un certain nombre de firmes ont signalé que la persistance de la volatilité des marchés financiers et de l'incertitude planant sur l'économie mondiale les avait amenées à modifier leurs projets d'investissement.

La Banque table sur une contribution très modeste des dépenses de l'État à l'expansion du PIB réel durant la période de projection, conformément aux plans budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux visant à assainir les dépenses.

Ces derniers mois, l'activité à l'étranger a été plus forte que la Banque ne l'avait envisagé, en particulier aux États-Unis, ce qui a contribué à un résultat plus favorable pour les exportations canadiennes. À l'avenir, cependant, l'activité extérieure devrait progresser un peu plus lentement que prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport*. De plus, les firmes canadiennes demeurent aux prises avec des défis sur le plan de la compétitivité. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont continué de monter au Canada comparativement aux États-Unis durant la dernière année, creusant un écart cumulatif de près de 40 % entre les deux pays sur la période allant du début de 2005 au troisième trimestre de 2011 (**Graphique 30**). Bien que cette détérioration soit principalement attribuable à l'appréciation du dollar canadien, un quart environ a pour cause les piètres résultats des entreprises canadiennes au chapitre de la productivité. Compte tenu de ces difficultés en matière de compétitivité et de l'accroissement modéré projeté pour l'activité économique extérieure, la Banque entrevoit une expansion relativement modeste des exportations canadiennes jusqu'à la fin de 2013. Comme les importations devraient augmenter presque au même rythme, les exportations nettes apporteront une contribution limitée à la croissance du PIB réel

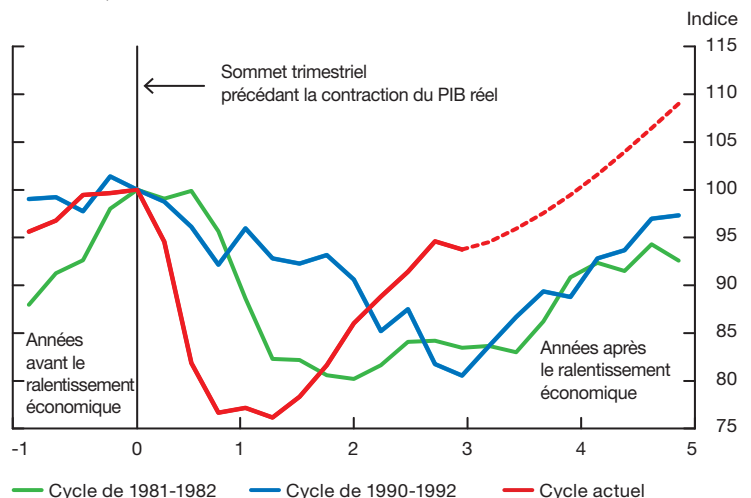
Ces derniers mois, l'activité à l'étranger a été plus forte que la Banque ne l'avait envisagé.

Les firmes canadiennes demeurent aux prises avec des défis sur le plan de la compétitivité.

Les exportations nettes apporteront une contribution limitée à la hausse du PIB réel au Canada durant la période de projection.

**Graphique 29 : La croissance des investissements fixes des entreprises devrait s'accélérer une fois que le fort climat d'incertitude commencera à se dissiper**

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises, 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

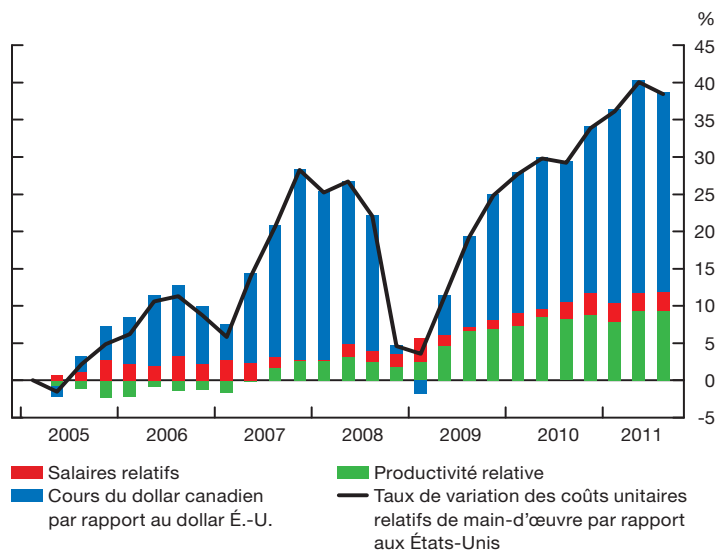
au Canada durant la période de projection, et le déficit courant restera substantiel à environ 3 % du PIB (**Graphique 31**).

La Banque anticipe qu'en 2012 le PIB réel du Canada progressera dans l'ensemble à une cadence proche du taux de croissance estimatif de la production potentielle, le degré actuel de capacités excédentaires persistant au sein de l'économie au cours des prochains trimestres<sup>6</sup>. Étant donné que le rythme d'expansion du PIB réel devrait se redresser par la suite pour se situer à un taux quelque peu supérieur à celui de la production potentielle, la Banque est d'avis que l'économie se remettra graduellement à fonctionner à pleine capacité d'ici le troisième trimestre de 2013, soit un trimestre plus tôt

*L'économie devrait se remettre graduellement à fonctionner à pleine capacité d'ici le troisième trimestre de 2013.*

### Graphique 30 : Les entreprises canadiennes perdent de leur compétitivité

Contribution de divers facteurs à la variation des coûts unitaires de la main-d'œuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'œuvre américaine, données trimestrielles

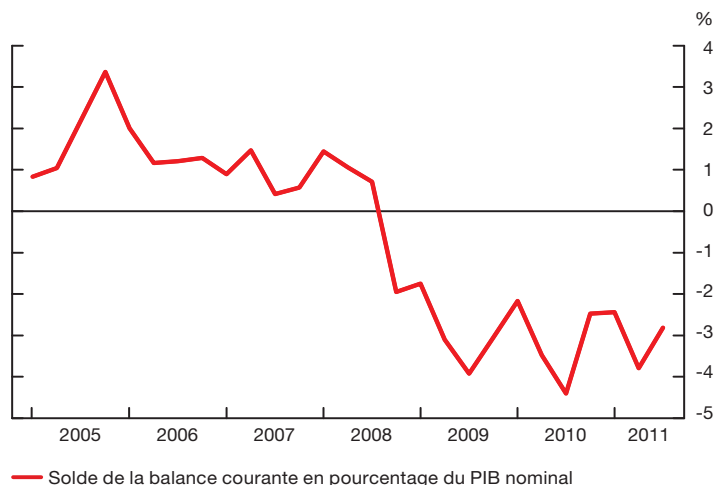


Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

### Graphique 31 : Le solde de la balance courante du Canada a fortement diminué ces dernières années

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2011T3

<sup>6</sup> Comme on le fait remarquer dans la Note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011, le scénario de référence table sur une progression de la production potentielle canadienne de 2,0 % en 2012 et de 2,1 % en 2013.

qu'elle ne l'envisageait en octobre dernier. À cet égard, l'économie canadienne devrait afficher une marge de capacités inutilisées légèrement moins importante au cours de la période de projection que ne l'indiquait le scénario de référence du *Rapport* d'octobre, ce qui rend compte du niveau un peu plus élevé de l'activité économique observé récemment.

## L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 2,1 % en octobre et en novembre, alors qu'elle était de 1,9 % au troisième trimestre de 2011 et de 1,5 % pendant la première moitié de l'année dernière. Comme on l'avait anticipé, cette hausse tient en partie à la dissipation de l'incidence de la TVH sur le taux de variation de l'indice de référence en glissement annuel<sup>7</sup> ainsi qu'aux effets retardés du renchérissement des produits agricoles à l'échelle mondiale sur les prix des aliments et des vêtements. Malgré le rythme d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, celui de l'IPC global, après avoir culminé à 3,4 % au deuxième trimestre de 2011, est redescendu comme escompté sous l'effet d'une certaine modération des prix de l'essence ainsi que de la disparition des répercussions directes de l'introduction de la TVH au troisième trimestre de 2010 sur l'inflation en glissement annuel.

Les attentes d'inflation sont restées bien arrimées. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état pour 2012 et 2013 d'un taux d'augmentation prévu de l'IPC global de 2,0 %. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, 92 % des firmes estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'indice de référence se tassera au cours de l'année 2012 pour s'établir un peu au-dessous de 2,0 % (**Graphique 32**), en raison de la persistance de l'offre excédentaire et de la dissipation de l'influence de la hausse des prix des aliments et des vêtements sur l'inflation en glissement annuel. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer de décroître pour se situer à environ 1,5 % d'ici le milieu de 2012, compte tenu du rythme d'augmentation moins élevé de l'indice de référence et de l'effet graduel qu'exercera sur les prix de l'essence le recul des cours mondiaux du pétrole par rapport au sommet enregistré au deuxième trimestre de l'année dernière. Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence devraient commencer à monter progressivement à la fin de 2012 pour atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013, l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbant lentement, la progression de la rémunération du travail s'accroissant modestement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées.

Cette dynamique de l'inflation est similaire à celle présentée dans la dernière livraison du *Rapport*. Toutefois, le profil général est un peu plus ferme dans la présente projection, en partie parce que l'on s'attend à ce que les prix quelque peu plus élevés qu'escomptés des véhicules automobiles et de l'électricité observés récemment perdurent un certain temps. Ces facteurs de hausse inattendus sont à l'origine du niveau légèrement plus haut que prévu affiché par l'inflation mesurée par l'indice de référence ces derniers

---

*L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se tasser au cours de l'année 2012, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer de décroître pour se situer à environ 1,5 % d'ici le milieu de 2012.*

---

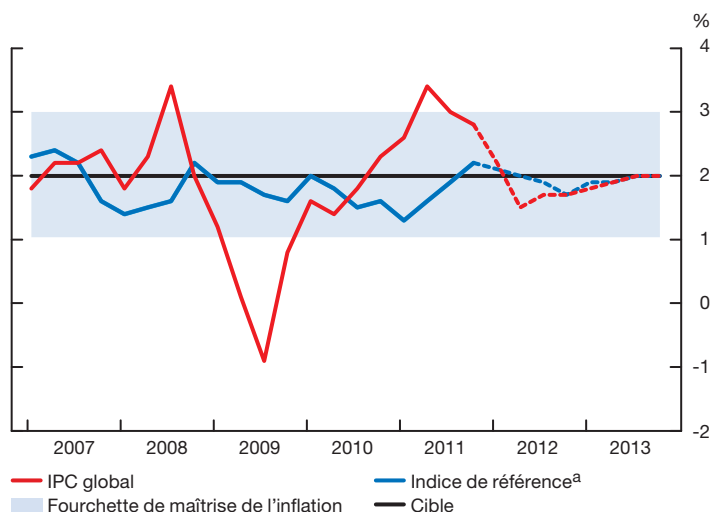
*Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence devraient atteindre 2 % au troisième trimestre de 2013.*

---

<sup>7</sup> L'introduction de la TVH en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010 a eu une influence modératrice, de 0,3 point de pourcentage, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence par l'entremise des remboursements de taxes aux entreprises qui ont été répercutés sur les prix. Cette incidence a été moins importante que l'effet positif direct de l'introduction de la TVH, qui se reflète dans l'inflation selon l'IPC global et qui a donné lieu à une hausse de l'inflation globale entre le troisième trimestre de 2010 et le deuxième trimestre de 2011. Ces deux effets temporaires se sont estompés depuis, poussant l'inflation mesurée par l'indice de référence à la hausse et l'inflation mesurée par l'IPC global à la baisse.

**Graphique 32 : L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence au Canada devrait s'inscrire temporairement sous 2 % en 2012**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.

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

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

mois, évolution dont la persistance cadre avec une marge de capacités excédentaires au sein de l'économie estimée être un peu moins importante depuis le milieu de 2011 qu'on ne l'avait anticipé auparavant. Un profil des prix du pétrole un peu plus élevé que dans la projection précédente est également pris en compte, tout comme l'incidence estimative de la majoration de la taxe de vente du Québec<sup>8</sup>.

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.

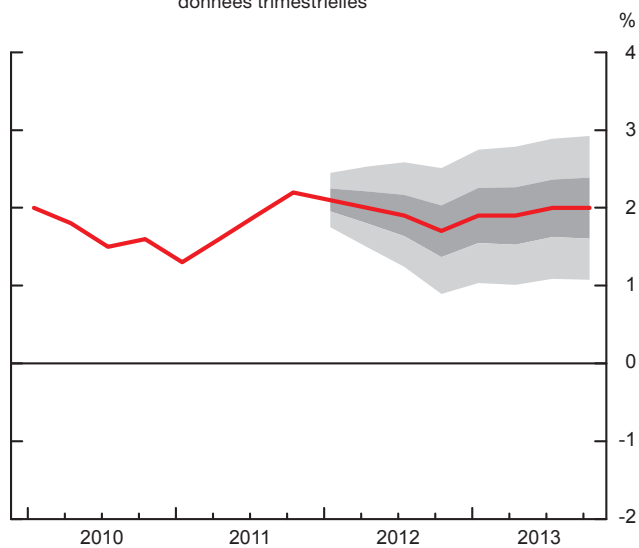
L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2012 à la fin de 2013<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> L'augmentation de la taxe de vente du Québec, qui est passée de 8,5 % à 9,5 % en janvier 2012, se traduira par une hausse estimée à 0,1 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPC global en 2012.

<sup>9</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 Rechercher.

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

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

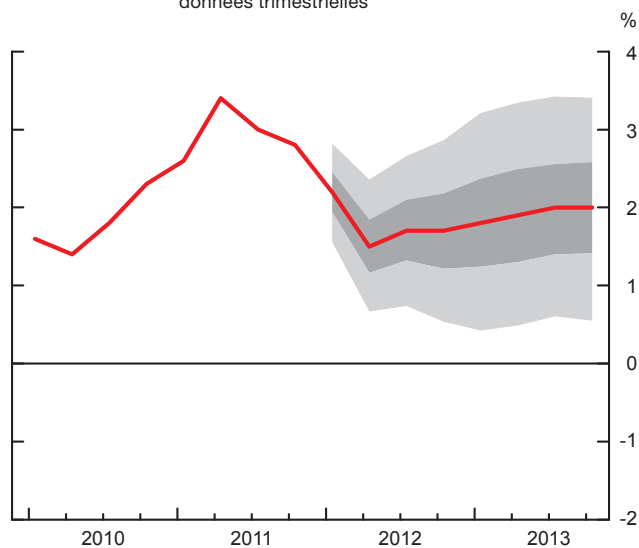


— Scénario de référence    ■ Intervalle de confiance à 50 %  
 ■ Intervalle de confiance à 90 %

Source : Banque du Canada

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

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



— Scénario de référence    ■ Intervalle de confiance à 50 %  
 ■ Intervalle de confiance à 90 %

Source : Banque du Canada



# Les risques entourant les perspectives

---

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle, bien que cette hypothèse soit nettement entachée de risques à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité que les pressions inflationnistes au sein de l'économie mondiale soient plus fortes que prévu, que la croissance de l'économie américaine soit plus vigoureuse qu'escompté et que les dépenses des ménages canadiens affichent un dynamisme accru.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la croissance dans les pays émergents ne décélère pas pour se rapprocher de niveaux plus soutenables ou si la production potentielle dans les économies avancées est plus faible que projeté.
- La vigueur de la consommation observée récemment aux États-Unis pourrait être plus persistante qu'anticipé, et la politique budgétaire pourrait exercer un effet modérateur plus faible qu'escompté sur la croissance durant la dernière partie de la période de projection.
- L'investissement résidentiel au Canada a été plus robuste qu'attendu, et les dépenses des ménages pourraient afficher un dynamisme supérieur à ce qu'on entrevoit actuellement.

Les deux principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés aux inquiétudes concernant la dette souveraine et les banques en Europe et à la possibilité que la croissance des dépenses des ménages canadiens soit plus faible que prévu.

- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies canadienne et mondiale. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.
- 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 notables sur d'autres secteurs de l'économie.

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

