



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2013



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

Le ciblage de l'inflation et l'économie

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

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour². Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de

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

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

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

Le suivi de l'inflation

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

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

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

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2013



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2013

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

« L'ajustement en cours dans le secteur du logement est voulu et
il est le bienvenu. »

—Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
25 février 2013
London (Ontario)*

Table des matières

L'économie mondiale	1
La conjoncture financière mondiale.....	3
Les États-Unis.....	6
Encadré 1 : La reprise du marché du logement aux États-Unis devrait soutenir l'économie canadienne	8
La zone euro	10
Le Japon	11
Les économies de marché émergentes	12
Les cours des produits de base	13
Encadré 2 : Les prix des produits de base demeurent élevés.....	14
Les implications pour l'économie canadienne.....	16
Le dollar canadien.....	17
L'économie canadienne	19
Les conditions financières.....	20
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie.....	23
L'économie réelle.....	26
Encadré 3 : Facteurs pesant sur les perspectives d'investissement des entreprises.....	30
Encadré 4 : Facteurs expliquant la faiblesse inattendue de l'économie canadienne en 2012	33
L'inflation.....	35
Les risques entourant les perspectives	39

L'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale a évolué essentiellement comme la Banque l'avait prévu dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à une cadence modeste, le renforcement graduel de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'accélération de l'assainissement budgétaire. Les autorités ont procédé à un important assouplissement des politiques au Japon. La zone euro demeure en récession, toutefois, et l'activité économique est bridée par l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et les conditions du crédit restrictives. Après s'être vivement redressée au second semestre de 2012, la croissance a ralenti en Chine. Les prix des produits de base touchés par les producteurs canadiens restent à des niveaux historiquement élevés et ont, dans l'ensemble, peu varié depuis janvier.

Le rythme de progression de l'économie du globe devrait être modeste en 2013 et s'établir à 3,0 %, avant de grimper à 3,6 % en 2014 et à 3,8 % en 2015 (**Tableau 1**)¹. Le scénario de référence de la Banque table sur l'hypothèse selon laquelle la crise de la zone euro restera contenue.

Face aux capacités inutilisées importantes et à l'atténuation des pressions inflationnistes, les banques centrales de quelques économies avancées ont procédé à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles tout en gardant leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas (**Graphique 1** et **Graphique 2**). Ces interventions ont contribué à arrimer les attentes d'inflation à moyen terme et à favoriser des conditions financières expansionnistes à l'échelle mondiale.

◀ *La croissance de l'économie mondiale a évolué essentiellement comme la Banque l'avait prévu.*

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2012	2013	2014	2015
États-Unis	19	2,2 (2,3)	2,0 (2,1)	3,1 (3,1)	3,3
Zone euro	14	-0,5 (-0,4)	-0,6 (-0,3)	0,8 (0,8)	1,4
Japon	6	2,0 (2,0)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,4
Chine	14	7,8 (7,8)	7,7 (7,8)	7,6 (7,7)	7,7
Autres pays	47	3,1 (3,1)	3,2 (3,0)	3,7 (3,5)	3,9
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,0 (2,9)	3,6 (3,5)	3,8

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

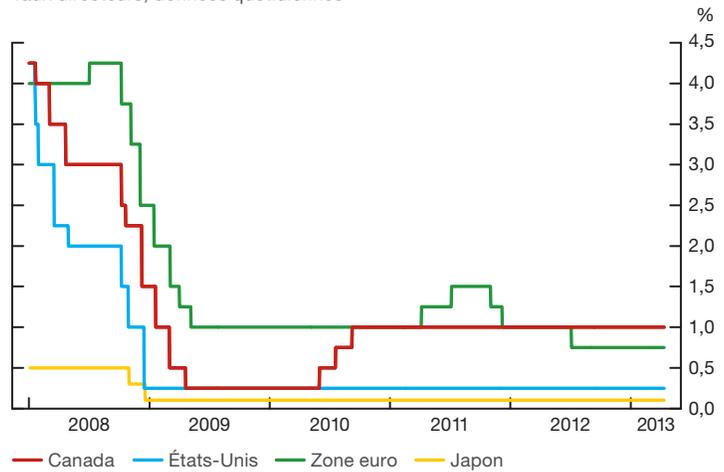
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

¹ Comme il est d'usage dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la période de projection a été prolongée d'une année, soit jusqu'en 2015 dans ce cas-ci.

Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées demeurent à des niveaux historiquement bas...

Taux directeurs, données quotidiennes



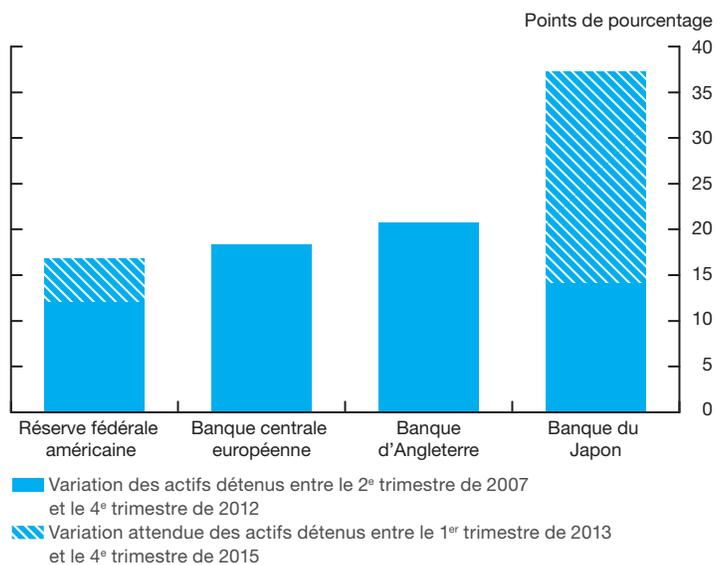
Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

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

Dernière observation : 12 avril 2013

Graphique 2 : ... et certaines banques centrales ont procédé à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles

Variation des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs depuis le deuxième trimestre de 2007, données trimestrielles



Nota : La hausse attendue des actifs de la Réserve fédérale américaine repose sur la moyenne des prévisions du secteur privé. Pour le Japon, la variation attendue des actifs détenus se fonde sur la plus récente décision de politique monétaire annoncée par la banque centrale.

Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales se sont généralement assouplies depuis la parution du dernier *Rapport*, les acteurs du marché ayant davantage confiance dans la résilience de la reprise dans le monde. En particulier, les risques extrêmes à l'échelle du globe associés à la politique budgétaire américaine à court terme ont diminué. Les marchés montrent des signes accrus de différenciation entre les divers pays et les actifs financiers, comme en témoigne la baisse récente de la covariation des prix des actifs (Graphique 3).

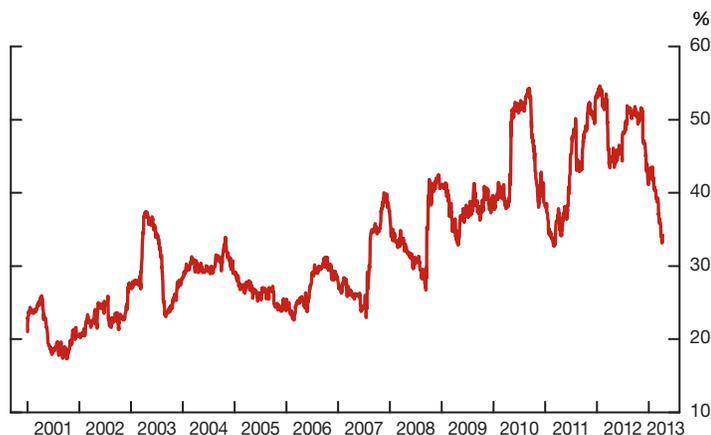
- ◀ Les conditions financières mondiales se sont généralement assouplies.
- ◀ Les marchés montrent des signes accrus de différenciation entre les divers pays et les actifs financiers.

Aux États-Unis, les conditions financières sont demeurées très expansionnistes. Les mesures de politique monétaire ainsi que les signes de raffermissement de la demande privée ont soutenu la confiance des marchés. Même si les rendements des obligations d'État à long terme demeurent faibles, les cours des actions ont atteint des niveaux records (Graphique 4). Les marchés des obligations de sociétés demeurent robustes, et les rendements se sont stabilisés près des creux historiques enregistrés dernièrement (Graphique 5).

Les conditions financières ont continué de s'améliorer au Japon depuis la parution du dernier *Rapport*, en raison des mesures étonnamment énergiques de détente monétaire annoncées récemment. La hausse des cours des actions japonaises a été nettement supérieure à celle de l'ensemble des grands indices boursiers depuis janvier, et l'indice Nikkei a atteint son niveau le plus élevé depuis l'été 2008. Les rendements des obligations d'État ont reculé malgré l'accentuation des attentes d'inflation, et le yen s'est fortement déprécié (Graphique 6).

Graphique 3 : La différenciation s'est accrue sur les marchés

Estimation de la contribution du premier facteur commun à la variation des rendements au moyen d'une analyse en composantes principales (fenêtre glissante de 90 jours)



Nota : L'analyse en composantes principales est une méthode statistique décrivant la covariation des variables en fonction d'un petit nombre de facteurs communs non corrélés. Si toutes les données à l'étude étaient parfaitement corrélées, le premier facteur commun expliquerait la totalité des variations observées; inversement, en l'absence de toute corrélation, ce premier facteur ne rendrait compte d'aucune des variations. Les éléments analysés comprennent la plupart des grandes catégories d'actifs comme les actions, les obligations, les produits de base et les devises.

Sources : Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch et calculs de la Banque du Canada

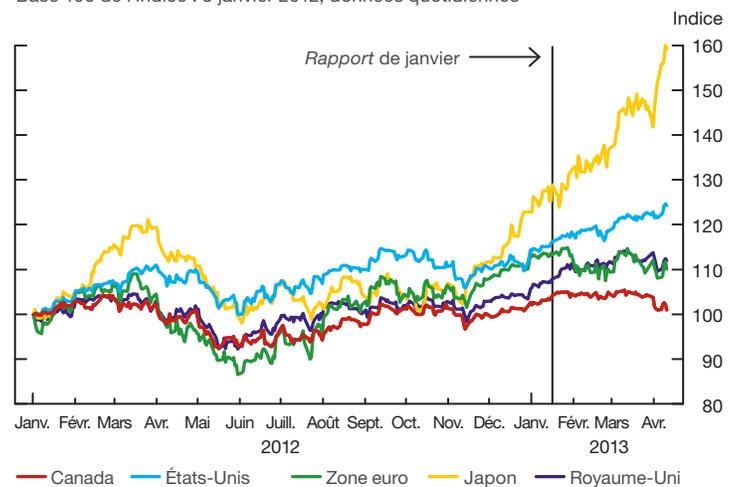
Dernière observation : 12 avril 2013

Dans la zone euro, on a observé une détérioration du climat sur les marchés.

Dans la zone euro, on a observé une détérioration du climat sur les marchés attribuable à un certain nombre de facteurs, notamment la dégradation des conditions économiques, l'incertitude politique en Italie, les aspects troublants du programme d'aide financière à Chypre et les problèmes de mise en œuvre des mesures d'austérité budgétaire requises au Portugal. Par conséquent, les cours des indices boursiers ont fléchi dans cette région, surtout les sous-indices des banques, contrairement à ceux des autres économies avancées. Même si les conditions de financement se sont quelque peu détériorées en Italie, en raison de la prudence accrue affichée par les investisseurs (Graphique 7), une certaine différenciation a été constatée entre les États périphériques. Par exemple, les rendements des obligations irlandaises ont reculé, sous l'effet des progrès accomplis au titre de l'assainissement budgétaire et de la mise en œuvre des réformes structurelles.

Graphique 4 : Les cours des actions ont vivement augmenté au Japon et aux États-Unis

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes

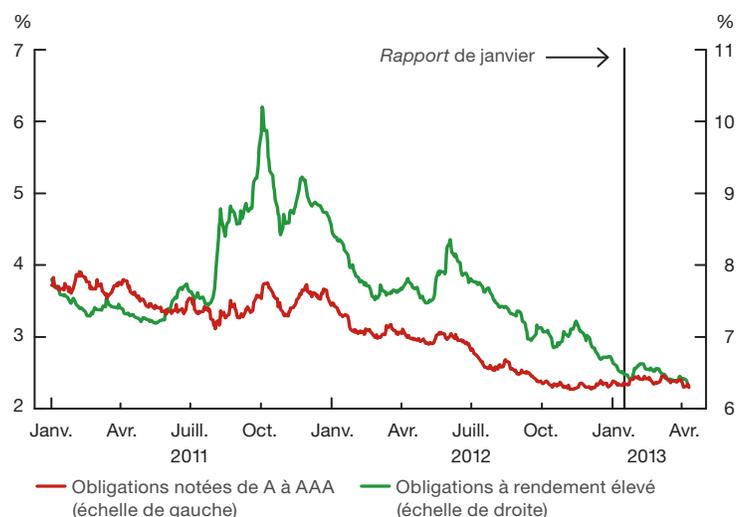


Source : Bloomberg

Dernière observation : 12 avril 2013

Graphique 5 : Les rendements des obligations de sociétés américaines se sont stabilisés près des creux historiques enregistrés dernièrement

Rendements à l'échéance des obligations de sociétés américaines, données quotidiennes

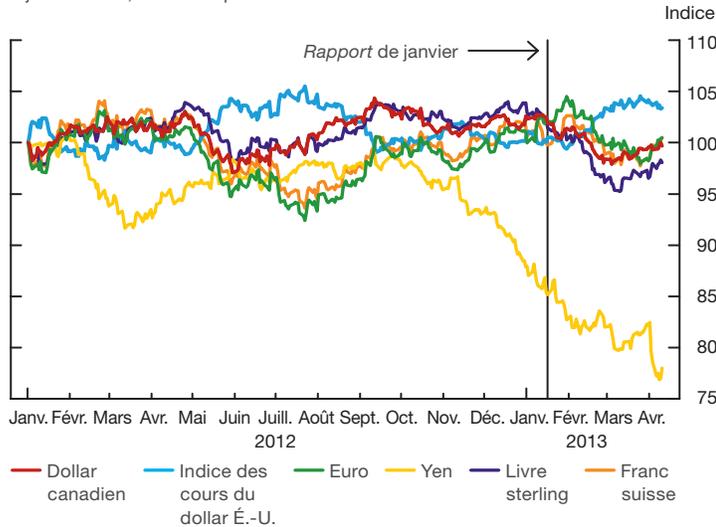


Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 12 avril 2013

Graphique 6 : Le yen s'est vivement déprécié vis-à-vis des autres grandes monnaies

Taux de change bilatéraux par rapport au dollar É.-U., base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes



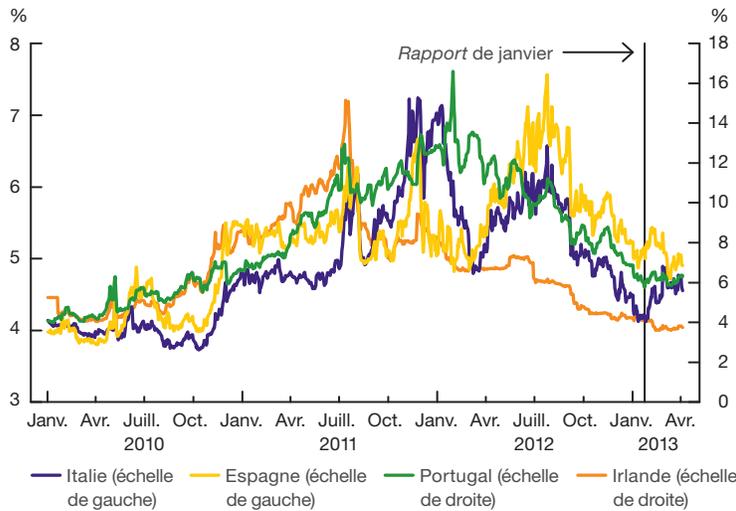
Nota : L'indice des cours du dollar É.-U. mesure l'évolution de cette devise par rapport à un panier de monnaies : l'euro, le yen, la livre sterling, le dollar canadien, le franc suisse et la couronne suédoise.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 12 avril 2013

Graphique 7 : Les rendements obligataires de l'Italie ont augmenté, contrairement à ceux d'autres pays périphériques de la zone euro

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



Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à huit ans de l'Irlande sont utilisés au lieu des rendements des obligations à dix ans.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 12 avril 2013

Les États-Unis

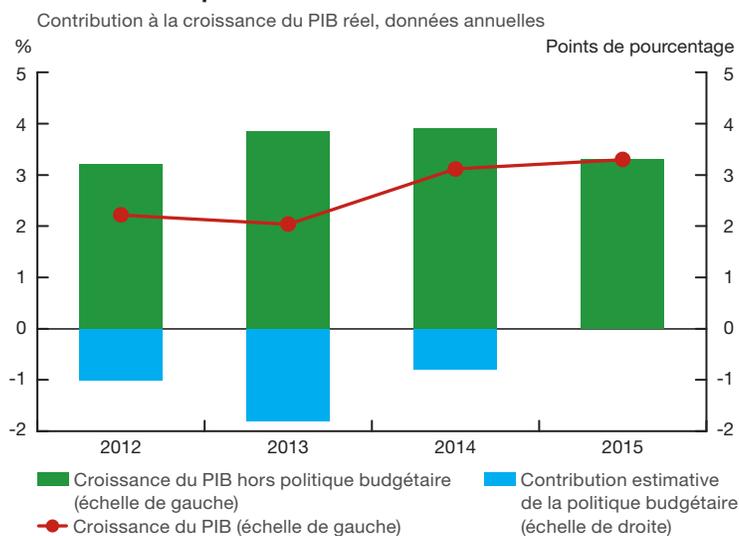
Le redressement de la demande intérieure privée et un raffermissement graduel de la conjoncture extérieure devraient soutenir l'expansion de l'économie américaine, alors que l'assainissement budgétaire et la réduction du levier d'endettement des ménages, dont l'effet se fera de moins en moins sentir, continueront à freiner la croissance.

Le PIB réel des États-Unis a crû légèrement au quatrième trimestre de 2012, la demande sous-jacente robuste du secteur privé ayant été largement contrebalancée par les énormes réductions observées dans certaines composantes volatiles de la dépense. Selon les estimations, la croissance du PIB réel a rebondi au premier trimestre, stimulée par une progression plus prononcée de la consommation, mais on prévoit qu'elle sera plus faible au deuxième trimestre, car le freinage budgétaire deviendra plus marqué. La croissance économique, en chiffres trimestriels, devrait alors s'accélérer pour avoisiner 3,5 % au début de 2014, avant de ralentir durant le reste de la période de projection. En moyenne annuelle, la croissance du PIB réel des États-Unis devrait se situer à 2,0 % en 2013, à 3,1 % en 2014 et à 3,3 % en 2015.

La réduction du levier d'endettement en cours dans le secteur public demeure le principal vent contraire auquel est confrontée l'économie américaine.

La réduction du levier d'endettement en cours dans le secteur public demeure le principal vent contraire auquel est confrontée l'économie américaine. L'effet modérateur exercé par l'assainissement budgétaire sur la croissance du PIB réel des États-Unis, qui s'est chiffré à 1,0 point de pourcentage en 2012, devrait passer à 1,8 point en 2013, avant de baisser à 0,8 point de pourcentage en 2014 (Graphique 8). Ces estimations tiennent compte d'une révision du moment où se sont produites les réductions automatiques des dépenses². Par conséquent, le freinage budgétaire se fait sentir plus rapidement que la Banque ne l'avait prévu en janvier, même si l'effet cumulatif au cours de la période 2013-2014 a été revu à la baisse.

Graphique 8 : La politique budgétaire américaine continue d'exercer un effet modérateur important sur la croissance du PIB réel



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance traduit à la fois l'effet direct des mesures prises sur les dépenses publiques et leurs retombées indirectes sur les autres composantes de la demande globale.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

² Ces réductions de dépenses, qui sont entrées en vigueur le 1^{er} mars 2013, imposent des économies budgétaires de l'ordre de 1,2 billion de dollars É.-U. au cours des neuf prochaines années.

Compte tenu des effets restrictifs de l'assainissement budgétaire et de la réduction du levier d'endettement dans le secteur privé, la politique monétaire devrait demeurer très expansionniste jusqu'en 2015. Conformément aux indications fournies par le Comité de l'open market de la Réserve fédérale, le taux des fonds fédéraux devrait se maintenir à des niveaux exceptionnellement bas, du moins tant et aussi longtemps que le taux de chômage continue de dépasser 6,5 %, que l'inflation projetée pour l'année prochaine ou l'année d'après reste inférieure à 2,5 % et que les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées. On s'attend aussi à ce que la Réserve fédérale continue d'acheter des titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines et des titres du Trésor à long terme afin d'accentuer la détente monétaire.

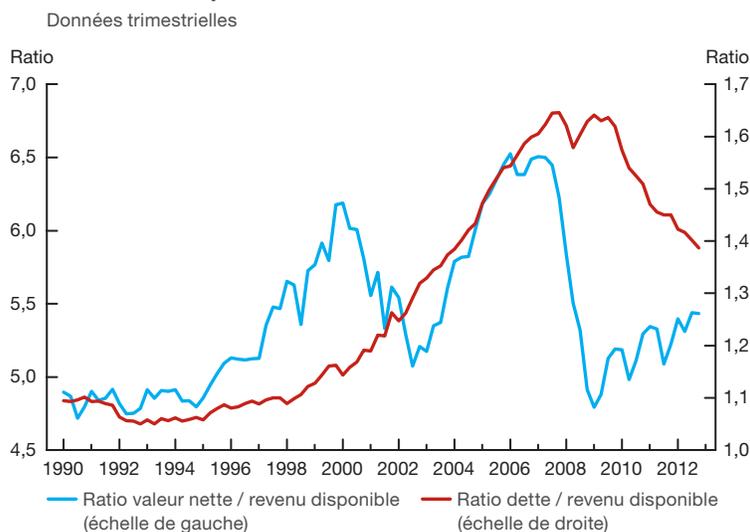
◀ *La politique monétaire devrait demeurer très expansionniste.*

Les dépenses de consommation ont été solides depuis le début de 2013, mais elles se ressentent de la hausse de 2 % des charges sociales qui a pris effet en janvier. La consommation devrait être soutenue par l'augmentation du revenu du travail, les faibles coûts du financement par emprunt et le meilleur accès au crédit. En outre, l'effet modérateur exercé par la réduction du levier d'endettement des ménages devrait diminuer au cours de la période de projection, étant donné les progrès considérables accomplis par ceux-ci dans l'assainissement de leurs bilans (Graphique 9).

◀ *Les ménages ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement de leurs bilans.*

La reprise du marché du logement continue à s'enraciner (Encadré 1). On a observé une hausse marquée des mises en chantier et des ventes de maisons neuves et existantes ainsi qu'un renforcement notable de la confiance des constructeurs d'habitations et des courtiers immobiliers. Fait important, les prix des logements se sont réinscrits en hausse après cinq ans de baisse (Graphique 10). La construction résidentielle devrait poursuivre sa solide croissance, à la faveur d'une amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail, de la demande fondamentale liée à l'évolution démographique, du bas niveau des taux des prêts hypothécaires et d'une amélioration attendue des conditions d'accès au crédit.

Graphique 9 : Les ménages américains ont accompli des progrès considérables pour assainir leurs bilans



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette aux États-Unis.

Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis

Dernière observation : 2012T4

Encadré 1

La reprise du marché du logement aux États-Unis devrait soutenir l'économie canadienne

La contraction de l'activité qu'a connue le marché du logement aux États-Unis de 2006 à 2011 a été la plus marquée et la plus longue de l'après-guerre (**Graphique 1-A**); l'investissement résidentiel a chuté de presque 60 % et les prix des maisons de quelque 35 % par rapport à leurs sommets d'avant la crise. Au cours de la dernière année, l'investissement résidentiel a cependant progressé de 15 % et les prix des maisons de 10 %, ce qui laisse croire qu'une reprise durable du marché américain du logement est enfin amorcée.

Toutefois, il faudra encore un certain temps avant que l'investissement résidentiel revienne à un niveau plus normal. Sa part dans le PIB s'établit actuellement à seulement 2,6 %, soit environ la moitié de la moyenne historique observée avant la crise. Dans son scénario de référence, la Banque anticipe un redressement continu et graduel de l'investissement résidentiel aux États-Unis. Outre ses répercussions positives sur les secteurs connexes (électroménager, meuble, etc.) et son effet favorable sur la richesse des ménages, cette reprise contribuera de manière significative à la croissance du PIB réel américain au cours de la période 2013-2015.

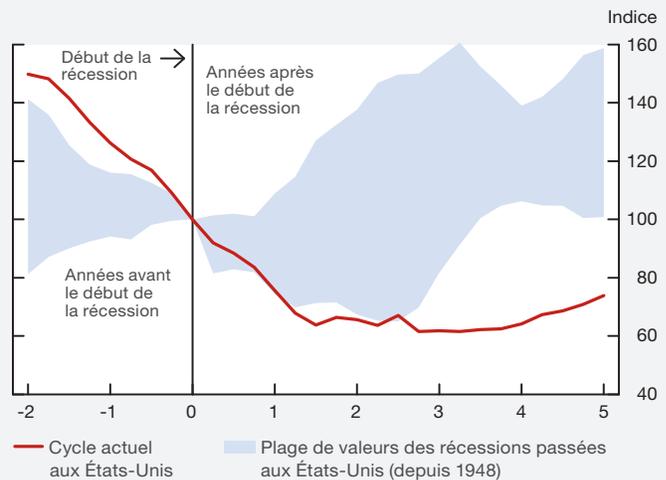
Le regain du marché américain du logement est très bénéfique pour l'économie canadienne. La Banque prévoit que l'investissement résidentiel progressera à un rythme annuel moyen d'à peu près 12,5 % aux États-Unis de 2013 à 2015. Toutes choses égales par ailleurs, cela devrait ajouter environ un point de pourcentage en moyenne par année à la croissance des exportations du Canada si l'on se fonde sur les relations observées dans le passé. L'augmentation des revenus et de la richesse induite par le redressement du marché du logement fera également croître la consommation aux États-Unis et, par conséquent, la demande d'exportations canadiennes.

Ce sont le secteur forestier et les autres exportateurs canadiens de produits de construction qui profiteront le plus directement de la situation. La production canadienne de bois d'œuvre a fortement diminué en 2006 lorsque les mises en chantier ont chuté aux États-Unis. Bien que le Canada ait été en mesure de diversifier quelque peu ses marchés d'exportation en se tournant en particulier vers la Chine, ses efforts n'ont pas suffi à contrebalancer la baisse de la demande américaine (**Graphique 1-B**). La hausse de la demande de logements enregistrée aux États-Unis depuis un an a fait bondir de 55 % les prix du bois d'œuvre, qui ont atteint leur niveau le plus élevé depuis avril 2005. Cette montée des prix s'est traduite par une amélioration des termes de l'échange du Canada (du fait que celui-ci est un exportateur net de bois d'œuvre), ainsi que par un accroissement du pouvoir d'achat des Canadiens et une augmentation des bénéfices, ce qui, en définitive, stimulera la production, l'emploi, l'investissement et les salaires dans le secteur forestier¹. Étant donné les

capacités existantes du secteur et les restructurations qui y ont été réalisées au cours des dernières années dans le but de renforcer son efficacité, les producteurs canadiens sont bien placés pour réagir avec rapidité.

Graphique 1-A : L'investissement résidentiel américain dispose d'une marge de progression considérable

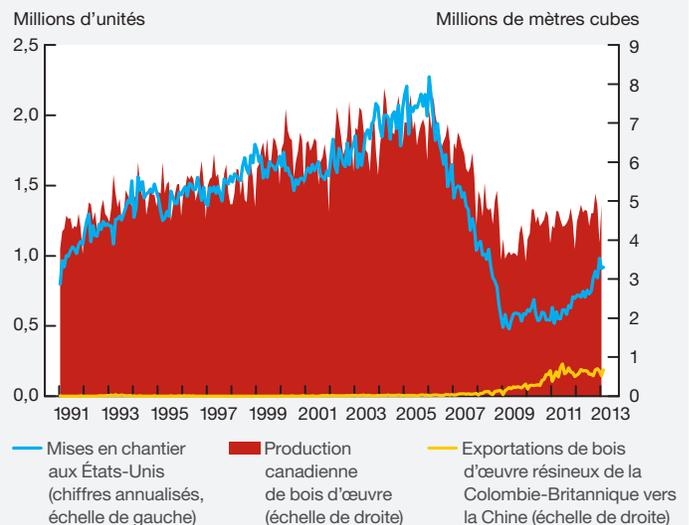
Investissement résidentiel réel aux États-Unis sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2012T4

Graphique 1-B : La production canadienne de bois d'œuvre bénéficiera de l'augmentation de la demande de logements aux États-Unis

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau du recensement des États-Unis et Bureau de la statistique de la Colombie-Britannique Dernières observations : janvier et février 2013

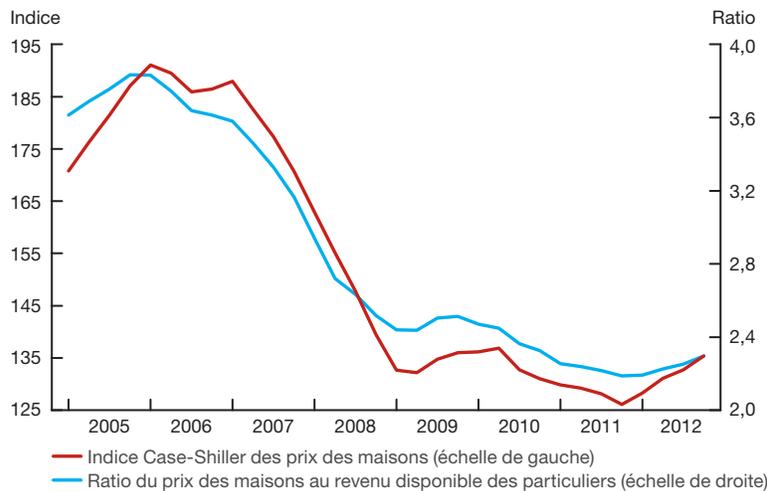
1 Voir la Note technique 2, « L'incidence de l'évolution des prix des produits de base sur l'économie canadienne », de la livraison d'avril 2011 du *Rapport sur la politique monétaire* pour obtenir une description plus complète des canaux par lesquels les prix des produits de base peuvent influencer sur l'économie canadienne.

Les déterminants fondamentaux des investissements fixes des entreprises demeurent très favorables. La situation financière des entreprises américaines est saine et celles-ci peuvent se financer sur les marchés à un très faible coût. Alors qu'une certaine volatilité régnait à la fin de 2012 et au début de 2013 en raison de l'incertitude entourant l'imminence du précipice budgétaire, on anticipe maintenant que les investissements des entreprises progresseront à un rythme soutenu. La construction non résidentielle devrait également reprendre de la vigueur grâce à la robustesse des investissements dans le secteur américain du pétrole et du gaz (Graphique 11) et au redressement graduel du secteur de l'immobilier commercial.

◀ Les déterminants fondamentaux des investissements fixes des entreprises demeurent très favorables.

Graphique 10 : Après cinq ans de recul, les prix des maisons aux États-Unis ont commencé à remonter

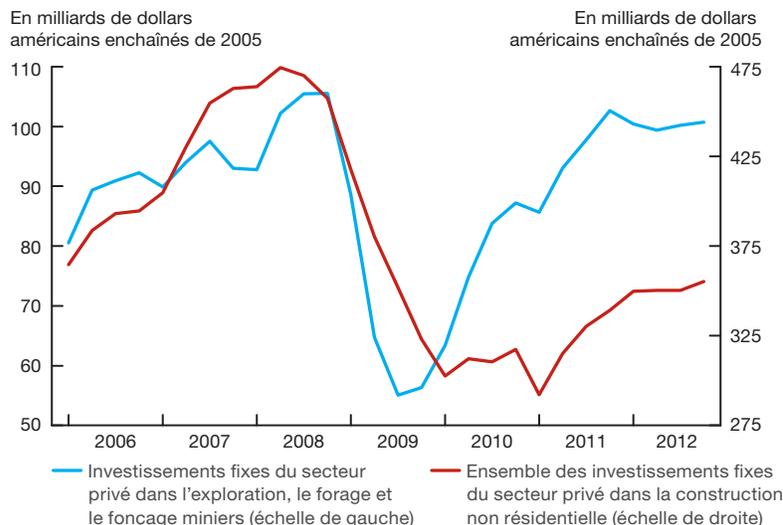
Indice S&P/Case-Shiller des prix des maisons aux États-Unis; base 100 de l'indice : moyenne de 2000, données trimestrielles



Sources : Standard & Poor's, Bureau d'analyse économique et Bureau des statistiques du travail des États-Unis, U.S. National Association of Realtors et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2012T4

Graphique 11 : Les investissements dans les secteurs pétrolier et gazier aux États-Unis sont robustes

Données trimestrielles



Source : Bureau d'analyse économique des États-Unis Dernière observation : 2012T4

Les pressions inflationnistes demeurent faibles aux États-Unis.

Le raffermissement de la demande étrangère devrait favoriser une hausse constante des exportations américaines jusqu'en 2015, alors qu'on s'attend à ce que le renforcement de la demande intérieure stimule la croissance des importations. Toutefois, les importations de pétrole, surtout de brut léger, devraient de plus en plus faire place à la production américaine croissante³.

Les pressions inflationnistes demeurent faibles aux États-Unis. L'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages excluant les aliments et l'énergie a crû de seulement 1,1 % en glissement annuel au cours des trois derniers mois, même si les attentes d'inflation à moyen terme demeurent bien ancrées. Une légère augmentation de l'inflation est toutefois attendue dans ce pays durant la période de projection, dans un contexte de réduction graduelle de l'offre excédentaire.

La zone euro

Le PIB réel de la zone euro a reculé de 2,3 % en rythme annuel au quatrième trimestre de 2012, ce qui représente la chute la plus marquée depuis la récession de 2008-2009. Le PIB réel de l'Allemagne a perdu 2,4 % en raison de la faiblesse des investissements et des exportations, surtout les exportations destinées aux États-Unis. En outre, l'activité au sein de nombreux pays périphériques continue de se contracter, étant freinée par les effets négatifs de l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et le resserrement des conditions du crédit. La transmission de la politique monétaire aux pays périphériques est encore entravée, la segmentation des marchés se traduisant par la persistance de taux des prêts bancaires élevés, surtout pour les petites et moyennes entreprises (**Graphique 12**).

On prévoit que l'activité continuera à diminuer dans la zone euro au premier semestre de 2013, bien que plus lentement.

On prévoit que l'activité continuera à diminuer dans la zone euro au premier semestre de 2013, bien que plus lentement (**Graphique 13**). Une reprise graduelle, favorisée à l'origine par la demande extérieure, devrait alors s'enclencher. On ne s'attend pas à ce que la demande intérieure contribue de façon significative à la croissance économique avant la fin de 2014, une fois que les effets négatifs des conditions d'octroi de prêt restrictives et de l'assainissement budgétaire commenceront à se dissiper. En moyenne annuelle, le PIB réel de la zone euro devrait reculer de 0,6 % en 2013, avant de remonter de 0,8 % en 2014 et de 1,4 % en 2015. Les différences marquées au titre de la conjoncture des grandes économies et des pays périphériques devraient persister. Les perspectives de la zone euro ont été revues à la baisse par rapport aux attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier.

Les différences marquées au titre de la conjoncture des grandes économies et des pays périphériques devraient persister.

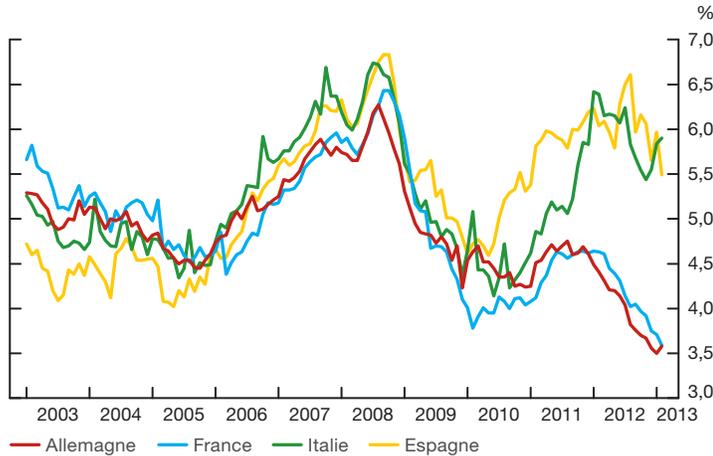
L'inflation globale a diminué dans la zone euro ces derniers mois pour s'établir à 1,7 % en glissement annuel en mars. La baisse s'est produite malgré l'incidence du relèvement des impôts indirects, qui, selon les estimations, aurait ajouté jusqu'à 0,4 point de pourcentage au taux d'inflation. Compte tenu de l'offre excédentaire considérable, l'inflation devrait baisser encore au cours de la période de projection.

Même si la crise dans la zone euro demeure contenue, la crise financière à Chypre de même que l'incertitude politique en Italie font ressortir des vulnérabilités persistantes. Pour ramener la zone euro sur une trajectoire de croissance plus viable, des réformes structurelles destinées à accroître la compétitivité, davantage de progrès vers une union bancaire de même que l'intégration budgétaire seront nécessaires.

³ Aux États-Unis, la production pétrolière a atteint près de 6,5 millions de barils par jour en 2012, alors que les importations de pétrole brut, en chiffres nets, ont baissé à 8,4 millions de barils par jour, soit le niveau le plus bas en 15 ans. Selon l'Energy Information Administration des États-Unis, la production américaine de pétrole devrait augmenter pour s'établir à près de 8 millions de barils par jour en 2014.

Graphique 12 : Les taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises dans les pays périphériques de la zone euro demeurent élevés

Taux d'intérêt des nouveaux prêts accordés à des sociétés non financières jusqu'à hauteur de 1 million d'euros et assortis d'une échéance de un à cinq ans, données mensuelles

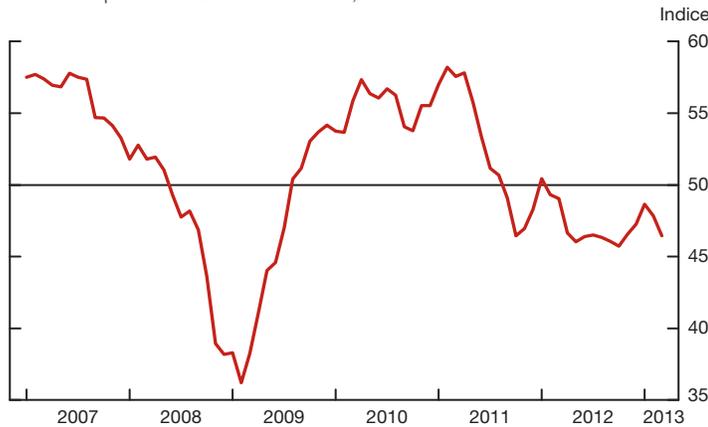


Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : février 2013

Graphique 13 : L'activité dans la zone euro devrait continuer à se contracter au premier semestre de 2013

Indice composite des directeurs d'achat, données mensuelles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion composite. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique qu'un pourcentage plus élevé des entreprises ont signalé une augmentation (diminution) de leur production par rapport au mois précédent. Un indice de 50 signifie que la production n'a pas changé par rapport au mois précédent.

Source : Markit Economics

Dernière observation : mars 2013

Le Japon

Le PIB réel du Japon a crû de 0,2 % au quatrième trimestre de 2012, après avoir reculé deux trimestres de suite. La faiblesse de l'économie et les pressions déflationnistes qui perdurent ont incité les autorités japonaises à prendre des mesures de politique plus vigoureuses, y compris l'ajout de stimulants budgétaires⁴. Plus important encore, la Banque du Japon est passée à une cible d'inflation de 2 % et a récemment annoncé un certain nombre de nouvelles mesures musclées devant permettre l'atteinte de cet

◀ La Banque du Japon a récemment annoncé un certain nombre de nouvelles mesures musclées.

⁴ En janvier 2013, le gouvernement japonais a annoncé l'adoption d'un budget supplémentaire, dont de nouvelles mesures de relance totalisant 13,1 billions de yens, ou 2,8 % du PIB. La Banque a pris en compte les effets de ces mesures dans son scénario de référence de janvier.

Les perspectives d'expansion de l'économie japonaise ont été révisées à la hausse.

objectif en deux ans. Elle va presque doubler la base monétaire, pour la porter à 270 billions de yens (soit 54 % du PIB) d'ici la fin de 2014, au moyen principalement de l'achat d'obligations à plus long terme de l'État japonais.

Cet assouplissement substantiel de la politique monétaire et budgétaire contribuera à faire progresser la demande intérieure au Japon durant la période projetée. La récente dépréciation marquée du yen, conjuguée à un raffermissement de la demande extérieure, devrait aussi entraîner une vive augmentation des exportations. Toutefois, le relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée en 2014 et en 2015 peut brider quelque peu la croissance⁵. Les perspectives d'expansion de l'économie japonaise ont été révisées à la hausse depuis la parution du *Rapport* de janvier, l'effet positif de la politique monétaire plus expansionniste faisant plus que compenser l'influence négative d'une révision à la baisse de la croissance de la production potentielle au Japon projetée par la Banque⁶.

Les économies de marché émergentes

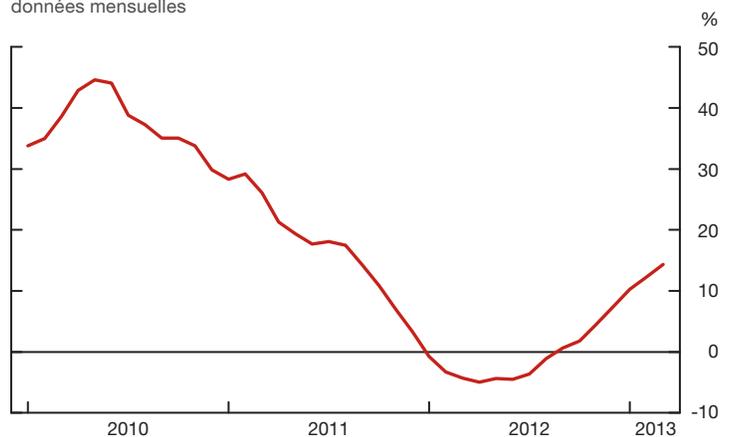
La croissance du PIB réel de la Chine a ralenti au premier trimestre de 2013, après s'être redressée pour s'établir à un rythme très vigoureux au second semestre de 2012. L'essor actuel du secteur immobilier résidentiel et de nouvelles augmentations des prix des logements ont soulevé des préoccupations à propos des déséquilibres dans ce secteur, ce qui a poussé les autorités monétaires chinoises à adopter d'autres mesures visant à restreindre la demande de logements (Graphique 14)⁷.

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait se stabiliser à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 %.

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait se stabiliser à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 % durant les trois prochaines années, grâce aux mesures de politique prises pour réduire l'accumulation des déséquilibres intérieurs. La Banque prévoit que la croissance des dépenses d'investissement ralentira graduellement, à mesure que les investissements

Graphique 14 : L'essor actuel du secteur immobilier en Chine entraîne de nouvelles augmentations des prix des logements

Taux de croissance en glissement annuel des prix de vente des appartements, données mensuelles



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

Dernière observation : mars 2013

⁵ Sous réserve de la solidité des conditions économiques, la taxe sur la valeur ajoutée au Japon passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015.

⁶ La projection de croissance de la production potentielle au Japon a été révisée à la baisse à la suite d'une réévaluation de l'incidence du recul de la population active.

⁷ Ces mesures comprennent le prélèvement d'un impôt de 20 % sur les gains en capital touchant les transactions immobilières, de même qu'une hausse de la mise de fonds requise et le relèvement des taux hypothécaires pour ceux qui achètent un deuxième appartement dans les villes où les prix des logements augmentent rapidement.

publics dans les infrastructures diminueront et que le secteur du logement se stabilisera en réaction aux nouvelles mesures de politique plus restrictives. Par contre, l'expansion des dépenses de consommation devrait s'accélérer, stimulée par des hausses appréciables des salaires et de l'emploi ainsi que par les réformes structurelles en cours. Une vive progression des exportations est également anticipée, compte tenu du raffermissement de la demande dans les économies avancées, mais elle sera vraisemblablement atténuée par l'appréciation prévue de la valeur réelle du renminbi.

L'activité économique s'est redressée dans plusieurs autres pays émergents. Bien que l'amélioration des conditions économiques ait été particulièrement prononcée dans les pays émergents d'Asie et certaines parties de l'Amérique latine, il existe d'importantes différences entre les régions et à l'intérieur de celles-ci. La croissance continue d'être relativement forte au Mexique et l'expansion économique s'est raffermie au Brésil, bien qu'elle reste inférieure à son potentiel. Parmi les pays émergents d'Asie, l'Inde fait exception, la croissance de son économie ayant ralenti en raison des réductions des dépenses publiques, des récoltes estivales décevantes et des contraintes persistantes du côté de l'offre. Globalement, l'activité économique dans les pays émergents devrait se renforcer au cours de la période de projection grâce à la poursuite des mesures de relance et à la hausse de la demande extérieure.

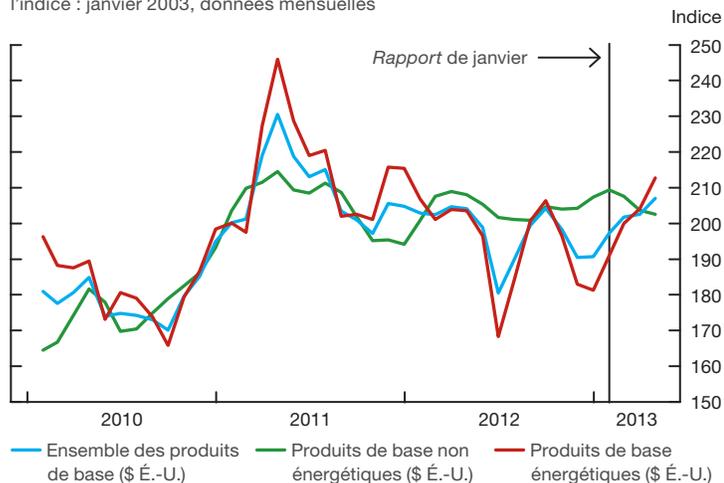
◀ *L'activité économique s'est redressée dans plusieurs autres pays émergents.*

Les cours des produits de base

Les cours des produits de base demeurent élevés par rapport à leur niveau passé (Encadré 2). La demande mondiale modeste et l'offre accrue ont cependant fait baisser l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada de 14 % par rapport au sommet le plus récent atteint en avril 2011⁸. L'IPPB a peu varié depuis la publication du *Rapport* de janvier (Graphique 15), le renchérissement du pétrole brut Western Canada Select (WCS), du gaz naturel et du bois d'œuvre ayant été compensé par le recul des autres composantes.

Graphique 15 : L'indice des prix des produits de base de la Banque a globalement peu changé depuis le *Rapport* de janvier

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



Nota : Les valeurs pour avril 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 12 avril.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 12 avril 2013

⁸ Les cours indiqués dans cette section remontent au vendredi 12 avril 2013.

Encadré 2

Les prix des produits de base demeurent élevés

Ces dernières années, les cours des matières premières ont été élevés et, par moments, très volatils. À l'heure actuelle, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada corrigé de l'inflation (IPPB en termes réels) se situe encore bien au-dessus de sa moyenne historique (**Graphique 2-A**), surtout en raison de la hausse des cours du pétrole brut (**Tableau 2-A**)¹.

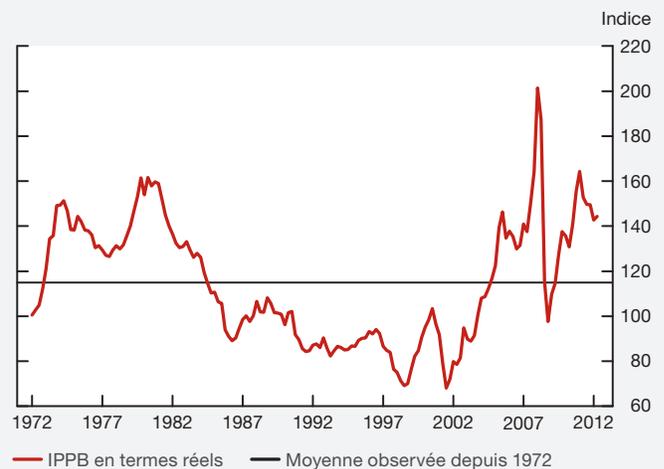
Les prix des produits de base ne sont cependant pas aussi élevés qu'il y a deux ans. Les prix réels du pétrole brut et des métaux communs ont diminué de 20 % et 28 % respectivement depuis le début de 2011, en réaction principalement à l'augmentation de l'offre et à la croissance plus lente que prévu de l'économie mondiale (notamment en Chine, l'un des premiers consommateurs de matières industrielles de la planète) (**Graphique 2-B**). Malgré leur récent recul, les prix du pétrole s'établissent toujours à de très hauts niveaux. Ceux des métaux communs avoisinent toutefois maintenant leur moyenne de long terme². Les cours du gaz naturel ont chuté de 17 % en l'espace de deux ans et glissé sous leur moyenne historique, par suite de l'essor remarquable de la

production de gaz de schiste aux États-Unis. À l'opposé, les prix du bois d'œuvre ont grimpé de près de 55 % depuis le début de 2012, à la faveur de la reprise du marché américain du logement, et retrouvé leur moyenne de longue période.

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Les cours des produits de base demeurent élevés par rapport à leurs niveaux historiques

Indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada, en termes réels; base 100 de l'indice : 1972T1, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

Tableau 2-A : Les prix des produits de base selon l'IPPB en termes réels se situent pour la plupart au-dessus de leurs moyennes sur 20 et 40 ans

	Écart (en %) par rapport à la moyenne sur 40 ans	Écart (en %) par rapport à la moyenne sur 20 ans	Variation (en %) observée depuis le Rapport de janvier
IPPB	27	34	3
Produits non énergétiques	8	25	-4
Métaux communs	3	11	-12
Bois d'œuvre	-4	0	9
Agriculture	-4	30	-3
Produits énergétiques	55	48	8
Pétrole	96	77	7
Gaz naturel	-33	-29	20

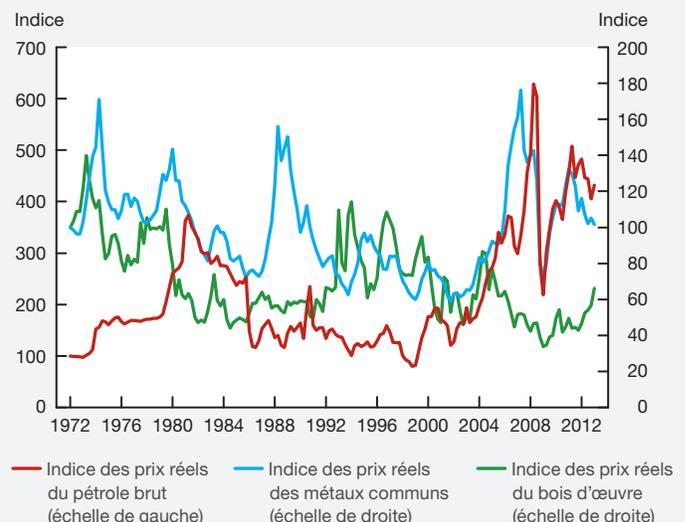
Nota : Les indices en termes nominaux ont tous été corrigés à l'aide de l'indice implicite des prix du PIB américain. Le prix réel moyen au premier trimestre de 2013 est comparé à la moyenne des 40 dernières années (1973-2012) et des 20 dernières années (1993-2012). Pour calculer la variation observée depuis le plus récent *Rapport*, le prix quotidien au comptant en date du 12 avril a été comparé à celui du 18 janvier.

Sources : Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

- 1 D'autres indices plus larges de ces prix et à caractère plus « international » présentent un comportement similaire.
- 2 L'envol persistant des prix des métaux communs avant la crise financière a donné lieu à des investissements considérables dans de nouvelles capacités de production. C'est pourquoi la plupart des marchés de ces métaux connaissent aujourd'hui une offre excédentaire et que les stocks atteignent des niveaux records.

Graphique 2-B : Les prix réels du pétrole brut et des métaux communs sont redescendus de leurs récents sommets, tandis que ceux du bois d'œuvre ont augmenté

Base 100 de l'indice : 1972T1, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

Encadré 2 (suite)

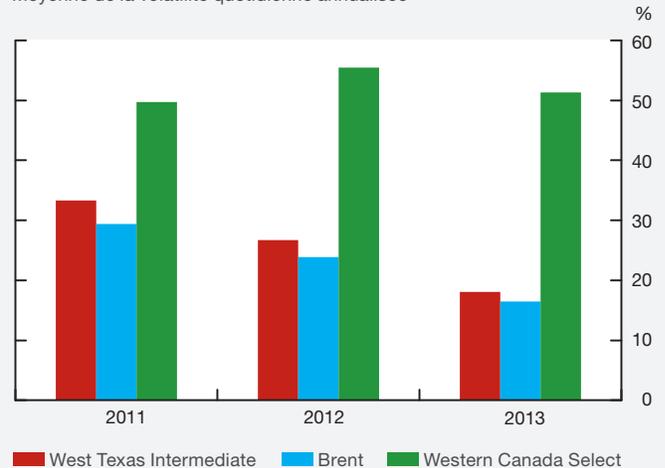
Depuis la parution du *Rapport* de janvier, les prix des matières premières produites au Canada se sont accrus de façon générale. On notera en particulier que les cours du Western Canada Select (WCS), l'un des principaux bruts de référence pour les producteurs et exportateurs canadiens de pétrole, ont augmenté de 32 %. Cette forte hausse est cependant survenue après une baisse tout aussi prononcée des cours du WCS jusque vers la fin de 2012. Ces fluctuations de prix considérables cadrent avec la volatilité élevée que les prix de ce brut de référence affichent depuis quelques années comparativement aux prix mondiaux du pétrole (**Graphique 2-C**).

La volatilité supérieure des prix du WCS traduit le moindre niveau de liquidité du marché du WCS. Celui-ci étant essentiellement un marché au comptant de gré à gré avec livraison effective de la marchandise, les prix sont influencés plus rapidement et plus fortement par les insuffisances en matière de transport et d'infrastructure. De plus, pendant les récentes années, la conjonction d'une croissance robuste de la production et d'une expansion limitée des capacités de transport a engendré davantage de goulots d'étranglement dans l'acheminement du brut de l'Ouest du Canada vers le marché³. On s'attend par conséquent à ce

que les cours du WCS demeurent volatils jusqu'à la mise en place de capacités de transport suffisantes. Cette volatilité accentue l'incertitude dans le secteur énergétique canadien, ce qui devrait continuer à restreindre les investissements des entreprises au pays.

Graphique 2-C : Les prix du Western Canada Select sont plus volatils que ceux des autres bruts de référence

Moyenne de la volatilité quotidienne annualisée



Nota : La volatilité quotidienne annualisée a été calculée au moyen d'une méthode GARCH (1, 1). Les chiffres annuels sont des moyennes simples des données quotidiennes.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

³ Pour en savoir plus, lire l'Encadré 2, « L'évolution du secteur énergétique canadien et son incidence sur l'économie », dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport*.

L'indice des cours du pétrole brut utilisé par la Banque a augmenté d'environ 7 % depuis janvier, à la faveur du redressement du cours du WCS, qui est passé d'un creux récent de 55 dollars É.-U. le baril, enregistré en décembre, à 80 dollars É.-U. le baril. Cependant, d'autres cours de référence du pétrole, tels que le Brent et le West Texas Intermediate (WTI), ont fléchi. Le rebond du cours du WCS est lié à la fois au recours accru au transport ferroviaire et à une diminution temporaire de la production, qui ont atténué les contraintes causées par l'insuffisance des capacités pipelinières. Résultat, l'écart entre les cours du WTI et du WCS s'est rapproché de son niveau historique de quelque 15 dollars É.-U. le baril.

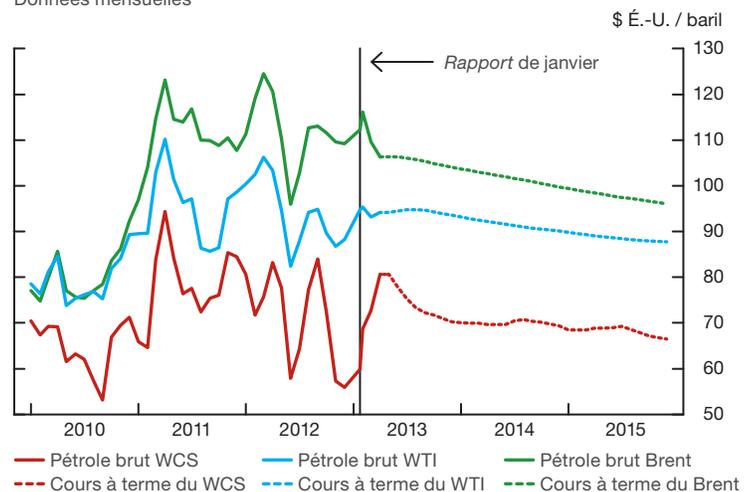
À en juger par les plus récentes courbes des cours à terme, les prix du Brent et du WTI devraient se replier légèrement durant la période projetée, et l'écart entre ces cours de référence devrait se rétrécir de façon modeste (**Graphique 16**). L'écart entre les cours du WTI et du WCS devrait s'élargir quelque peu, en réaction à une hausse de la production canadienne.

Les prix du gaz naturel ont poursuivi leur ascension ces derniers mois; ils ont augmenté de quelque 20 % depuis la publication du *Rapport* de janvier. À 4,20 dollars É.-U. par million de BTU, toutefois, les prix demeurent bien en deçà du niveau moyen des dix dernières années s'établissant à 5,60 dollars É.-U. Selon la plus récente courbe des cours à terme, les prix du gaz naturel devraient augmenter régulièrement et atteindre 4,50 dollars É.-U. par million de BTU vers la fin de 2015.

◀ L'indice des cours du pétrole brut utilisé par la Banque a augmenté d'environ 7 % depuis la parution du *Rapport* de janvier.

Graphique 16 : L'écart s'est resserré entre les prix des pétroles bruts WCS et WTI, mais il devrait s'élargir de nouveau

Données mensuelles



Nota : Les valeurs pour avril 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours au comptant quotidiens jusqu'au 12 avril. Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 avril 2013.

Source : Banque du Canada

Les cours des produits non énergétiques ont chuté d'environ 4 %.

Les cours des produits non énergétiques ont chuté d'environ 4 % depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport*. Les prix des métaux communs affichent une tendance à la baisse depuis 2011, ce qui cadre avec la décélération du rythme d'expansion de l'économie mondiale, notamment en Chine. Le ralentissement de la croissance de la demande, conjugué à une augmentation de l'offre, a engendré une accumulation marquée des stocks. Les prix des métaux communs devraient donc rester faibles à court terme, pour ensuite se raffermir quelque peu, sous l'effet du renforcement prévu de l'activité à l'échelle du globe. On s'attend à ce que les prix du bois d'œuvre continuent de grimper dans les années qui viennent, bien qu'à un rythme plus modéré, puisque l'incidence de la demande accrue de bois d'œuvre émanant du secteur américain du logement sera partiellement compensée par une hausse de l'offre. Les prix des produits agricoles sont légèrement inférieurs à ce qu'ils étaient en janvier et devraient baisser davantage durant la période de projection, les récoltes devant augmenter après avoir enregistré de bas niveaux imputables aux sécheresses.

La demande d'exportations canadiennes devrait croître solidement.

Les implications pour l'économie canadienne

La demande visant les exportations du Canada hors produits de base demeure bien en deçà du sommet qu'elle avait atteint avant la récession. La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que 70 % du terrain perdu durant la récession de 2008-2009, ce qui tient surtout au niveau d'activité encore faible dans le secteur du logement aux États-Unis⁹. Néanmoins, la demande d'exportations canadiennes devrait croître solidement au cours de la période projetée, étant principalement alimentée par la reprise continue du

⁹ La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en pondérant les diverses composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique d'autres pays en fonction de leur importance dans les échanges commerciaux du Canada.

marché du logement aux États-Unis et la progression robuste des investissements des entreprises américaines. Notamment, l'expansion de la production de brut léger aux États-Unis ne devrait pas avoir d'incidence importante sur les exportations canadiennes de brut lourd. Les cours des produits de base, qui, dans l'ensemble, se situent encore à des niveaux historiquement élevés, devraient continuer de soutenir les termes de l'échange ainsi que le revenu intérieur brut du Canada.

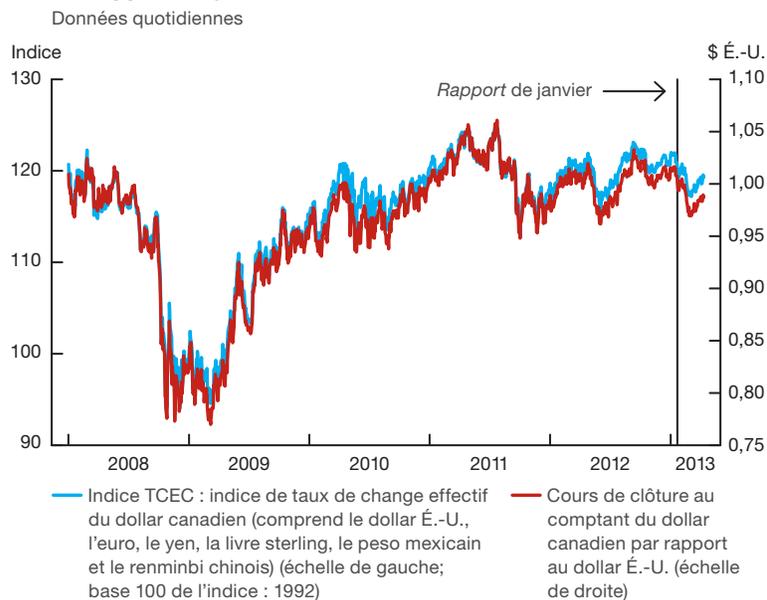
◀ *L'expansion de la production de brut léger aux États-Unis ne devrait pas avoir d'incidence importante sur les exportations canadiennes de brut lourd.*

Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à 98 cents É.-U. depuis la date d'annonce préalable de mars, comparativement au niveau de 101 cents É.-U. postulé en janvier (Graphique 17). La Banque fait l'hypothèse qu'il se maintiendra à 98 cents É.-U. durant la période projetée.

◀ *La Banque fait l'hypothèse que le dollar canadien se maintiendra à 98 cents É.-U.*

Graphique 17 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis la parution du Rapport de janvier



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 12 avril 2013

L'économie canadienne

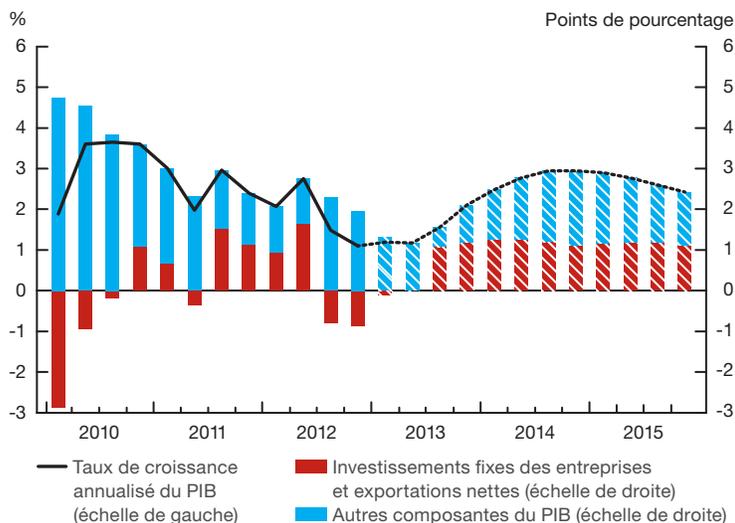
Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013 à la faveur d'un redressement des exportations nettes et d'un retour à un rythme d'expansion plus solide des investissements fixes des entreprises (Graphique 18). Les dépenses de consommation devraient progresser à une cadence modérée au cours de la période de projection, alors que l'investissement résidentiel devrait diminuer encore par rapport aux niveaux historiquement élevés atteints précédemment. La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a ralenti, et la Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu des ménages se stabilise près des niveaux actuels. Malgré la reprise projetée des exportations, celles-ci resteront probablement en deçà de leur sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison de la demande étrangère contenue et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Les perspectives de l'économie canadienne sont légèrement plus faibles que celles exposées dans le *Rapport* de janvier, la Banque faisant maintenant l'hypothèse que les dépenses publiques apporteront une contribution

◀ *Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013.*

Graphique 18 : Les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes devraient rebondir, après avoir connu un récent tassement

Contribution à la croissance du PIB réel, moyenne mobile sur quatre trimestres



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

La Banque prévoit maintenant que l'économie canadienne se remettra à tourner à plein régime seulement au milieu de 2015.

L'inflation devrait remonter graduellement à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2015.

L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages au Canada demeurent très avantageux.

encore plus petite à la croissance du PIB réel. La progression des investissements des entreprises devrait également être un peu plus modeste, du fait des difficultés continues dans le secteur primaire et des préoccupations plus globales des firmes quant au dynamisme de la demande mondiale et de la demande intérieure. En conséquence, la Banque prévoit maintenant que l'économie canadienne se remettra à tourner à plein régime seulement au milieu de 2015.

L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence est demeurée à un bas niveau ces derniers mois, ce qui est grosso modo conforme aux attentes formulées en janvier, quoique l'on ait observé une volatilité mensuelle considérable. Ces deux mesures de l'inflation devraient rester bien en dessous de 2 % dans les trimestres à venir, ce qui cadre avec l'offre excédentaire notable au sein de l'économie, les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants et certains facteurs spéciaux, notamment une progression plus lente des prix réglementés et l'incidence des diminutions passées des prix agricoles sur les prix à la consommation. Dans un contexte où l'économie retourne à son plein potentiel et où les attentes d'inflation sont bien ancrées, l'inflation devrait remonter graduellement à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2015.

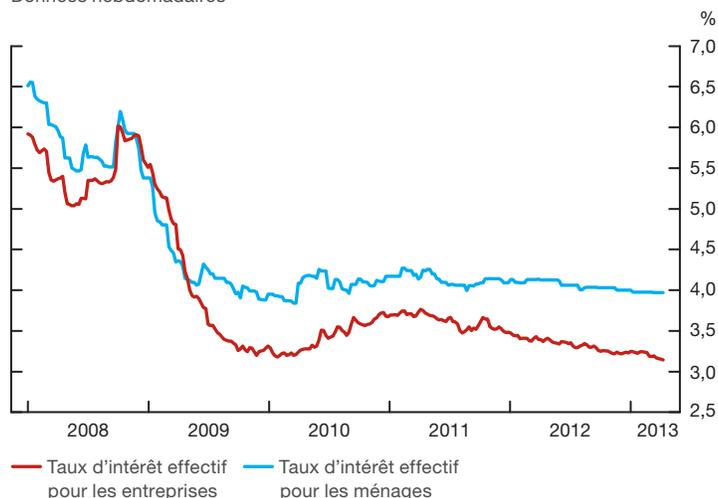
Les conditions financières

Compte tenu notamment de la détente monétaire considérable en place, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages au Canada demeurent très avantageux (Graphique 19) et continuent de fournir un soutien important à l'expansion économique.

Les marchés canadiens des titres d'emprunt sont généralement restés dynamiques ces derniers mois. Les rendements des obligations de sociétés ont légèrement fléchi par rapport à leurs niveaux déjà exceptionnellement bas, ce qui reflète à la fois un recul des rendements des obligations d'État canadiennes et un nouveau rétrécissement des écarts de crédit. Les marchés boursiers canadiens ont cependant affiché une moins bonne tenue que ceux d'autres économies avancées depuis la parution du *Rapport* de janvier.

Graphique 19 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux très favorables

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

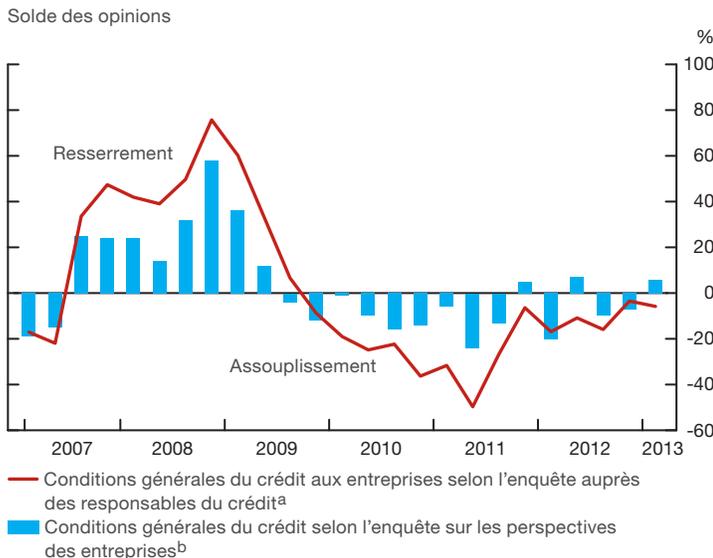
Dernière observation : 12 avril 2013

Des indications supplémentaires selon lesquelles les conditions du crédit restent très avantageuses pour les firmes canadiennes ressortent des résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque ce printemps et de ceux de sa plus récente enquête auprès des responsables du crédit (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque). D'après les réponses recueillies dans le cadre de ces enquêtes, les conditions d'emprunt ont globalement peu varié depuis l'automne dernier, après une période d'assouplissement quasi ininterrompue depuis les derniers mois de 2009 (Graphique 20). Les petites entreprises du secteur primaire ont néanmoins fait état d'un certain resserrement. Les conditions de prêt favorables qu'offrent les institutions financières aux firmes du pays sont en partie liées au fait que les banques canadiennes continuent d'avoir accès à des fonds à bas coût, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, sur l'ensemble des échéances.

La croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est maintenue bien au-dessus de sa moyenne historique, sous l'impulsion des conditions de financement très avantageuses (Graphique 21). Une certaine modération a toutefois été observée au cours des derniers mois, en raison notamment de la disparition de facteurs temporaires. En particulier, les émissions d'obligations des sociétés non financières ont ralenti après avoir connu une expansion rapide au quatrième trimestre de 2012 (Graphique 22), laquelle a été stimulée par le refinancement anticipé des emprunts des sociétés à des taux d'intérêt avantageux selon les consultations menées auprès de l'industrie. En dépit du récent ralentissement, l'ensemble des crédits aux entreprises continue d'augmenter beaucoup plus rapidement que les investissements réalisés par celles-ci.

◀ L'ensemble des crédits aux entreprises continue d'augmenter beaucoup plus rapidement que les investissements réalisés par celles-ci.

Graphique 20 : Les conditions d'octroi des prêts aux entreprises canadiennes n'ont guère changé ces derniers trimestres



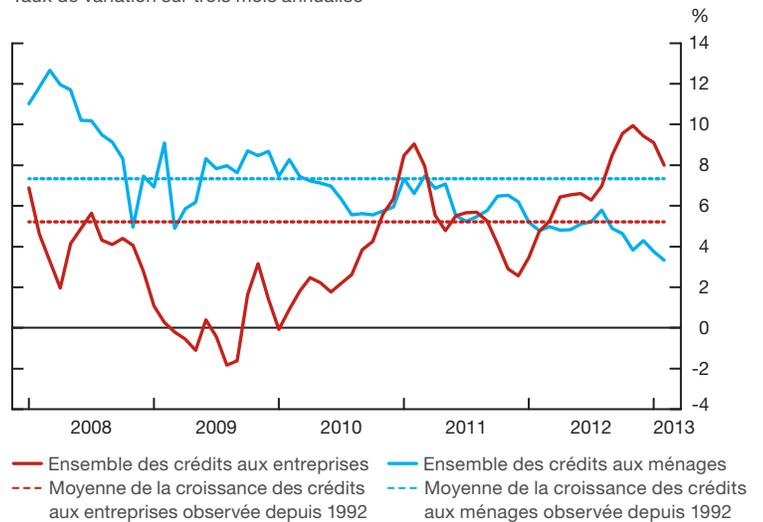
a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
 b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un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

Comme prévu, la croissance de l'ensemble des crédits aux ménages s'est encore modérée.

Comme prévu, la croissance de l'ensemble des crédits aux ménages s'est encore modérée malgré des taux d'intérêt avoisinant des creux historiques (Graphique 23). Les effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et du durcissement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires, une meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des risques associés à un niveau d'endettement élevé ainsi que la possibilité d'un resserrement évoquée par la Banque du Canada ont tous contribué à cette modération. La croissance des crédits aux ménages ayant ralenti pour se rapprocher de celle du revenu disponible au quatrième trimestre, le ratio global de la dette au revenu des ménages

Graphique 21 : Tandis que la croissance des crédits aux entreprises est restée bien supérieure à sa moyenne historique, celle des crédits aux ménages a encore ralenti

Taux de variation sur trois mois annualisé

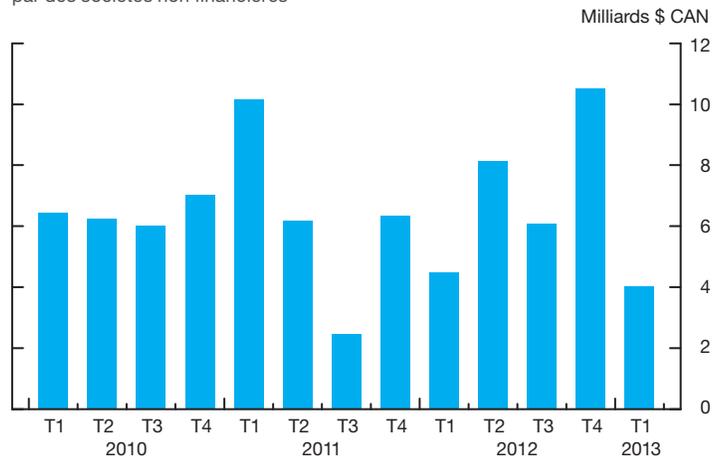


Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2013

Graphique 22 : Les émissions obligataires des sociétés non financières canadiennes ont ralenti par rapport à l'expansion rapide observée à la fin de 2012

Émission d'obligations de sociétés libellées en dollars canadiens par des sociétés non financières



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

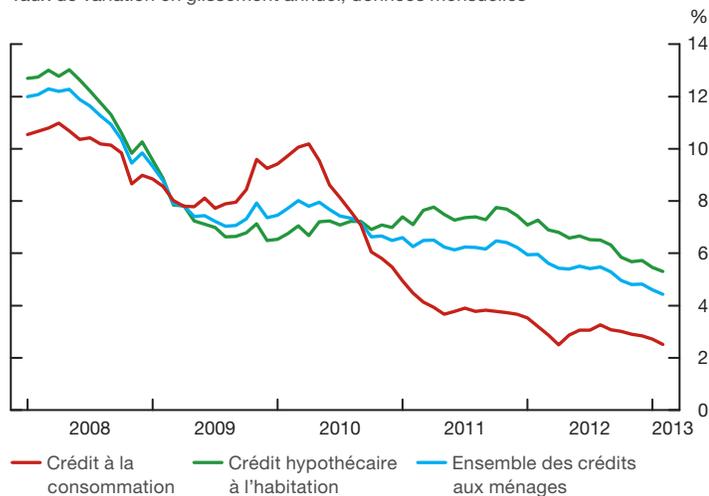
est demeuré essentiellement inchangé par rapport au trimestre précédent, à 165 %. La Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu se stabilise près des niveaux actuels.

Le taux d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit a sensiblement augmenté depuis le début de l'année, à l'image d'autres indicateurs qui laissent supposer un raffermissement de la croissance du PIB. Le rythme d'accroissement des agrégats monétaires au sens large s'est également intensifié au cours de la même période, en raison principalement de la contribution de la masse monétaire au sens étroit. Néanmoins, la tendance générale de la masse monétaire au sens large continue de cadrer avec les pressions inflationnistes modestes envisagées pour la période à venir.

◀ La Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu se stabilise près des niveaux actuels.

Graphique 23 : Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a fléchi ces dernières années

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : février 2013

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

Les indicateurs relatifs à la production donnent à penser qu'une marge de capacités excédentaires notable est réapparue au sein de l'économie canadienne, le PIB réel ayant progressé à un taux inférieur à celui de la production potentielle tout au long de 2012. Le PIB réel a crû de 0,6 % (en rythme annuel) au quatrième trimestre, les fortes augmentations enregistrées par la plupart des composantes intérieures du PIB ayant été contrebalancées par une réduction d'une ampleur inattendue des investissements en stocks. La Banque estime que la croissance du PIB réel s'est redressée pour se situer à 1,5 % au premier trimestre de 2013, à la faveur surtout d'une stabilisation des investissements en stocks ainsi que d'une hausse des exportations, lesquelles ont été soutenues par une amélioration de la demande mondiale et la disparition des facteurs temporaires qui avaient bridé l'activité dans le secteur de l'énergie au cours du second semestre de 2012. Ces taux de croissance de la production étant légèrement plus faibles qu'escompté en janvier, le niveau du PIB réel au premier trimestre de 2013 était de 0,3 % inférieur à celui que l'on anticipait à ce moment-là. Conformément à cette dynamique, la mesure dont se sert habituellement la Banque pour calculer l'écart de production fait ressortir un léger creusement de celui-ci, qui est passé à -1,2 % au premier trimestre de 2013 (Graphique 24).

◀ Une marge de capacités excédentaires notable est réapparue au sein de l'économie canadienne.

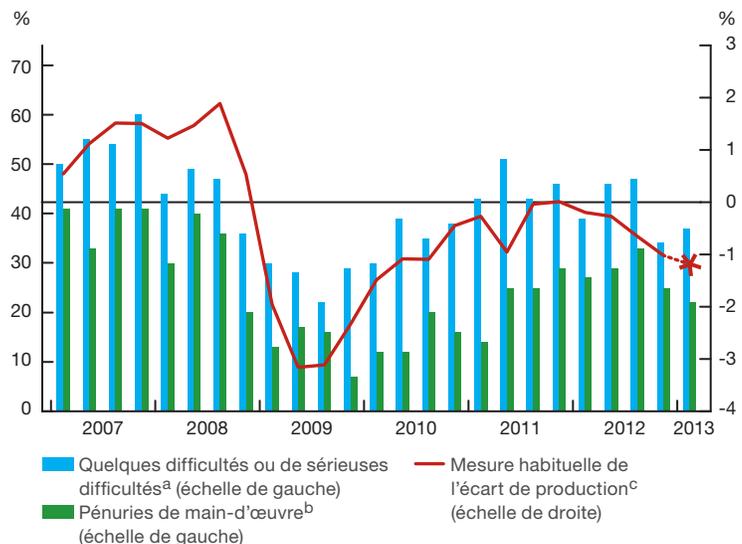
Globalement, les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus au printemps laissent eux aussi entrevoir une marge de ressources inutilisées notable au sein de l'économie canadienne (Graphique 24). La proportion de firmes déclarant qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande reste en deçà du niveau observé durant la majeure partie des deux dernières années et en deçà de sa moyenne historique. De plus, le pourcentage de firmes qui signalent une pénurie de main-d'œuvre a de nouveau baissé, se maintenant ainsi au-dessous de la moyenne enregistrée depuis le début de l'enquête.

Les indicateurs du marché du travail, de façon plus générale, témoignent encore de la persistance d'une marge de capacités inutilisées, quoique à des degrés divers.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2013.

- ▶ Les indicateurs du marché du travail, de façon plus générale, témoignent encore de la persistance d'une marge de capacités inutilisées, quoique à des degrés divers (Graphique 25). Bien que les données mensuelles de l'emploi aient été volatiles, le taux de chômage s'est replié pour s'établir à 7,1 % en moyenne au premier trimestre, soit le taux le plus bas depuis la fin de 2008. La durée moyenne du chômage et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeurent toutefois à des niveaux élevés. En outre, la croissance des salaires s'est modérée ces derniers trimestres (Graphique 26).
- ▶ Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2013, ce qui représente une marge de capacités excédentaires légèrement plus importante que ce qu'elle anticipait en janvier.

Graphique 24 : La marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne est appréciable et s'est accrue au cours des derniers trimestres

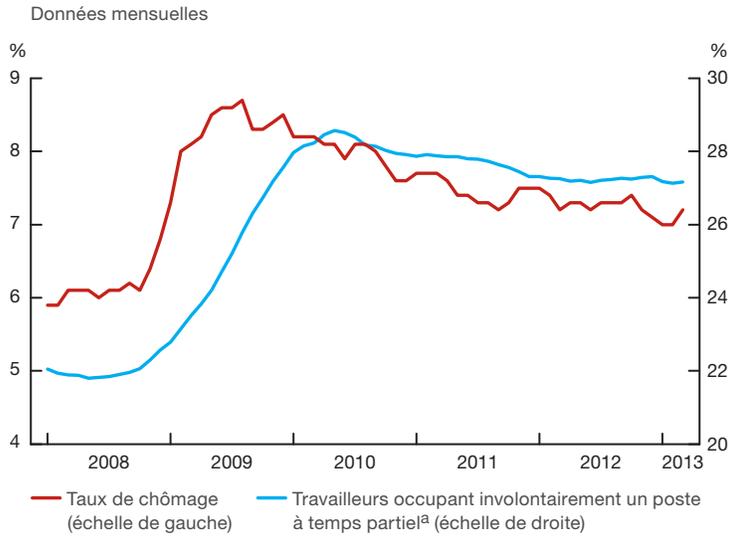


- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
- c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2013 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

Graphique 25 : Malgré un certain progrès, les indicateurs du marché du travail témoignent de la persistance d'une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie

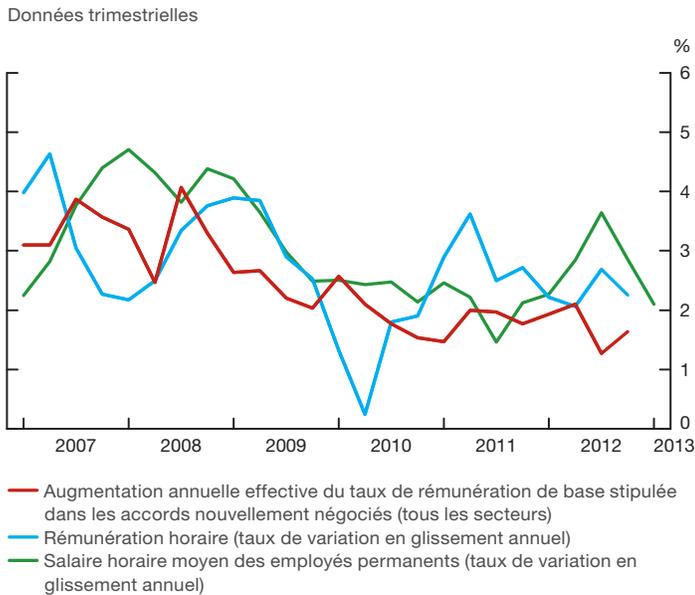


a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2013

Graphique 26 : Les hausses récentes de salaire ont été plus modérées



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

Dernières observations : 2012T4 et 2013T1

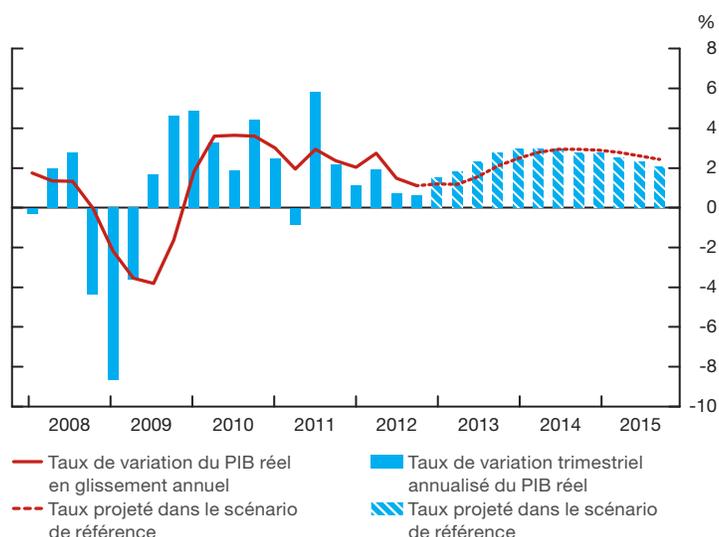
La Banque continue de prévoir un redressement de la croissance du PIB réel tout au long de 2013.

On s'attend à une augmentation de la contribution apportée à la croissance par les exportations nettes et les investissements fixes des entreprises.

L'économie réelle

La Banque continue de prévoir un redressement de la croissance du PIB réel tout au long de 2013 (Graphique 27) et un certain rééquilibrage de la demande globale au Canada. Comme la demande extérieure est appelée à progresser à un rythme vigoureux et que certaines des difficultés touchant le secteur primaire devraient être surmontées au fil du temps, on s'attend à une augmentation de la contribution apportée à la croissance par les exportations nettes et les investissements fixes des entreprises (Graphique 18 et Tableau 2). L'expansion des dépenses des ménages devrait être relativement modeste, la consommation continuant d'enregistrer des hausses

Graphique 27 : La croissance du PIB réel devrait augmenter jusqu'à la fin de 2013



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

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

	2012	2013	2014	2015
Consommation	1,2 (1,1)	1,2 (1,1)	1,3 (1,3)	1,4
Logement	0,4 (0,4)	-0,2 (-0,1)	-0,1 (-0,1)	0,0
Administrations publiques	-0,1 (-0,2)	0,1 (0,3)	0,1 (0,3)	0,1
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,4 (0,5)	0,8 (0,9)	0,8
Total partiel : demande intérieure finale	2,1 (1,9)	1,5 (1,8)	2,1 (2,4)	2,3
Exportations	0,5 (0,4)	0,7 (0,6)	1,5 (1,5)	1,4
Importations	-1,0 (-0,8)	-0,6 (-0,5)	-1,0 (-1,2)	-1,0
Total partiel : exportations nettes	-0,5 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,5 (0,3)	0,4
Stocks	0,3 (0,4)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,0)	0,0
PIB	1,8 (1,9)	1,5 (2,0)	2,8 (2,7)	2,7
Pour mémoire :				
Production potentielle	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	1,5 (1,5)	1,9 (2,1)	2,6 (2,9)	2,8

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de la livraison d'octobre 2012 du *Rapport*.

modérées et l'investissement résidentiel accusant de nouveaux reculs. La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB devrait se maintenir à des niveaux bien au-dessous de sa moyenne historique.

Sur une base trimestrielle, la croissance économique au Canada devrait progresser pour passer d'un taux estimatif de 1,5 % au premier trimestre de 2013 à 2,5 % au second semestre de 2013 et à 3,0 % au premier semestre de 2014 (Tableau 3). Malgré ce redressement anticipé, la faible expansion de la production au second semestre de 2012 aura pour conséquence de faire fléchir la croissance du PIB réel en moyenne annuelle à 1,5 % en 2013, par rapport à 1,8 % en 2012. L'économie devrait ensuite croître de 2,8 % en 2014 et de 2,7 % en 2015, ce qui est nettement supérieur au rythme d'augmentation estimatif de la production potentielle.

Le niveau de l'activité économique escompté au cours de la période de projection est légèrement inférieur à ce que la Banque envisageait dans le *Rapport* de janvier. Ce changement reflète les révisions à la baisse apportées à la progression des dépenses publiques compte tenu des dernières annonces budgétaires faites par tous les ordres de gouvernement. Il rend également compte d'un profil d'évolution des investissements fixes des entreprises un peu plus faible, attribuable aux préoccupations accrues des firmes quant à la vigueur de la demande ainsi qu'à la volatilité des prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole.

◀ *Le niveau de l'activité économique escompté au cours de la période de projection est légèrement inférieur à ce que la Banque envisageait dans le Rapport de janvier.*

Les dépenses des ménages ont évolué essentiellement comme prévu ces derniers trimestres. La consommation a augmenté à peu près au même rythme que le revenu disponible, ce qui a maintenu le taux d'épargne à un niveau relativement stable légèrement au-dessous de 4 % et continué de limiter les besoins en matière de crédit à la consommation. Parallèlement, l'investissement résidentiel a encore reculé par rapport aux niveaux historiquement élevés atteints précédemment, sous l'effet d'un repli de l'activité dans la construction neuve. Le nombre de mises en chantier de logements a sensiblement diminué au premier trimestre pour s'établir en moyenne à quelque 177 000 unités, après être demeuré supérieur à la demande liée à l'évolution démographique (estimée autour de 185 000 logements) au cours

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

	2012	2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,6 (1,0)	1,5 (2,3)	1,8 (2,7)	2,3 (2,9)	2,8 (2,9)	3,0 (2,8)	3,0 (2,8)	3,0 (2,5)	2,8 (2,3)	2,8	2,5	2,3	2,1
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,1 (1,2)	1,2 (1,4)	1,2 (1,6)	1,6 (2,2)	2,1 (2,7)	2,5 (2,8)	2,8 (2,8)	2,9 (2,7)	2,9 (2,6)	2,9	2,8	2,6	2,4
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,3)	1,3 (1,4)	1,2 (1,4)	1,4 (1,7)	1,7 (1,9)	1,7 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,1)	0,9 (0,9)	1,0 (1,1)	1,2 (1,5)	1,6 (1,8)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (1,0)	0,9 (0,9)	1,1 (1,2)	1,3 (1,6)	1,7 (1,9)	1,7 (1,9)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
WTI^b (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (95)	95 (95)	94 (95)	93 (94)	92 (93)	91 (92)	90 (92)	90	89	88	88
Brent^b (niveau)	110 (110)	113 (111)	106 (109)	106 (108)	104 (106)	103 (104)	102 (103)	101 (102)	100 (101)	99	98	97	96

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 avril 2013.

Malgré le récent ralentissement du rythme de construction résidentielle neuve, on observe toujours des signes de surconstruction.

La Banque continue d'anticiper une croissance modérée de la consommation, concordant avec celle du revenu disponible.

La Banque s'attend à ce que la croissance des investissements fixes des entreprises reprenne un rythme plus solide au cours de 2013.

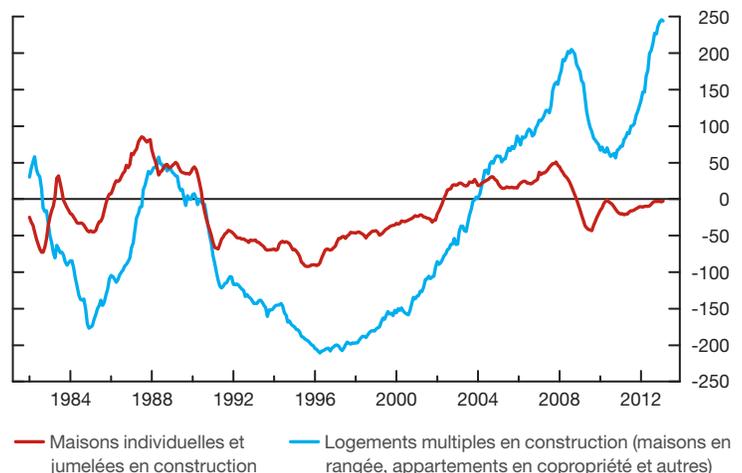
des deux dernières années. Malgré le récent ralentissement du rythme de construction résidentielle neuve, on observe toujours des signes de surconstruction, notamment en ce qui a trait aux immeubles à logements multiples dans certaines zones urbaines (**Graphique 28**). Le marché de la revente de logements présentait certains signes de stabilisation ces derniers mois, à la suite d'un tassement à la fois de l'activité et des prix comparativement aux niveaux élevés atteints durant les derniers mois de 2011 et au début de 2012. Il n'en reste pas moins que les prix affichés dans certains segments du marché du logement sont encore relativement hauts.

Comme en janvier, les perspectives relatives aux dépenses des ménages rendent compte d'une certaine retenue chez les ménages canadiens, laquelle est liée à leurs niveaux d'endettement élevés. La Banque continue d'anticiper une croissance modérée de la consommation au cours de la période de projection, concordant avec celle du revenu disponible (**Graphique 29**). L'investissement résidentiel devrait diminuer de nouveau, la construction excédentaire commençant à se résorber, ce qui contribuera à ramener le secteur du logement sur une trajectoire plus viable. À cet égard, la part de l'investissement résidentiel dans l'économie devrait aller en diminuant pour se rapprocher de sa moyenne historique (**Graphique 30**).

La Banque s'attend à ce que la croissance des investissements fixes des entreprises reprenne un rythme plus solide au cours de 2013 (**Graphique 31**), après avoir ralenti au second semestre de 2012 (**Encadré 3**). Ce ralentissement, qui était concentré dans le secteur primaire, semble s'expliquer à la fois par des difficultés spécifiques à cette industrie et par des craintes plus générales au sujet des perspectives de la demande mondiale et de la demande intérieure. La projection relative à la progression plus vive des investissements demeure étayée par la situation financière saine des firmes canadiennes dans leur ensemble, des conditions de crédit avantageuses, la vigueur du dollar canadien ainsi que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte où les entreprises sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus

Graphique 28 : Malgré un certain ralentissement dans le secteur de la construction résidentielle neuve, des signes de surconstruction demeurent, en particulier pour les immeubles à logements multiples

Écart calculé par rapport à la moyenne historique après correction pour tenir compte de la population âgée de 25 ans et plus; nombre d'unités par 100 000 habitants, principales régions métropolitaines



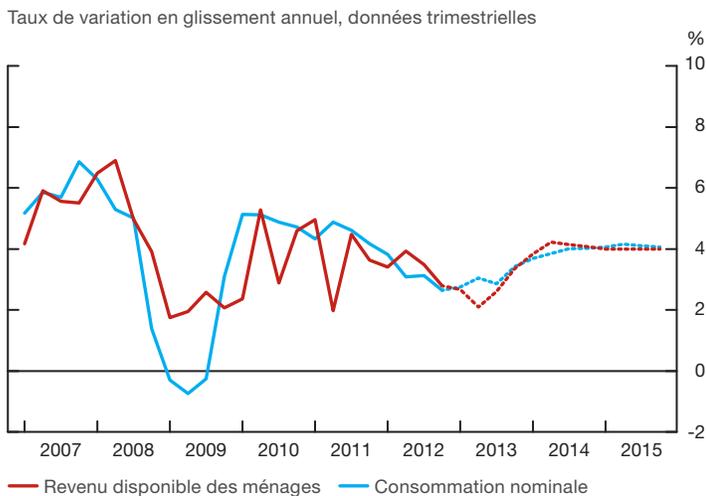
Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2013

concurrentielles. On remarque toutefois des signes montrant que les facteurs qui ont récemment pesé sur la croissance des investissements persisteront probablement un certain temps. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque ce printemps laissent entrevoir une hausse modérée des investissements fixes des entreprises à court terme, de nombreux répondants ayant signalé que l'incertitude concernant la conjoncture économique influait sur leurs plans et décisions en la matière, les amenant le plus souvent à reporter des projets. La plus récente enquête annuelle de Statistique Canada sur les investissements privés et publics porte également à conclure que la croissance des investissements des entreprises ne progressera que graduellement au cours des trimestres à venir et qu'en 2013, le taux de croissance nominal annuel moyen sera inférieur à celui

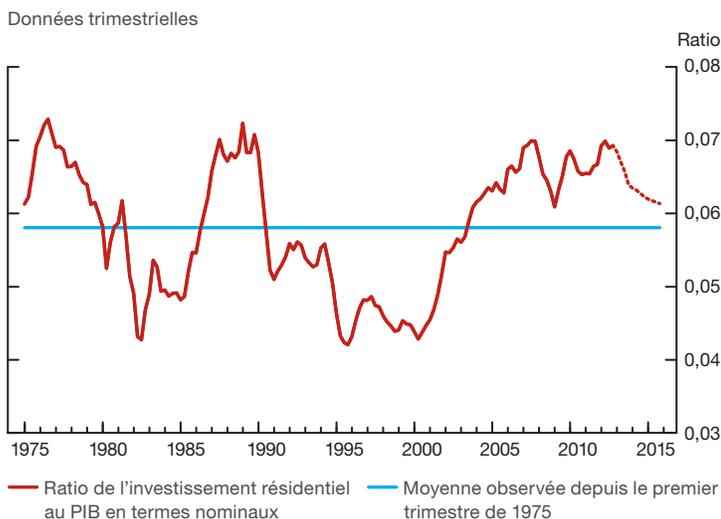
◀ *On remarque toutefois des signes montrant que les facteurs qui ont récemment pesé sur la croissance des investissements persisteront probablement un certain temps.*

Graphique 29 : La consommation devrait continuer à croître à une cadence modérée



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

Graphique 30 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer par rapport à son niveau élevé actuel



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

Encadré 3

Facteurs pesant sur les perspectives d'investissement des entreprises

Après avoir connu une forte remontée pendant la reprise, la croissance des investissements des entreprises a ralenti de façon inopinée au second semestre de 2012. Durant ce semestre, les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises ont commencé à montrer que des craintes concernant la demande pesaient sur les attentes des sociétés à l'égard de l'activité économique. À l'occasion de la plus récente enquête, de nombreuses firmes ont indiqué que l'incertitude les amenait à reporter certains projets d'investissement ou à privilégier ceux qui nécessitent des dépenses en capital inférieures, qui sont plus rapidement rentables ou qui sont moins risqués, ou encore à investir dans de nouveaux segments de la demande ou des segments différents. L'incertitude qui mine les plans d'investissement était le plus souvent liée à la demande ou aux conditions propres au secteur (**Graphique 3-A**).

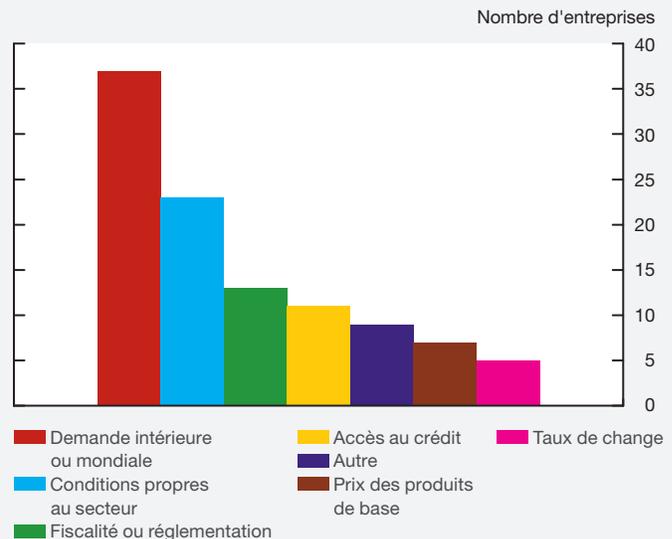
Selon l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public, les projets d'investissement privés pour 2013 affichent leur plus petite hausse depuis 2009. Les intentions ont faibli dans plusieurs secteurs, dont celui de la fabrication, mais leur faiblesse globale est surtout attribuable aux secteurs des mines et de l'extraction pétrolière et gazière, où les intentions d'investissement ne progressent plus (**Graphique 3-B**). Chefs de file en matière d'investissements au début de la reprise, ces deux secteurs sont à l'origine de 35 % des investissements d'entreprises au Canada. Les pressions ayant récemment influé sur les intentions d'investissement dans ces secteurs sont décrites ci-dessous.

Pétrole et gaz

Les cours plus faibles du Western Canada Select (WCS), les prix historiquement bas du gaz naturel et l'incertitude accrue entourant les perspectives économiques mondiales ont contribué au ralentissement marqué des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada au second semestre de 2012. Dans l'ouest du pays, les activités de forage ont été limitées par la baisse des rentrées de fonds des entreprises et des cours, ainsi que par les difficultés d'accès aux marchés de capitaux de nouveaux joueurs et des producteurs intermédiaires. De plus, les inquiétudes quant aux probabilités et à l'échéancier de réalisation de projets majeurs d'oléoduc, conjuguées à la rapide augmentation de la production de pétrole léger aux États-Unis, ont suscité de l'incertitude relativement aux prix et à l'accès au marché à l'avenir. Cette incertitude subsiste et, en dépit du raffermissement des cours du WCS ces derniers mois, tempère les intentions d'investissement pour 2013-2014, certaines entreprises réévaluant leurs projets.

(suite à la page suivante)

Graphique 3-A : Les entreprises indiquent que l'incertitude relative à la demande ou des conditions propres au secteur ont une incidence sur leurs plans d'investissement

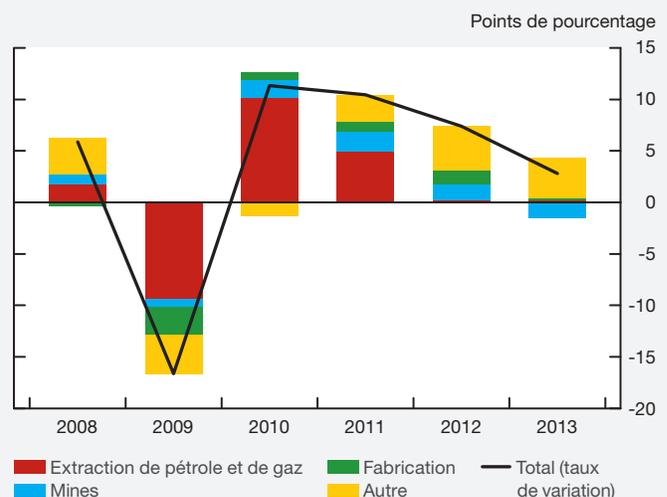


Nota : Les participants à l'enquête avaient la possibilité de fournir des réponses multiples.

Source : réponses des firmes ayant déclaré, dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque au printemps 2013, que l'incertitude influait sur leurs plans d'investissement

Graphique 3-B : Les intentions d'investissement dans le secteur de l'extraction de pétrole et de gaz et dans les mines ne progressent plus

Contribution au taux de variation des dépenses en immobilisations nominales du secteur privé, logements exclus; données annuelles



Sources : Statistique Canada - Investissements privés et publics (2013) et calculs de la Banque du Canada

Encadré 3 (suite)

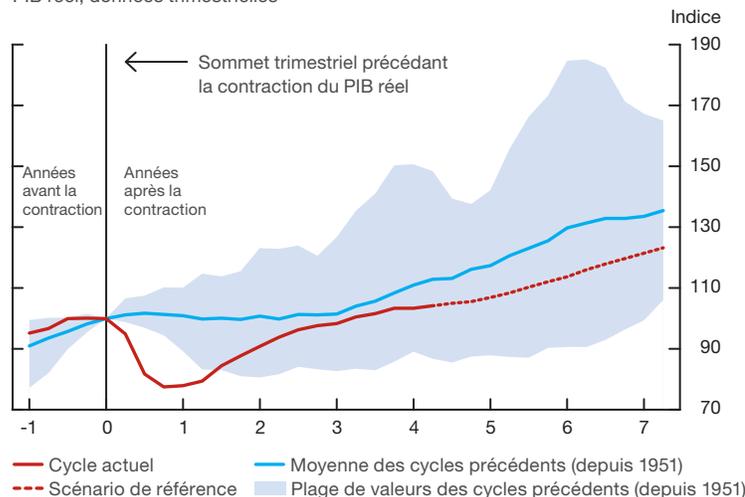
Mines

Après une période intense de prospection et d'investissements massifs dans le secteur minier, le profil du prix de plusieurs métaux extraits au Canada s'est affaibli, dans un contexte mondial de demande stagnante et d'offre croissante. Nombre de sociétés minières se sont tournées vers des projets moins coûteux, qui présentent moins de risques dans ces conditions. Au même moment, la hausse des coûts de construction et d'exploitation a fortement stimulé les investissements visant l'amélioration de l'efficacité. À l'instar des entreprises pétrolières et gazières, les petites sociétés minières ont été confrontées à de difficiles conditions sur les marchés de capitaux. Par conséquent, beaucoup d'entre elles revoient leurs programmes de prospection afin de cesser les activités non prioritaires ou de se départir des actifs coûteux non essentiels.

Dans l'ensemble, les facteurs qui pèsent sur les plans d'investissement dans les secteurs de l'énergie et des mines persisteront probablement à court terme. Certains des éléments qui nuisent aux intentions d'investissement dans d'autres secteurs devraient se dissiper au deuxième semestre de 2013, à mesure que la demande extérieure s'améliorera et que l'incertitude entourant les perspectives économiques s'atténuera. À plus long terme, les perspectives d'investissement dépendent de l'évolution de plusieurs facteurs, notamment une demande accrue dans les économies émergentes et la décongestion de l'infrastructure de transport du pétrole brut nord-américain.

Graphique 31 : Les investissements fixes des entreprises devraient progresser à un rythme inférieur à la moyenne des cycles précédents

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

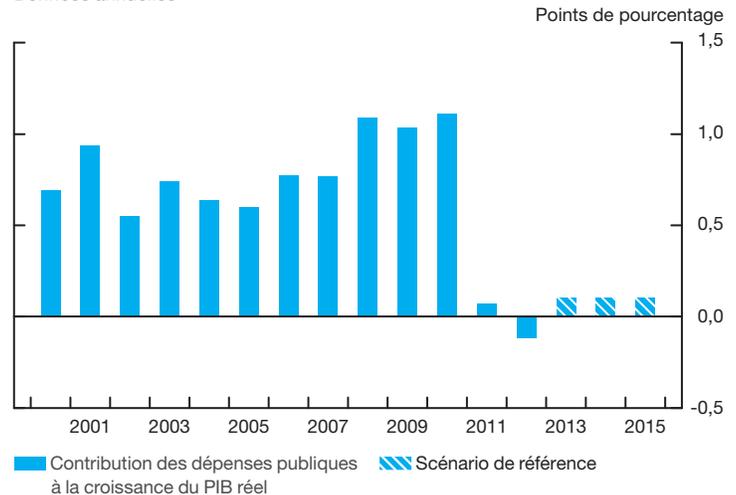
de 2012, en particulier dans le secteur primaire. Dans ce contexte, la Banque prévoit à présent une reprise plus contenue du taux d'expansion des investissements fixes des entreprises qu'elle ne l'envisageait en janvier.

Les dépenses publiques ne devraient apporter qu'une contribution très minime à la croissance du PIB réel durant la période de projection (Graphique 32). Si cet apport est beaucoup plus faible que ce qui a été observé normalement par le passé, il cadre avec les plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux et des administrations locales. Le profil d'évolution des dépenses publiques a été revu à la

◀ Les dépenses publiques ne devraient apporter qu'une contribution très minime à la croissance du PIB réel.

Graphique 32 : Les dépenses publiques ne devraient contribuer que marginalement à la croissance du PIB réel

Données annuelles



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

D'après les indicateurs disponibles, il semble que les exportations aient continué de remonter au début de 2013 après s'être fortement contractées au troisième trimestre de 2012.

L'expansion des exportations reste bridée par les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité.

baisse depuis janvier à la lumière des plans de dépenses des différents ordres de gouvernement, annoncés dans le cadre des récents budgets, ainsi que des derniers renseignements fournis par les comptes nationaux.

La Banque s'attend à ce que la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB augmente au cours des deux prochaines années, tout en demeurant relativement modeste. D'après les indicateurs disponibles, il semble que les exportations aient continué de remonter au début de 2013 après s'être fortement contractées au troisième trimestre de 2012, sous l'effet notamment de perturbations temporaires dans le secteur de l'énergie (**Encadré 4**). On prévoit que, par la suite, les exportations continueront de progresser à un rythme solide, cadrant avec le renforcement de la demande du secteur privé aux États-Unis et, plus généralement, avec le redressement attendu de l'économie mondiale (**Encadré 1**). L'expansion des exportations reste cependant bridée par les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale. Ces défis, conjugués à une demande étrangère toujours anémique, donnent à penser qu'il faudra attendre jusqu'au second semestre de 2014 pour que les exportations canadiennes reviennent à leur sommet d'avant la récession (**Graphique 33**).

Comparativement aux chiffres avancés dans le *Rapport* de janvier, les exportations nettes ont été quelque peu revues à la hausse pour 2014, du fait du niveau légèrement plus élevé de la demande étrangère par rapport à la demande intérieure. À la faveur d'une amélioration modérée du solde commercial réel, le déficit considérable de la balance courante du Canada, qui s'élève actuellement à environ 4 % du PIB (**Graphique 34**), devrait diminuer graduellement durant la période de projection.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, on prévoit que l'économie canadienne se remettra à tourner à plein régime au milieu de 2015, soit plus tard qu'on ne l'envisageait en janvier.

Encadré 4

Facteurs expliquant la faiblesse inattendue de l'économie canadienne en 2012

L'activité économique a été moins forte que prévu au Canada en 2012. En moyenne annuelle, le PIB réel a augmenté de 1,8 %, alors qu'une croissance de 2,4 % était anticipée dans la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principales composantes de la demande à l'origine de cette faiblesse inattendue sont les exportations et, dans une moindre mesure, les investissements fixes des entreprises, dont la tenue n'a été que partiellement contrebalancée par la hausse des investissements en stocks et le recul des importations (**Graphique 4-A**). Les dépenses publiques et les dépenses des ménages ont évolué en gros de la manière escomptée.

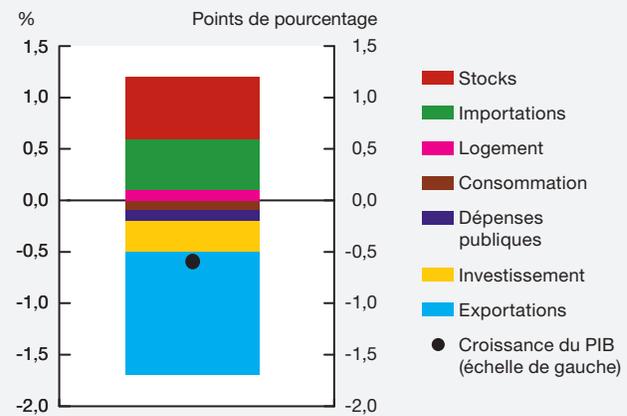
La croissance économique enregistrée par les États-Unis en 2012 correspond globalement aux prévisions formulées par la Banque il y a un an, particulièrement dans le cas des composantes de la demande qui revêtent le plus d'importance pour les exportateurs canadiens. C'est essentiellement pourquoi la mesure de l'activité étrangère, qui sert d'indicateur de la demande extérieure de produits canadiens, a progressé de façon à peu près conforme aux projections établies en avril 2012 (**Graphique 4-B**). Il semble donc que ce soit l'activité d'exportation elle-même qui ait connu des ratés.

La faiblesse des exportations canadiennes durant la dernière année est en partie attribuable à des facteurs idiosyncratiques qui ne sont pas liés à la vigueur de la demande étrangère, notamment des perturbations imprévues dans de nombreuses installations d'extraction pétrolière au Canada et des restrictions temporaires de la capacité des oléoducs qui ont limité les exportations de brut. L'atonie relative des exportations en 2012 pourrait aussi refléter des changements de la structure de la demande étrangère de produits canadiens dont la mesure de l'activité étrangère ne rendrait pas entièrement compte. Par exemple, la part qu'occupent les exportations de produits de base non énergétiques vers la Chine et les autres économies de marché émergentes dans les échanges du Canada s'est accrue au cours des dernières années. Ces pays se sont rétablis assez rapidement des effets de la récession mondiale, mais ont affiché en 2012 une croissance moins vigoureuse que ne l'entrevoit la Banque. Enfin, il est possible que les défis en matière de compétitivité aient également eu un rôle à jouer, le dollar canadien demeurant fort et la progression de la productivité faible.

(suite à la page suivante)

Graphique 4-A : La faiblesse inattendue de la croissance du PIB réel tient principalement à la progression moindre des exportations

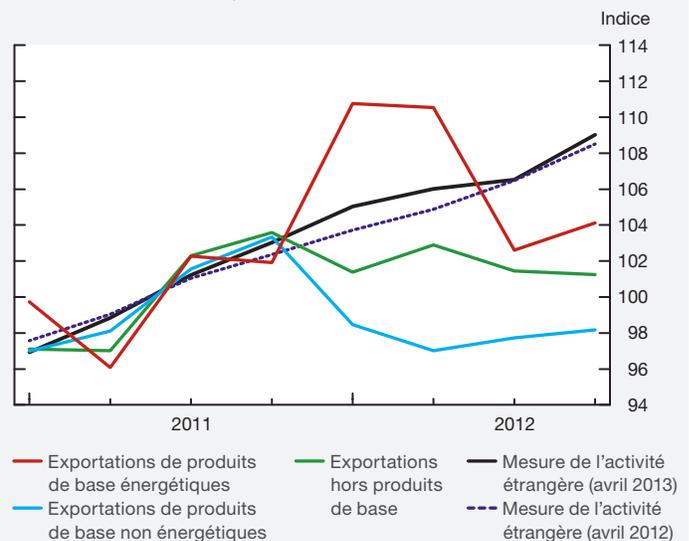
Contribution à l'écart entre la croissance du PIB réel enregistrée en 2012 et la croissance prévue dans le *Rapport* d'avril 2012



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 4-B : En 2012, les exportations ont été beaucoup plus faibles que la mesure de l'activité étrangère

Base 100 de l'indice : 2011; données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

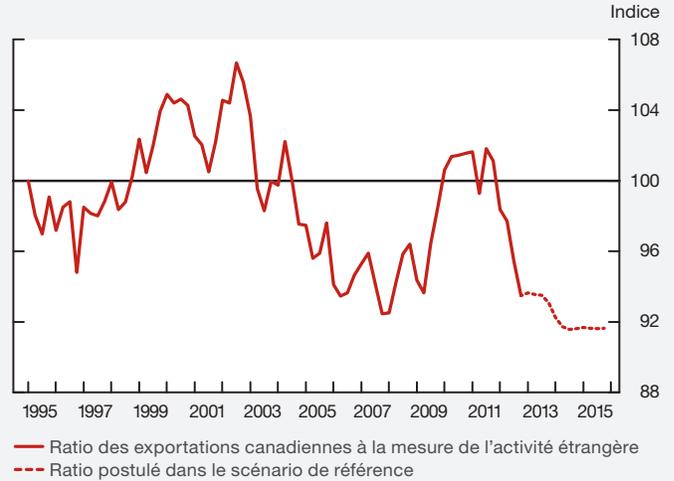
Dernière observation : 2012T4

Encadré 4 (suite)

Dans ses projections, la Banque suppose que les exportations déclineront encore par rapport à ce qu'indique la mesure de l'activité étrangère, malgré la disparition prévue des facteurs passagers qui ont plombé les exportations de produits de base (**Graphique 4-C**). Cette situation entraîne des risques à la hausse pour les exportations dans l'avenir.

Graphique 4-C : La Banque prévoit un nouveau recul du ratio des exportations à la mesure de l'activité étrangère

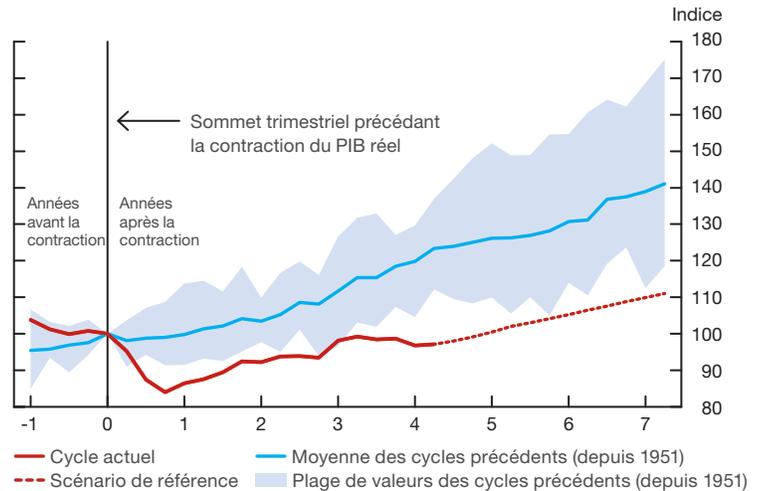
Base 100 de l'indice : 1995T1; données trimestrielles



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

Graphique 33 : La reprise des exportations devrait demeurer faible du fait de vents contraires extérieurs et de défis de compétitivité

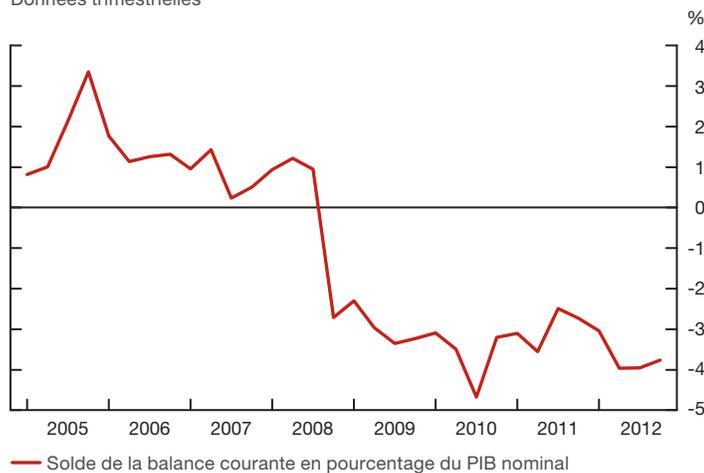
Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



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

Graphique 34 : Le déficit de la balance courante du Canada reste relativement important

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

L'inflation

L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence est restée à un bas niveau ces derniers mois, ce qui est grosso modo conforme aux attentes formulées en janvier. On a toutefois constaté une volatilité mensuelle considérable, mais celle-ci est en grande partie liée aux fluctuations des prix des automobiles.

Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence, qui se chiffrait en moyenne à 1,2 % en janvier et février, reflète les pressions modérées exercées sur les prix de toute une gamme de biens et de services. Cette évolution cadre avec les capacités excédentaires notables au sein de l'économie de même qu'avec les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants, lesquelles proviennent de sources tant intérieures qu'étrangères. Elle tient notamment à l'expansion continue des magasins à grande surface au Canada et à l'arrivée de grands détaillants des États-Unis, ainsi qu'à la montée du magasinage en ligne. On observe également une hausse des achats transfrontaliers, alimentée par la vigueur persistante du dollar canadien et l'augmentation, entrée en vigueur en juin 2012, de la limite des exemptions personnelles accordées aux voyageurs pour un court séjour à l'étranger. Par ailleurs, ces derniers trimestres, l'inflation mesurée par l'indice de référence a été poussée à la baisse par un certain nombre de facteurs spéciaux, notamment une progression plus lente des prix réglementés (comme l'assurance automobile) et l'incidence relativement importante des diminutions passées des cours mondiaux des produits de base agricoles sur les prix des aliments et des vêtements au Canada.

L'inflation mesurée par l'IPC global, qui était en moyenne de 0,9 % en janvier et février, a été limitée par le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire, qui ont été en partie compensés par le renchérissement de l'essence au cours des derniers mois.

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée ce printemps par la Banque, 93 % des firmes sondées sont d'avis qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation

◀ *Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence cadre avec les capacités excédentaires notables au sein de l'économie de même qu'avec les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants.*

◀ *L'inflation mesurée par l'indice de référence a été poussée à la baisse par un certain nombre de facteurs spéciaux.*

◀ *Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.*

restera en moyenne à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Une majorité de répondants s'attendent maintenant à ce qu'elle se situe dans la partie inférieure de cette fourchette, ce qui cadre avec la projection de la Banque. Les compilations de Consensus Economics publiées en avril font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,4 % pour 2013 et de 1,8 % pour 2014. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

► L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 %.

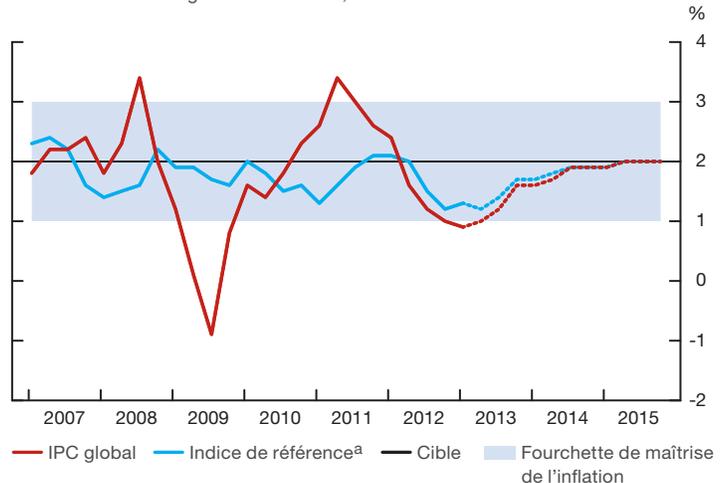
L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2015 (**Graphique 35**), alors que l'économie retourne à son plein potentiel, que les facteurs spéciaux qui ont freiné l'accroissement de l'indice se dissipent et que les attentes d'inflation restent bien ancrées¹⁰. De plus, bien que la progression des salaires ait été relativement modeste ces derniers temps, notamment du fait des restrictions salariales qui se poursuivent dans le secteur public, la croissance de la productivité a été faible. Par conséquent, la hausse des coûts unitaires de la main-d'œuvre s'est accentuée durant les récents trimestres (**Graphique 36**), ce qui devrait favoriser la montée graduelle attendue de l'inflation mesurée par l'indice de référence. La projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence a été revue légèrement à la baisse depuis la parution du *Rapport* de janvier, compte tenu du niveau plus élevé qu'escompté des capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de la période de projection.

► L'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible d'ici le milieu de 2015.

La Banque prévoit que le rythme d'augmentation de l'IPC global demeurera à 1 % environ pendant une bonne partie de 2013, à la lumière du bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence et aussi de l'effet modérateur provenant des coûts d'intérêt hypothécaire plus bas. Après quoi, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible d'ici le milieu de 2015. Le profil d'évolution de l'IPC global est quelque peu plus faible qu'on ne l'envisageait en janvier, principalement en raison du taux d'accroissement plus modéré de l'indice de référence.

Graphique 35 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'à la mi-2015

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



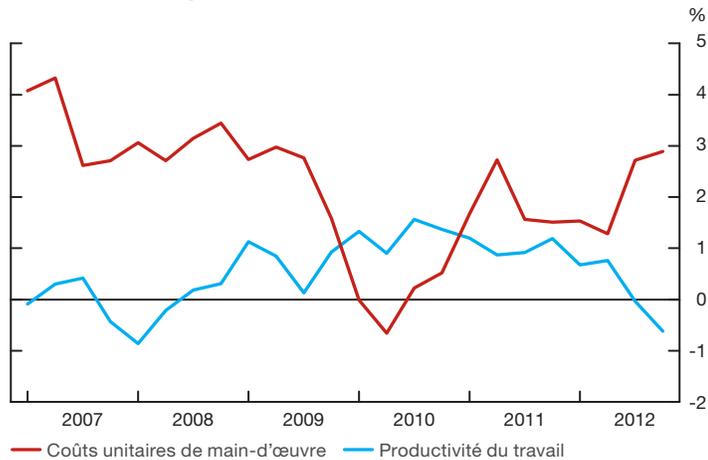
a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

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

¹⁰ Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection (voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*).

Graphique 36 : Sous l'effet de la faiblesse de la productivité, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est accentuée

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

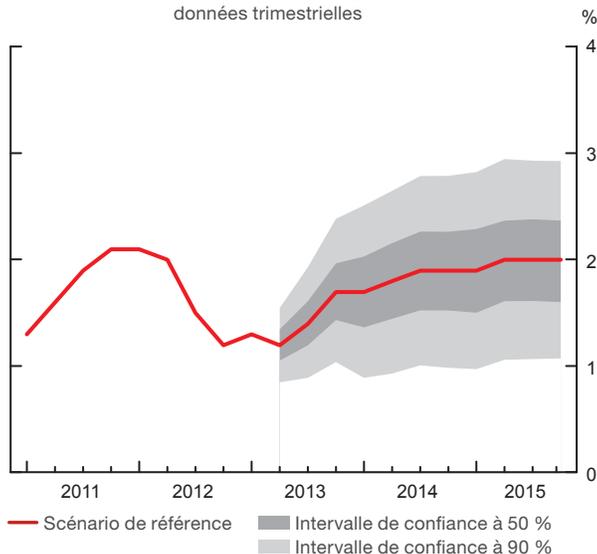
Dernière observation : 2012T4

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 37** et le **Graphique 38** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2013 à la fin de 2015.

Graphique 37 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

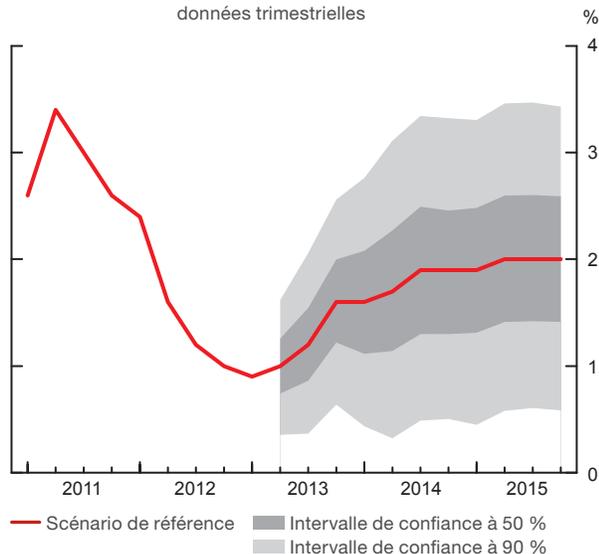
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 38 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Des risques à la hausse et à la baisse semblables à ceux dont faisait état le *Rapport* de janvier pèsent sur les perspectives d'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie aux États-Unis et dans le reste du monde soit plus forte qu'escompté, que la reprise des exportations canadiennes soit plus vive qu'anticipé et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

- La demande du secteur privé aux États-Unis a été plus vigoureuse qu'attendu et elle pourrait continuer à dépasser les attentes, compte tenu du degré de désendettement des ménages qui a déjà eu lieu. De plus, les mesures exceptionnelles de politique monétaire adoptées récemment par un certain nombre de pays pourraient avoir des répercussions plus fortes que prévu sur la demande mondiale et sur les prix des produits de base.
- L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'anticipé si les exportateurs améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement. La faiblesse inattendue des exportations au second semestre de 2012 pourrait aussi faire place à un rebond plus prononcé en 2013.
- Bien qu'après avoir atteint des sommets inégalés, l'investissement résidentiel au Canada ait reculé comme prévu, il pourrait reprendre de l'élan, contribuant ainsi à augmenter la demande intérieure pendant un certain temps, mais accentuant les déséquilibres déjà présents.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

- L'incapacité de contenir la crise en Europe demeure le risque le plus grave qui pèse sur les économies mondiale et canadienne. Même si cette crise reste contenue, il se pourrait que l'atonie en Europe soit plus durable et que l'incertitude demeure élevée plus longtemps qu'on ne l'envisage à présent.
- Le redressement projeté de la croissance économique au Canada au cours de 2013 dépend dans une large mesure d'une amélioration des investissements des entreprises et des exportations nettes. Il existe un risque que les résultats médiocres enregistrés récemment à ce chapitre persistent plus longtemps que prévu, en particulier si la demande extérieure est plus faible ou si les prix des produits de base sont moins favorables.

- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait donner lieu à des dépenses plus faibles chez ces derniers. 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.