



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2012



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)
© 2012 Banque du Canada



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2012

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

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

Malgré les perturbations à l'étranger, les résultats obtenus par le Canada ont suscité une profonde fierté... Et un désir très vif d'aller de l'avant.

—Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
1^{er} mai 2012
Toronto (Ontario)*

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
La conjoncture financière mondiale	4
La zone euro	7
Les États-Unis	8
Le Japon	11
Les économies de marché émergentes	11
Encadré 1 : Évolution récente des économies émergentes	12
Les cours des produits de base	14
Les implications pour l'économie canadienne	16
Le dollar canadien	18
Encadré 2 : Améliorations apportées à l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada	19
L'économie canadienne	21
Les conditions financières	21
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	24
L'économie réelle	26
Encadré 3 : La part du Canada dans le marché mondial des exportations ...	33
L'inflation	34
Les risques entourant les perspectives	39

Vue d'ensemble

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies depuis avril. Alors que l'économie américaine continue de croître à un rythme graduel mais un peu plus lent, l'évolution de la situation en Europe indique une nouvelle contraction. En Chine et dans les autres pays émergents, la décélération de la croissance a été plus prononcée qu'escompté, sous l'effet du resserrement passé des politiques et de la demande extérieure plus faible. Ce ralentissement de l'activité économique mondiale a entraîné un recul marqué des cours des produits de base, qui demeurent toutefois élevés. La combinaison de la hausse des capacités excédentaires dans le monde durant la période de projection et du recul des cours des produits de base devrait amoindrir les pressions inflationnistes à l'échelle du globe. Les conditions financières mondiales se sont également détériorées depuis avril et ont connu des périodes de volatilité considérable. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise européenne restera contenue, bien que cette hypothèse soit entachée de risques à la baisse.

Bien que les vents contraires extérieurs freinent l'activité économique au Canada, des facteurs internes devraient soutenir une croissance modérée au pays. La Banque prévoit que l'économie progressera à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013. La consommation et les investissements des entreprises devraient être les principaux moteurs de la croissance, à la faveur de conditions financières très expansionnistes au Canada. Toutefois, leur rythme sera influencé par les vents contraires extérieurs, notamment les effets des cours moins élevés des produits de base sur les revenus et la richesse au pays, ainsi que par le niveau record de l'endettement des ménages. L'activité dans le secteur du logement, qui a atteint des niveaux inégalés, devrait ralentir. Les dépenses publiques ne devraient pas contribuer à la croissance en 2012 et devraient n'apporter qu'une contribution modeste par la suite, conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux. On s'attend à ce que les exportations canadiennes se maintiennent en deçà du sommet atteint avant la récession jusqu'au début de 2014, compte tenu de la dynamique de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

La Banque prévoit que l'économie croîtra à un rythme de 2,1 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,5 % en 2014. L'économie devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013, affichant donc une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection, alors que l'économie tourne près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée

et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. En raison de la baisse récente des prix de l'essence et comme les cours à terme laissent entrevoir la persistance de prix du pétrole moins élevés, la Banque anticipe que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à un moindre dynamisme de l'économie mondiale et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance plus faible.

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.

Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque a décidé, le 17 juillet, de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Dans la mesure où l'expansion économique se poursuit et l'offre excédentaire au sein de l'économie se résorbe graduellement, il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuellement en place au Canada devienne appropriée, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale.

L'économie mondiale

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. Alors que l'économie américaine continue de croître à un rythme graduel mais un peu plus lent, l'évolution de la situation dans la zone euro indique une nouvelle contraction. En Chine et dans les autres pays émergents, la décélération de la croissance économique a été plus prononcée qu'escompté précédemment. Ce ralentissement de l'activité économique à l'échelle du globe a entraîné un recul marqué des cours des produits de base, qui demeurent toutefois élevés. Les conditions financières mondiales se sont détériorées depuis la publication de la dernière livraison du *Rapport* et ont connu des périodes de volatilité considérable.

◀ Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont affaiblies.

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	19	1,7 (1,7)	1,9 (2,3)	2,1 (2,5)	3,0 (3,6)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,6 (-0,6)	0,3 (0,8)	1,3 (1,4)
Japon	6	-0,7 (-0,7)	2,5 (1,9)	1,3 (1,6)	0,9 (1,6)
Chine	14	9,3 (9,2)	7,8 (8,1)	7,8 (8,0)	7,8 (8,0)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,2 (3,4)	3,2 (3,5)	3,3 (3,7)
Ensemble du monde	100	3,8 (3,8)	3,1 (3,2)	3,1 (3,4)	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*, avril 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

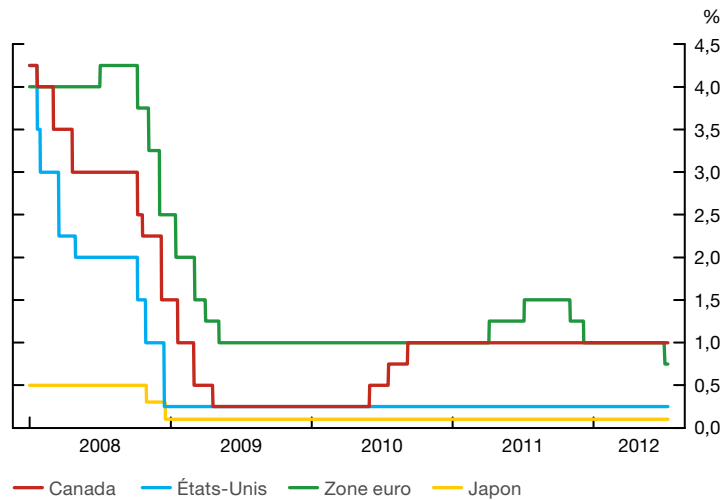
Source : Banque du Canada

L'expansion économique du globe, qui se situait à 3,8 % en 2011, devrait ralentir, pour s'établir à 3,1 % en 2012 et en 2013, puis remonter à 3,5 % en 2014 (Tableau 1). Étant donné ce profil de croissance relativement modeste, on entrevoit une augmentation du niveau des capacités inutilisées à l'échelle mondiale au cours de la période de projection. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que la crise de la zone euro restera contenue, bien que cette hypothèse soit entachée de risques à la baisse. Elle suppose aussi que la loi américaine actuelle prévoyant un resserrement marqué de la politique budgétaire au début de 2013 (qu'on appelle le « précipice budgétaire ») sera modifiée afin d'étaler les compressions budgétaires sur plusieurs années.

◀ On entrevoit une augmentation du niveau des capacités inutilisées à l'échelle mondiale.

Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées se situent 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 : 13 juillet 2012

Les pressions inflationnistes sous-jacentes dans les économies avancées devraient s'amoinrir au cours de la période projetée face aux importantes capacités inutilisées. Par conséquent, les banques centrales de certaines de ces économies ont accentué la détente monétaire, en abaissant leurs taux directeurs (**Graphique 1**) ou en recourant à de nouvelles mesures non traditionnelles. Les économies émergentes sont en train d'inverser une partie du resserrement passé de leurs politiques monétaires et ont annoncé de nouveaux programmes de relance budgétaire.

La conjoncture financière mondiale

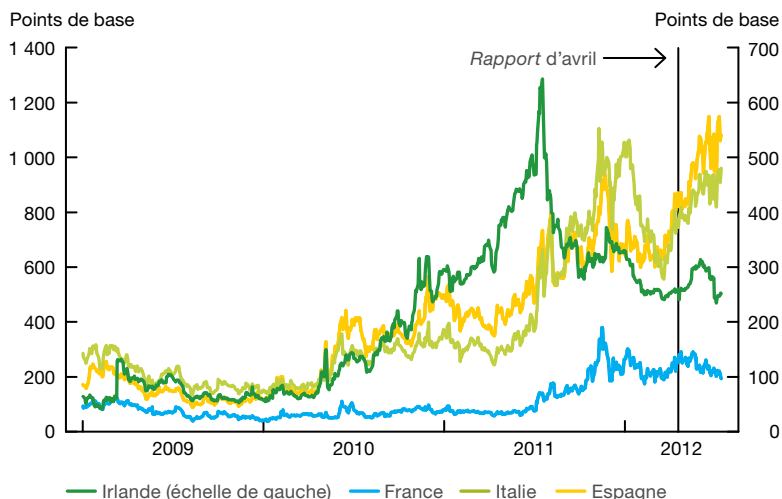
Les conditions financières mondiales se sont dégradées depuis la parution du dernier *Rapport*. Les inquiétudes renouvelées au sujet de la viabilité de la dette souveraine et de la santé des secteurs bancaires dans certaines économies de la zone euro, ainsi que les révisions à la baisse des perspectives de croissance de l'économie mondiale ont entraîné une nette détérioration du climat sur les marchés. Les écarts de rendement relatifs aux obligations d'État de quelques économies de la zone euro se sont fortement élargis au cours de la période, les écarts entre les obligations espagnoles et allemandes ayant atteint des niveaux inégalés depuis la création de la zone euro (**Graphique 2**).

Parallèlement, l'intérêt grandissant des investisseurs pour les actifs plus sûrs et plus liquides a fait tomber les rendements des obligations d'État de la majeure partie des grandes économies avancées à des creux sans précédent (**Graphique 3**) et exercé une intense pression à la hausse sur certaines monnaies comme le dollar É.-U. et le yen. Par contre, l'euro s'est vivement déprécié, et un grand nombre de pays émergents ont également vu leur monnaie fléchir en réaction au revirement prononcé des flux de capitaux.

◀ Les conditions financières mondiales se sont dégradées.

Graphique 2 : Les écarts de taux relatifs aux obligations d'État de l'Italie et de l'Espagne atteignent ou avoisinent des sommets historiques

Écart de rendement entre les titres souverains à dix ans et les obligations allemandes, données quotidiennes



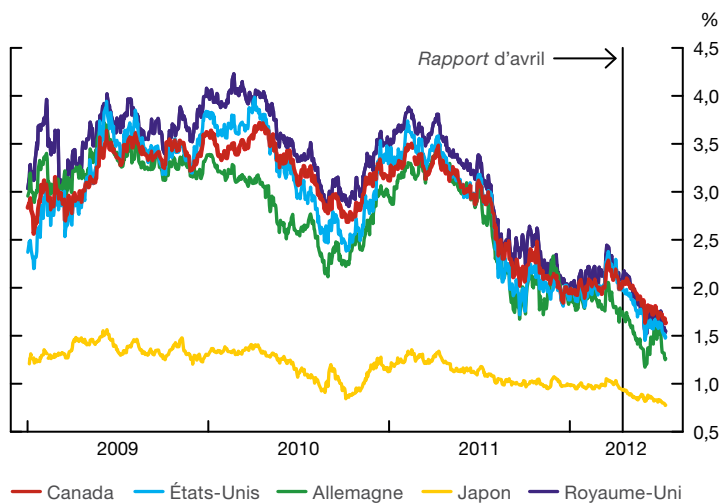
Nota : Faute de données suffisantes, les rendements des obligations d'État à neuf ans sont utilisés dans le cas de l'Irlande.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 juillet 2012

Graphique 3 : Les rendements des obligations d'État de la plupart des grandes économies avancées ont touché récemment de nouveaux creux

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



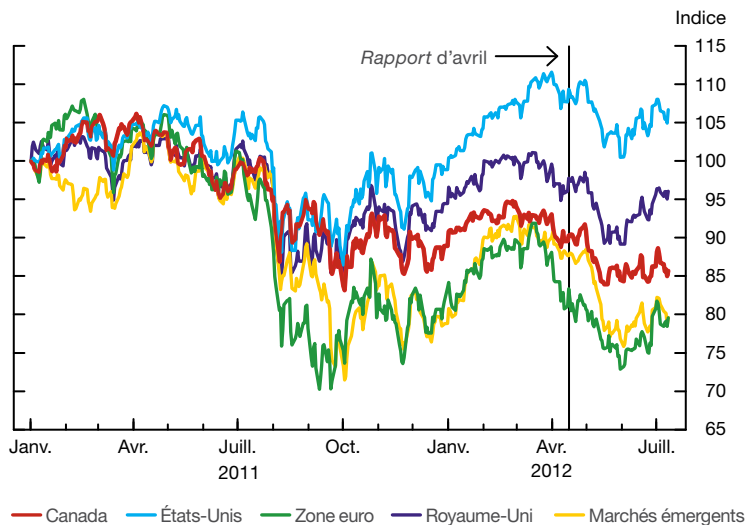
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 juillet 2012

D'autres catégories d'actifs ont aussi été touchées par la détérioration du climat sur les marchés. Les cours des actions se sont repliés ces derniers mois, en particulier les actions des banques (Graphique 4). Toutefois, les volumes d'émissions obligataires des sociétés à l'extérieur de l'Europe sont restés sensiblement les mêmes et les écarts de rendement n'ont guère changé par rapport aux niveaux auxquels ils se situaient en avril.

Les conditions du financement bancaire se sont durcies depuis quelques mois, mais l'ampleur du resserrement a varié selon les pays. Dans certains, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, les banques ont subi une hausse

◀ Les volumes d'émissions obligataires des sociétés à l'extérieur de l'Europe sont restés sensiblement les mêmes.

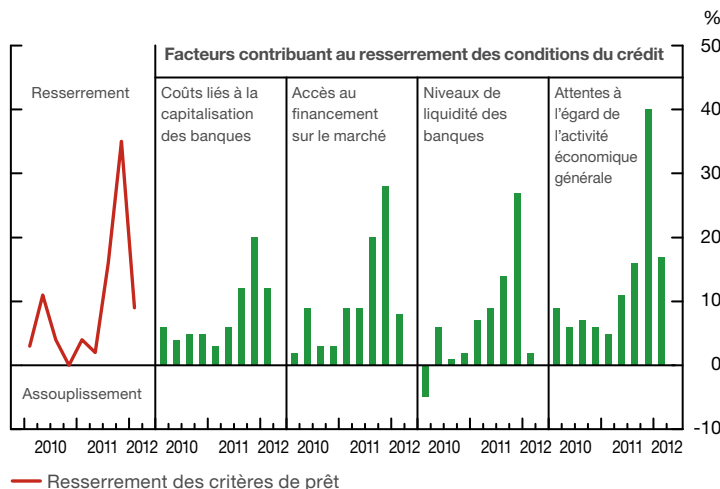
Graphique 4 : Les cours des actions se sont repliés ces derniers moisBase 100 des indices : 1^{er} janvier 2011, données quotidiennes

Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 juillet 2012

Graphique 5 : Les banques de la zone euro ont continué à resserrer les conditions du crédit

Pourcentages nets des banques ayant resserré les conditions du crédit aux entreprises

Nota : Graphique établi à partir des résultats des enquêtes sur les conditions du crédit menées auprès des banques de la zone euro (*Bank Lending Survey*)

Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : 2012T1

relativement modeste de leurs coûts de financement, alors que celles de la zone euro sont soumises à des pressions accrues. Par conséquent, les banques de la zone ont continué à resserrer les conditions du crédit (Graphique 5).

La situation en Europe s'est aussi répercutée sur les conditions d'octroi de prêts bancaires dans un certain nombre d'autres pays. Les banques du Royaume-Uni ont durci les modalités de certains prêts aux ménages et aux sociétés. Bien que les banques américaines aient assoupli légèrement les normes en matière d'octroi de prêts de façon plus générale ces derniers mois, elles ont resserré leurs critères d'octroi de crédit aux banques européennes et aux sociétés non financières ayant une exposition élevée à l'Europe.

◀ Les banques américaines ont assoupli légèrement les normes en matière d'octroi de prêts.

La zone euro

Dans la zone euro, le PIB réel a reculé de 1,3 % au quatrième trimestre de 2011 et n'a pratiquement pas changé au premier trimestre de 2012. La croissance du PIB a été plus importante au premier trimestre que ce qui était anticipé dans le *Rapport* d'avril, mais il y a peu de chances que ce résultat inattendu se maintienne, puisque les conditions économiques continuent de se dégrader dans de nombreux pays de la zone. Avec près de la moitié des économies de la zone déjà en récession, le PIB réel et la demande intérieure privée sont inférieurs d'environ 2 et 6 % respectivement aux sommets qu'ils avaient atteints avant la crise. Les interactions défavorables entre le repli de l'activité économique et les vulnérabilités des secteurs souverain et bancaire se sont intensifiées, ce qui complique encore davantage l'assainissement budgétaire. Qui plus est, l'aggravation de la situation économique dans les pays périphériques a commencé à se propager aux grandes économies qui faisaient preuve de résilience auparavant. Le climat s'est détérioré et en juin, les indices des directeurs d'achat donnaient généralement à penser que l'activité se contractait, même au sein des grandes économies.

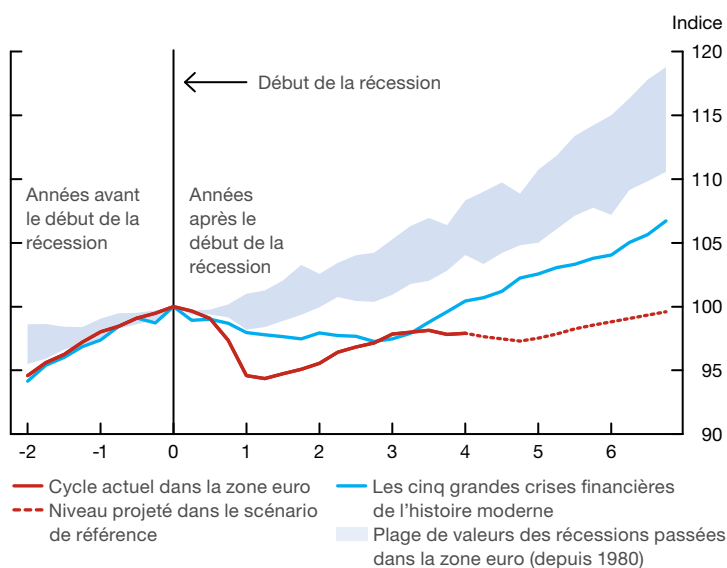
On entrevoit un recul du PIB de la zone euro au cours des trois derniers trimestres de 2012 (Graphique 6). Une très modeste reprise devrait s'amorcer en 2013, soutenue dans une large mesure par un redressement des exportations favorisé par le faible niveau de l'euro et un raffermissement graduel de la demande extérieure. La demande intérieure devrait freiner la croissance en 2013 et ne progresser que modérément en 2014, sous l'effet d'un léger regain de confiance et d'un certain assouplissement des conditions financières. Les perspectives de croissance dans la zone euro comparativement à celles énoncées dans le *Rapport* d'avril sont plus faibles pour

◀ Les conditions économiques continuent de se dégrader dans de nombreux pays de la zone euro.

◀ On entrevoit un recul du PIB de la zone euro au cours des trois derniers trimestres de 2012.

Graphique 6 : L'Europe stagne

Évolution du PIB réel dans la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Eurostat, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

toute la période de projection, en raison de conditions financières plus restrictives, de nouvelles mesures d'austérité budgétaire ainsi que de la perte de confiance¹.

Malgré la situation économique fragile, l'inflation globale dans la zone euro, qui s'établissait à 2,4 % en juin, est demeurée relativement élevée, en partie à cause du relèvement des impôts indirects et des prix administrés. Les pressions inflationnistes sous-jacentes devraient s'atténuer au cours de la période projetée, en raison de l'incidence de l'accroissement des capacités inutilisées et du recul prévu des cours des produits de base, même si les effets des augmentations additionnelles des impôts indirects et des prix administrés continueront d'exercer des pressions à la hausse sur l'inflation mesurée.

Les autorités européennes ont annoncé le 29 juin dernier un certain nombre de nouvelles initiatives destinées à renforcer l'union monétaire et à assouplir les conditions d'emprunt de pays souverains². La mise en œuvre à point nommé de ces mesures cruciales ainsi que d'autres réformes majeures seront probablement nécessaires pour continuer de contenir la crise.

Les États-Unis

L'économie américaine continue d'afficher une expansion modérée, le PIB réel ayant crû de 1,9 % au premier trimestre de 2012, soit un taux légèrement inférieur aux attentes énoncées dans le *Rapport* d'avril. Le profil de croissance de l'économie américaine a été révisé à la baisse au cours de la période de projection, pour tenir compte d'une amélioration plus graduelle des conditions sur le marché du travail, de l'affaiblissement de la demande extérieure et de l'appréciation récente du dollar É.-U. On s'attend à ce que ces influences contrebalancent amplement l'incidence positive de l'assouplissement de la politique monétaire américaine et du recul des prix du pétrole.

On prévoit une croissance du PIB réel des États-Unis d'un peu moins de 2 %, en moyenne, jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, en réaction aux effets restrictifs de l'assainissement budgétaire, de la réduction du levier d'endettement des ménages, de la faible progression de la demande extérieure et des conditions financières difficiles (**Graphique 7**). La croissance devrait se raffermir par la suite, en partie grâce à une augmentation modeste de la demande extérieure.

L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine au cours de la période projetée. Face à l'incertitude considérable entourant le rythme de l'assainissement budgétaire, la Banque prend pour hypothèse dans son scénario de référence que le freinage budgétaire se chiffrera à environ 1 point de pourcentage en 2012 et à 1,5 point en 2013 et en 2014 (**Graphique 8**). Toutefois, un durcissement prononcé de la politique budgétaire au début de 2013 (le « précipice budgétaire ») est prévu dans la loi actuelle, ce qui pourrait retrancher jusqu'à 4 points de pourcentage à la croissance du PIB réel des États-Unis l'an prochain si la loi n'est pas modifiée.

◀ *L'économie américaine continue d'afficher une expansion modérée.*

◀ *L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine.*

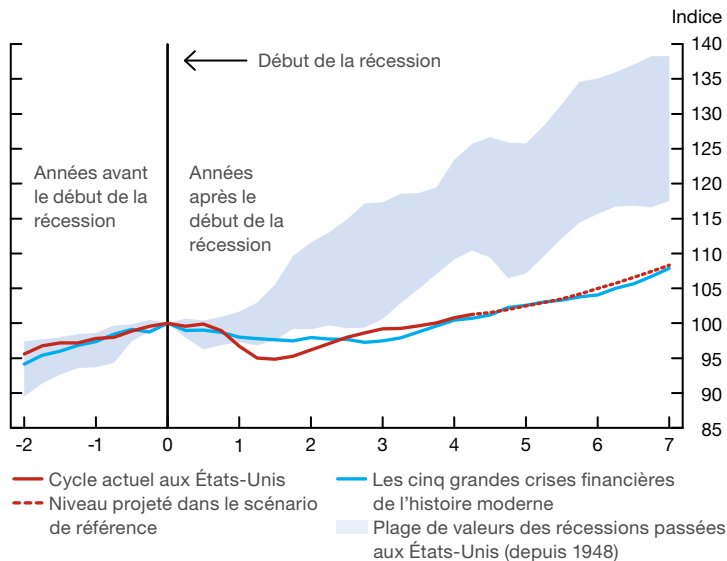
¹ La révision à la baisse des perspectives de croissance en 2012 est masquée par la progression du PIB au premier trimestre supérieure aux attentes, le taux de croissance annuel moyen étant le même que celui indiqué dans le dernier *Rapport*.

² Voir la déclaration du sommet de la zone euro du 29 juin à l'adresse http://consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131360.pdf.

Par contre, on anticipe que la politique monétaire demeurera très expansionniste tout au long de la période projetée. La Réserve fédérale américaine a récemment prolongé de juin 2012 à la fin de l'année son programme visant à accroître l'échéance moyenne de son portefeuille de titres. Elle s'attend

Graphique 7 : Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes

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

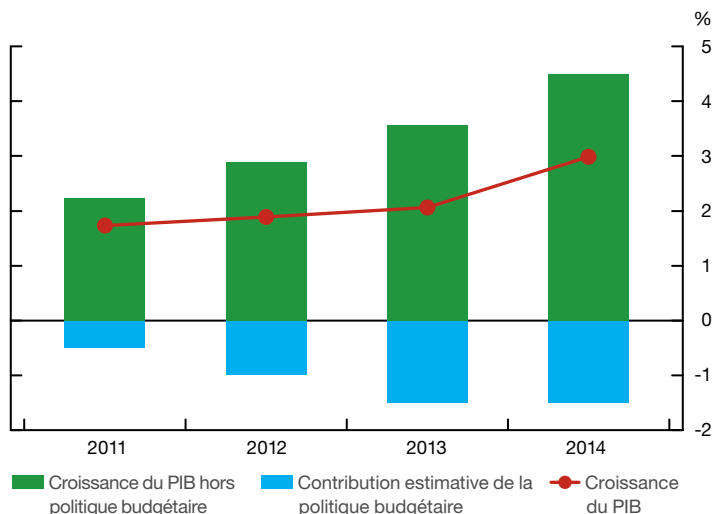


Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

Graphique 8 : L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin de 2014

Données annuelles

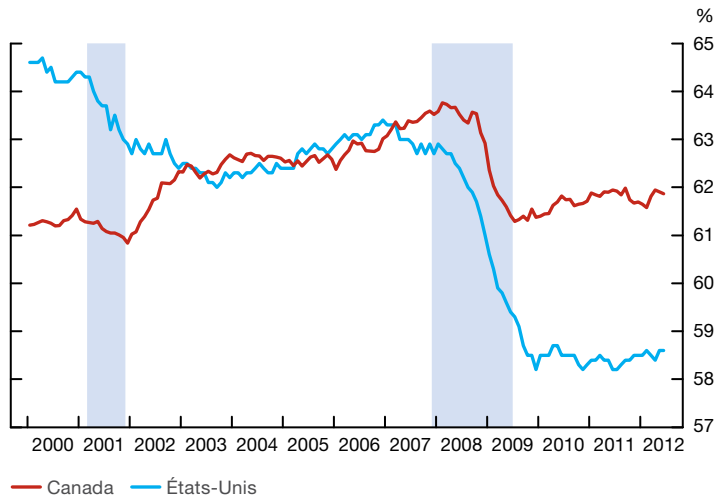


Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects de ces dépenses sur d'autres composantes de la demande globale.

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

Graphique 9 : Les conditions moroses sur le marché du travail aux États-Unis devraient limiter la progression de la consommation

Ratio de l'emploi à la population, données mensuelles



Nota : Les bandes verticales ombrées représentent des récessions ayant touché les États-Unis.

Sources : Bureau of Labor Statistics des États-Unis et Statistique Canada Dernière observation : juin 2012

encore à ce que les conditions économiques nécessitent vraisemblablement le maintien du taux des fonds fédéraux à des niveaux exceptionnellement bas, au moins jusque vers la fin de 2014.

La progression de la consommation devrait demeurer modeste au cours de la période de projection, alors que les ménages continuent d'assainir leur bilan dans un contexte de morosité du marché du travail, de compressions budgétaires et de faiblesse persistante des prix des maisons (Graphique 9). Cependant, l'accroissement du pouvoir d'achat réel découlant de la baisse des cours du pétrole devrait soutenir quelque peu les dépenses des ménages.

Le marché américain du logement reste anémique par rapport à ce qui a été observé lors des reprises précédentes. La demande de logements est toujours atone étant donné les critères rigoureux de souscription s'appliquant aux nouveaux prêts hypothécaires, alors que le stock important de logements inoccupés et de propriétés faisant l'objet d'une procédure de saisie continue à restreindre la hausse de la construction résidentielle et des prix. Les mises en chantier, qui avaient touché un creux de près de 500 000 logements pendant la récession, dépassent 700 000 logements, un chiffre toutefois nettement inférieur à la moyenne de 1,7 million de logements observée durant la décennie qui a précédé la crise. La construction résidentielle devrait continuer de progresser, à partir de ces niveaux toujours bas, soutenue en cela par une amélioration de la situation sur le marché du travail, un assouplissement graduel des conditions d'octroi de prêts et une baisse du stock de logements inoccupés.

◀ *Le marché américain du logement reste anémique.*

Les taux d'inoccupation élevés et les conditions d'emprunt difficiles modèrent également la croissance de la construction non résidentielle. On projette une reprise modeste dans ce secteur à compter de 2013, les effets de ces facteurs devant s'estomper graduellement.

L'incertitude engendrée par le débat sur les finances publiques aux États-Unis ainsi que la faiblesse de l'économie mondiale devraient brider quelque peu la progression des investissements des entreprises en 2012. Ceux-ci, de même que les exportations, devraient toutefois continuer d'apporter un

soutien important à l'expansion de l'économie américaine durant la période projetée. Lorsque la situation en Europe s'améliorera et que l'incertitude entourant la politique budgétaire aux États-Unis sera levée, les investissements des entreprises devraient s'accélérer, grâce à la solidité financière des entreprises et aux bénéfices appréciables réalisés. Bien que la croissance des exportations américaines devrait décélérer en 2012, en raison de l'incidence du ralentissement de la demande émanant des partenaires commerciaux et de l'appréciation passée du taux de change effectif réel du dollar américain, on s'attend à ce qu'elle se renforce à partir de 2013, lorsque la demande mondiale commencera à se redresser.

Compte tenu de la faiblesse de l'expansion aux États-Unis, on prévoit que l'offre excédentaire au sein de l'économie demeurera importante jusqu'à la fin de 2014 et qu'elle atténuera les tensions inflationnistes sous-jacentes.

Le Japon

Le PIB réel du Japon a grimpé de 4,7 % au premier trimestre de 2012, ce qui est nettement supérieur à la projection d'avril. Ce rebond est attribuable à une hausse marquée de la consommation, alimentée par les subventions à l'achat de véhicules écoénergétiques, ainsi qu'à une progression robuste des dépenses publiques liées à la reconstruction. Les exportations ont aussi augmenté solidement à la faveur de la poursuite du rétablissement des activités, les effets des inondations en Thaïlande se faisant moins sentir. Comme l'inflation se maintient bien en deçà de l'objectif officiel de 1 %, la Banque du Japon a décidé d'accroître la taille de son programme d'achat d'actifs, de reporter de six mois sa date d'expiration et d'acquiescer des obligations d'État à plus longue échéance.

Le PIB réel du Japon devrait croître à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2013, soutenu par l'activité de reconstruction et les programmes de relance gouvernementaux. On s'attend toutefois à ce que l'expansion économique ralentisse en 2014, en raison de l'effet modérateur exercé par le relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée³. Le niveau élevé du yen et le léger raffermissement de la demande étrangère devraient restreindre la progression des exportations jusqu'à la fin de 2014. Comparativement à ce qui était énoncé dans le *Rapport* d'avril, la croissance du PIB réel devrait être plus vigoureuse en 2012, mais un peu plus faible par la suite.

◀ *Le PIB réel du Japon devrait croître à un rythme modéré.*

Les économies de marché émergentes

La croissance économique en Chine ralentit plus fortement qu'anticipé au moment de la publication du *Rapport* d'avril (**Encadré 1**). L'expansion du PIB réel est passée à 7,6 %, en glissement annuel, au deuxième trimestre de 2012, ce qui constitue le résultat le plus bas en plus de trois ans. Le resserrement antérieur des politiques monétaire et macroprudentielle a entraîné une décélération généralisée de la demande intérieure, alors que la demande extérieure plus faible, principalement européenne, a pesé sur la croissance des exportations. Les pressions inflationnistes s'amoindrissent, le taux d'accroissement des prix à la consommation étant tombé à 2,2 % en juin, du fait surtout de la modération de la hausse des prix des aliments. Les prix des logements ont aussi continué de descendre, en glissement annuel (**Graphique 10**). Compte tenu du ralentissement de l'expansion économique et de l'allègement des pressions exercées sur les prix, la Banque populaire de Chine a continué d'assouplir sa politique monétaire. Elle a réduit le taux des réserves obligatoires

◀ *La croissance économique en Chine ralentit plus fortement qu'anticipé.*

³ Au Japon, la taxe sur la valeur ajoutée passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015.

Encadré 1

Évolution récente des économies émergentes

Les économies avancées affichant une reprise plutôt lente, caractéristique des sorties de crises de grande envergure, les économies émergentes sont devenues des moteurs importants de la croissance mondiale. Bien que la croissance reste plus forte dans ces économies que dans les pays avancés, les données récentes indiquent que l'activité dans nombre d'économies émergentes, en particulier la Chine, l'Inde et le Brésil, a beaucoup ralenti. Globalement, le taux d'accroissement du PIB dans les pays émergents, qui atteignait 6,4 % en 2011, a chuté à 5,5 % (en glissement annuel) au premier trimestre de 2012 (**Graphique 1-A**). Une décelération était attendue, mais son ampleur a surpris.

Le ralentissement dans les économies émergentes tient à la fois à des facteurs extérieurs et intérieurs. Comme la Banque l'entrevoit dans le *Rapport d'avril*, la faiblesse de la demande des pays avancés pèse sur la croissance des exportations des économies émergentes, qui est ainsi descendue à 7 % en glissement annuel en 2011, alors qu'elle s'établissait en moyenne à 12 % avant la crise¹. De plus, l'incertitude entourant les perspectives économiques des pays avancés contribue à la dégradation du climat de confiance et à la volatilité des flux de capitaux et conduit, ce faisant, à une dépréciation des taux de change et à une baisse des cours des actions². Compte tenu de l'atonie de la conjoncture extérieure, la demande intérieure devrait devenir le principal vecteur d'expansion économique dans les pays émergents. La consommation y croît à un rythme soutenu, grâce à de bas taux de chômage et à l'accroissement des salaires. Toutefois, l'investissement est en perte de vitesse dans les plus grands marchés émergents, en raison des effets retardés du resserrement monétaire et d'autres mesures publiques destinées à ramener l'investissement sur une trajectoire viable. En Chine, par exemple, les autorités ont maintenu les mesures restrictives en place sur le marché du logement et dans certains secteurs (tels que la fabrication d'acier et de ciment)³. Dans d'autres économies émergentes, notamment en Inde, la lenteur de la mise en œuvre de réformes structurelles mine la confiance des entreprises et freine le rythme d'augmentation de la production potentielle.

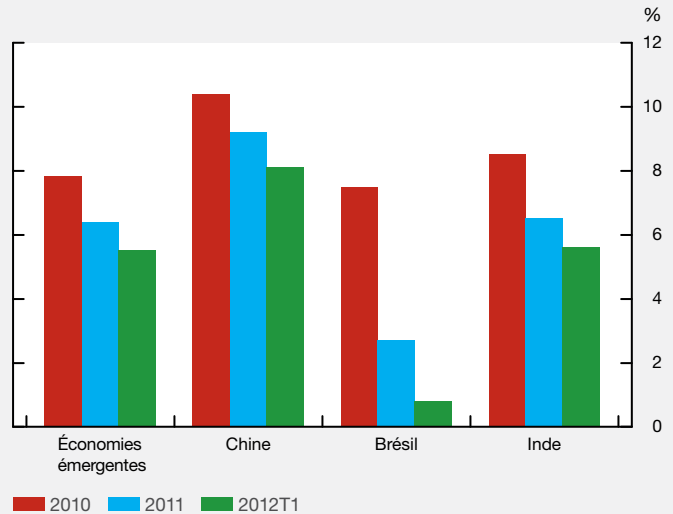
1 On a observé un recul notable des exportations des pays émergents vers la zone euro et vers la Chine (principal importateur d'un grand nombre des produits de base et des biens intermédiaires provenant de ces pays).

2 De par leurs liens commerciaux et financiers avec la zone euro, les pays émergents d'Europe (Hongrie, Pologne, République tchèque, Roumanie et Russie) sont touchés par les retombées négatives importantes qu'a la crise actuelle de la dette souveraine, notamment par le truchement de la réduction du levier financier des banques de la zone euro. Dans les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine, la croissance du crédit est demeurée vigoureuse au premier trimestre de 2012.

3 Au nombre des mesures restrictives concernant le logement, notons le relèvement du montant de la mise de fonds, la hausse du niveau des taux hypothécaires et l'imposition de restrictions sur la propriété d'un logement secondaire.

Graphique 1-A : La croissance du PIB réel a ralenti dans les économies émergentes

Taux de variation en glissement annuel, données annuelles et trimestrielles



Nota : Les chiffres pour chaque pays ou groupe de pays sont pondérés par la part de chacun dans le PIB mondial, déterminée d'après les estimations du Fonds monétaire international des PIB calculés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011. Sources : J.P. Morgan, livraison d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI et calculs de la Banque du Canada

En réaction au fléchissement de l'activité, les autorités des pays émergents ont entrepris d'assouplir les politiques budgétaire et monétaire. De nouveaux plans de relance voient le jour en Chine et au Brésil, et la plupart des pays émergents ont la capacité de mettre en place des mesures expansionnistes limitées, même si leur marge de manœuvre est moindre qu'en 2008. Nombreux sont d'ailleurs les pays émergents qui, récemment, ont profité d'une atténuation des tensions inflationnistes pour abaisser leur taux directeur. Les réformes structurelles devraient également concourir de manière importante à soutenir la progression d'une demande intérieure durable.

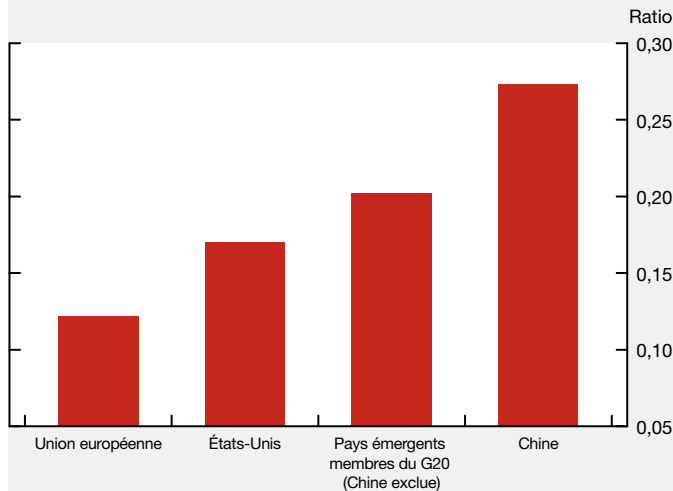
Les économies émergentes représentent une part faible (9 %), quoique croissante, des exportations canadiennes. Il reste que la demande en provenance de ces pays constitue le principal déterminant des prix des produits de base et, partant, des termes de l'échange du Canada. Dans ces pays, en particulier la Chine, un affaiblissement des composantes de la croissance à forte intensité énergétique aurait des répercussions notables sur les prix mondiaux des produits de base (**Graphique 1-B**). Par ailleurs, les pays émergents membres du G20 achètent près de 70 % des importations mondiales de minerai de fer et environ 50 % du cuivre, du

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

Graphique 1-B : Les économies émergentes ont une croissance à intensité énergétique plus forte que les économies avancées

Énergie consommée par unité de PIB en 2009

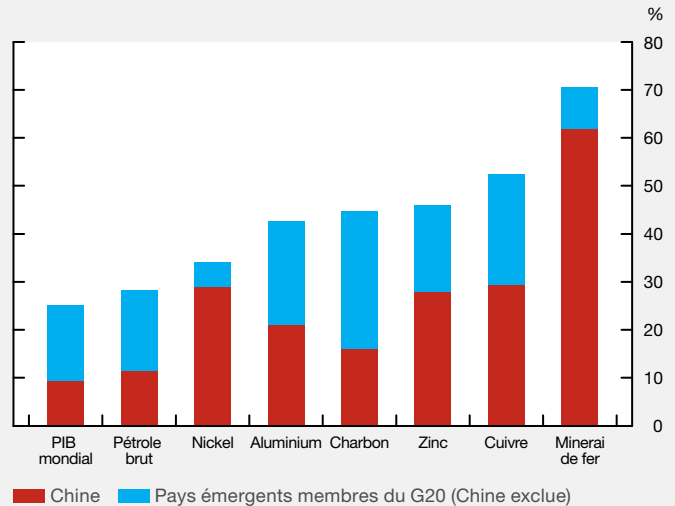


Nota : L'énergie consommée par unité de PIB correspond aux unités d'énergie consommées (équivalant chacune à un kilogramme de pétrole) par unité de PIB convertie en dollars internationaux constants de 2005 au moyen de taux de parité des pouvoirs d'achat (un dollar international a le même pouvoir d'achat qu'un dollar américain aux États-Unis). Les chiffres pour le groupe des pays émergents sont pondérés par leur part du PIB, déterminée d'après les estimations de la Banque mondiale des PIB calculés en parité des pouvoirs d'achat pour 2009.

Source : Banque mondiale

Graphique 1-C : Les économies émergentes représentent une part importante des importations mondiales de produits de base

Part (en pourcentage) du PIB mondial et des importations mondiales de produits de base en 2010



Sources : base de données Comtrade des Nations Unies, livraison d'avril 2012 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI et calculs de la Banque du Canada

zinc et de l'aluminium (**Graphique 1-C**). La majeure partie des exportations de métaux communs du Canada sont constituées de ces trois métaux. En outre, la quasi-totalité de l'augmentation de la demande de pétrole ces dernières années est attribuable aux économies émergentes.

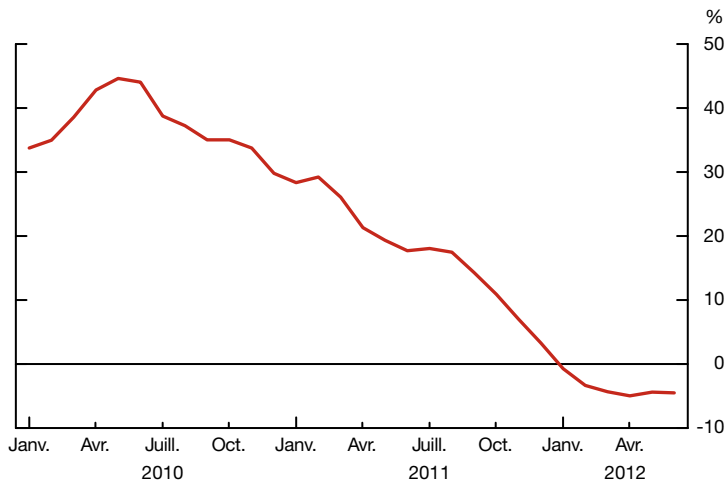
L'assombrissement des perspectives de croissance dans ces économies a donc sans doute joué un rôle déterminant dans la chute récente des prix des matières premières. Mais au-delà des préoccupations à court terme concernant la vigueur de la croissance économique, la Banque s'attend à ce que les prix des produits de base demeurent élevés à moyen terme, à la faveur de la reprise de l'économie mondiale.

des institutions financières de 150 points de base au total depuis décembre et retranché en tout 56 points de base à son taux d'intérêt débiteur de référence ces deux derniers mois. La politique budgétaire a elle aussi été relâchée.

Le PIB réel de la Chine devrait croître de 7,8 % en moyenne par an jusqu'à la fin de 2014, ce qui est légèrement inférieur au taux anticipé en avril. L'expansion des exportations devrait être bridée en 2012 par la faiblesse de l'activité dans les économies avancées, particulièrement dans la zone euro, puis se redresser à la fin de 2013 et en 2014, grâce à l'amélioration de la conjoncture extérieure. Un déplacement lent de la demande allant des exportations vers la consommation est prévu durant la période de projection, favorisé par le plan visant à stimuler les dépenses des ménages annoncé par le gouvernement ainsi que par une appréciation très modeste du taux de change effectif réel. Par conséquent, certains progrès limités en vue de la résolution des déséquilibres mondiaux sont attendus au cours de la période projetée.

Graphique 10 : Les prix des logements en Chine continuent de reculer

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



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

Dernière observation : juin 2012

Dans d'autres économies émergentes, le ralentissement de la demande extérieure, le resserrement antérieur de la politique monétaire, les pressions exercées sur les conditions financières par la réduction du levier d'endettement de banques étrangères et, dans certains cas, la stagnation des efforts de réforme ont donné lieu à une décélération progressive de l'activité économique. Au Brésil, la croissance économique a été quasi nulle au premier trimestre de 2012, tandis que l'Inde a enregistré son expansion la plus faible en dix ans. En réaction à la détérioration des perspectives de croissance, les banques centrales de nombreux pays émergents inversent le resserrement passé de leurs politiques et abaissent leurs taux d'intérêt directeurs. Un certain nombre de pays sont aussi en train de mettre en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire. L'expansion économique devrait néanmoins rester relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, puis reprendre graduellement par la suite, à mesure que la demande d'exportations se raffermira dans les économies avancées. Comparativement aux attentes formulées dans le *Rapport* d'avril, la progression du PIB réel devrait être plus faible durant la période de projection, en raison du recul de la demande extérieure.

◀ Les banques centrales de nombreux pays émergents inversent le resserrement passé de leurs politiques.

Les cours des produits de base

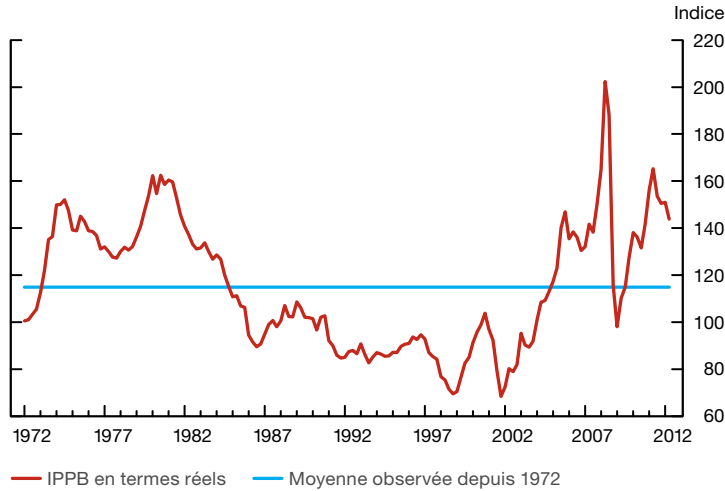
Bien qu'élevés par rapport à leur niveau passé (**Graphique 11**), les cours de nombreux produits de base se sont repliés depuis la parution du *Rapport* en avril, sous l'effet de l'assombrissement des perspectives de l'économie du globe. Les cours mondiaux du pétrole ont affiché leur plus forte baisse, soit environ 15 %, depuis avril. À en juger par la courbe la plus récente des cours à terme, les cours du brut Brent fléchiront progressivement durant la période projetée, sous l'effet du tassement de la demande, conjugué à la solide production attendue des pays qui ne font pas partie de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). L'écart entre les cours du West Texas Intermediate (WTI) et les cours du Brent devrait se rétrécir, passant d'environ 16 dollars É.-U. au deuxième trimestre de 2012 à quelque 7 dollars É.-U. vers la fin de 2014, car l'agrandissement du réseau de pipelines devrait contribuer à résorber en partie l'offre excédentaire dans le Midwest

◀ Les cours de nombreux produits de base se sont repliés.

américain. Par comparaison aux attentes formulées en avril, les cours du pétrole devraient être considérablement plus faibles jusqu'à la fin de 2014, ce qui est imputable principalement à la détérioration des perspectives à l'égard de la demande mondiale (Graphique 12).

Graphique 11 : Les cours des produits de base demeurent élevés en regard du passé

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

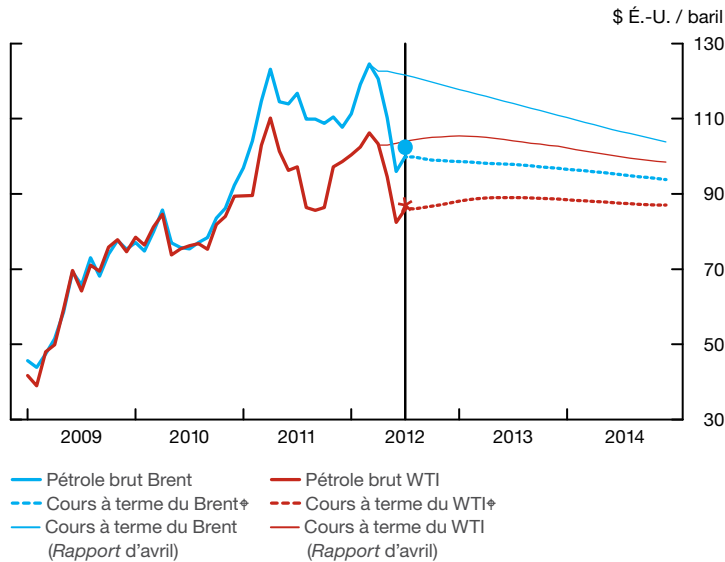


Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T2

Graphique 12 : Les cours du pétrole brut ont chuté récemment et devraient rester inférieurs aux niveaux projetés en avril jusqu'à la fin de 2014

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut WTI (13 juillet 2012)

● Cours du pétrole brut Brent selon les contrats à échéance rapprochée (13 juillet 2012)

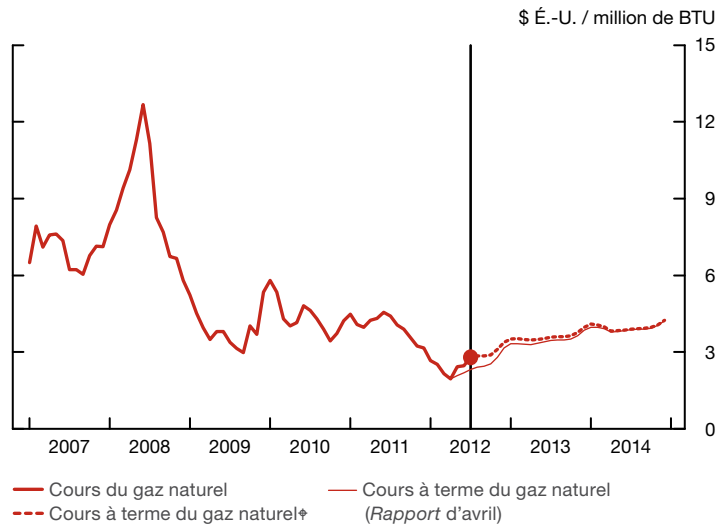
♣ Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 juillet 2012.

Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut WTI pour juillet 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 13 juillet 2012. Les valeurs des prix du pétrole brut Brent pour juillet 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des prix des contrats à terme à échéance rapprochée jusqu'au 13 juillet 2012.

Source : Banque du Canada

Graphique 13 : Les prix du gaz naturel devraient augmenter jusqu'à la fin de 2014

Données mensuelles



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

† Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 13 juillet 2012.

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

Source : Banque du Canada

Bien qu'ils aient rebondi depuis la publication du *Rapport d'avril*, soutenus par la hausse de la demande pour la production d'électricité, les prix du gaz naturel sont encore très bas comparativement à leur niveau historique. Selon la courbe la plus récente des cours à terme, ils devraient continuer leur ascension jusqu'à la fin de 2014, conformément aux anticipations énoncées en avril (**Graphique 13**).

Les cours de la plupart des produits de base non énergétiques ont reculé légèrement depuis avril et devraient généralement demeurer un peu en deçà des niveaux escomptés au moment de la parution du dernier *Rapport*, jusqu'à la fin de 2014. Le ralentissement de l'expansion de la demande chinoise et la situation dans la zone euro ont exercé des pressions à la baisse considérables sur les prix des métaux communs, qui devraient se poursuivre jusqu'au début de 2013. Ces prix devraient ensuite augmenter lentement, grâce au redressement de la croissance de l'économie mondiale. Les conditions climatiques très défavorables observées récemment ayant eu pour effet de réduire l'offre, les prix des produits agricoles devraient rester élevés pour le reste de 2012, puis diminuer par la suite. Compte tenu du rythme graduel de la reprise dans le secteur américain du logement et d'une modération de la demande en provenance de la Chine, les prix des produits forestiers devraient rester faibles durant la période projetée.

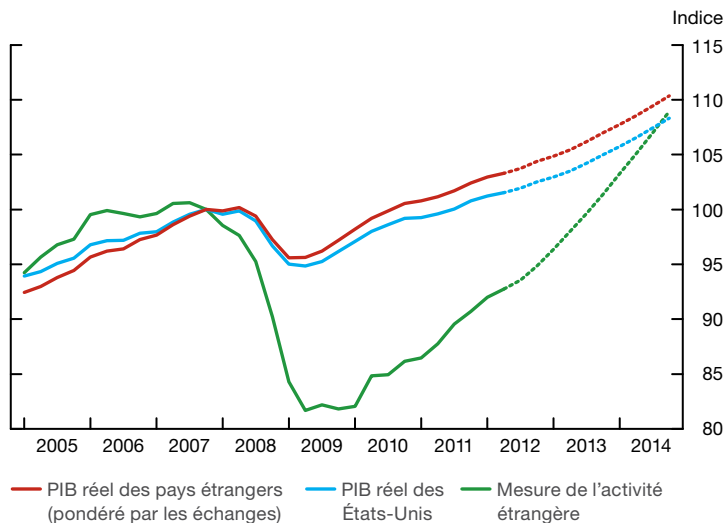
Les implications pour l'économie canadienne

La demande d'exportations canadiennes demeure atone : la mesure de l'activité étrangère n'a regagné qu'un peu plus de la moitié du terrain perdu durant la récession de 2008-2009, en raison surtout de la faible reprise aux

◀ La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître régulièrement.

Graphique 14 : La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître à un rythme plus rapide que le PIB des pays étrangers pondéré par les échanges

Base 100 de l'indice : 2007T4, données trimestrielles



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

États-Unis⁴. Cette mesure devrait s'accroître régulièrement au cours de la période de projection et augmenter plus rapidement que le PIB étranger pondéré en fonction des échanges commerciaux et que le PIB des États-Unis (Graphique 14), compte tenu du dynamisme soutenu des dépenses d'investissement des entreprises de ce pays et du redressement graduel du marché américain de l'habitation à partir de niveaux déprimés. Selon les projections, la mesure dépassera son niveau d'avant la récession au second semestre de 2013. Le profil d'évolution anticipé de la mesure de l'activité étrangère jusqu'à la fin de 2014 est cependant inférieur à celui envisagé dans le *Rapport* d'avril, du fait de la révision à la baisse des perspectives de croissance économique à l'échelle du globe dont les effets sont compensés en partie par la composition légèrement plus favorable de la demande américaine.

La méthode utilisée pour calculer l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a récemment été améliorée. Les pondérations des produits de base sont maintenant plus précises et le panier des cours du pétrole de référence a été élargi, ce qui permet de mieux mesurer les prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole (Encadré 2). Ces modifications font ressortir le fait que le pétrole brut occupe une part de plus en plus importante dans la valeur de la production totale de matières premières au Canada, et le gaz naturel, une part de moins en moins grande.

L'IPPB (calculé selon la nouvelle méthode) a reculé d'environ 6 % depuis avril. En raison de l'offre excédentaire engendrée par la forte progression de la production et des mises hors service temporaires de raffineries et d'oléoducs, les prix du Western Canada Select ont chuté de 22 % depuis la parution du *Rapport* d'avril, ce qui représente une baisse supérieure à celle des prix mondiaux. Ces évolutions sont à l'origine d'une détérioration des termes de l'échange du Canada. Durant la période de projection, l'IPPB

◀ Les prix du Western Canada Select ont chuté de 22 % depuis la parution du *Rapport* d'avril.

⁴ La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en intégrant les composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique à l'extérieur de ce pays.

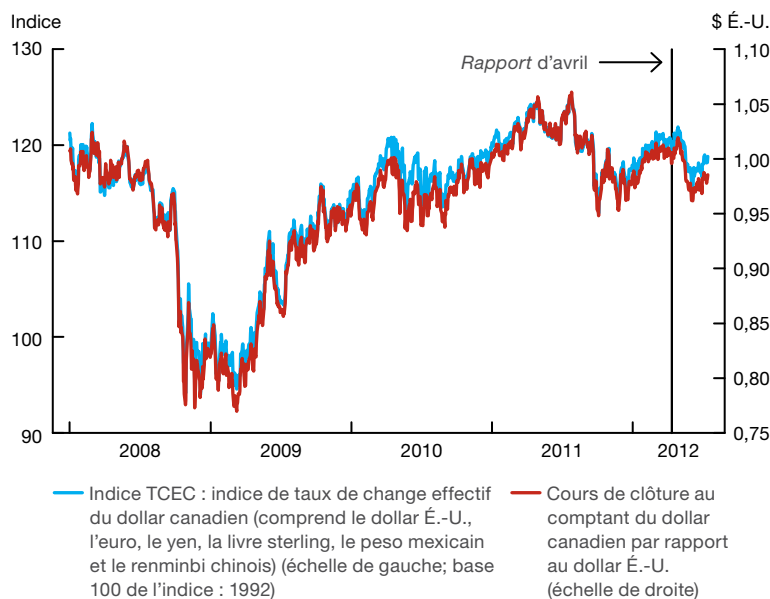
devrait s'inscrire en hausse, du fait du renchérissement soutenu du gaz naturel et d'un léger rétrécissement de l'écart entre le cours du brut Brent et les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, ce qui devrait avoir une incidence positive sur les termes de l'échange du Canada.

Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est établie en moyenne à 98 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de juin (**Graphique 15**) et devrait rester à ce niveau durant la période projetée, comparativement au niveau de 101 cents É.-U. postulé dans le *Rapport* d'avril.

Graphique 15 : La valeur du dollar canadien a baissé depuis la publication du dernier *Rapport*

Données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 juillet 2012

Encadré 2

Améliorations apportées à l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque intègre les cours de 24 matières premières importantes pour le Canada. Il repose sur la méthodologie de l'indice en chaîne de Fisher, et les prix de chaque produit de base sont pondérés d'après sa valeur dans la production canadienne de matières premières¹. L'IPPB est un outil important pour mesurer a) l'activité économique du secteur des ressources naturelles au Canada; b) les coûts globaux des matières premières auxquels sont confrontés les producteurs canadiens; c) les termes de l'échange du pays. En vue d'améliorer l'indice, le personnel de la Banque y a récemment intégré des pondérations plus fines et a élargi le panier des cours de référence du pétrole.

Des pondérations plus fines des produits de base

La plupart des coefficients de pondération de l'IPPB sont établis à partir des tableaux d'entrées-sorties préparés par Statistique Canada, qui ne les produit qu'avec un décalage de quatre ans (actuellement, les données les plus récentes remontent donc à 2008). Jusqu'à présent, les pondérations employées pour les années où les données entrées-sorties n'étaient pas encore disponibles étaient maintenues à leur dernière valeur historique. Dans le but de brosser un portrait plus fidèle de la production de matières premières au Canada et de réduire l'ampleur des corrections annuelles apportées aux valeurs passées de l'indice, une nouvelle technique d'estimation des pondérations a été mise au point pour les années les plus récentes. Plus précisément, le taux de variation des valeurs de production (qui servent à calculer les pondérations) est obtenu par approximation en multipliant le taux de variation annuel des cours des matières premières par la fluctuation estimative des volumes de production au Canada².

Un panier élargi de cours de référence du pétrole

L'éventail des cours du pétrole utilisé dans l'élaboration de l'IPPB a été élargi afin de mieux tenir compte des prix

payés aux producteurs canadiens. Ces prix se sont dernièrement écartés des cours de référence mondiaux en raison de contraintes logistiques qui affectent le Midwest américain. Outre le prix du West Texas Intermediate (WTI), l'IPPB intègre désormais le cours du Brent, prix de référence des pétroles légers extraits au large des côtes de l'Est du Canada, et le prix du Western Canada Crude (WCC)³, cours-étalon des pétroles lourds de l'Ouest du Canada. Chacun de ces bruts de référence est pondéré en fonction de sa valeur de production dans l'IPPB, à l'aide de la méthode d'estimation décrite précédemment⁴.

Le renouvellement des coefficients de pondération et l'élargissement du panier des cours de référence du pétrole ont entraîné des révisions notables de la composition et du niveau de l'indice pour les années récentes; la plupart des révisions tiennent aux nouvelles pondérations. Les modifications montrent que la valeur des produits de base canadiens est de plus en plus influencée par la production de pétrole brut, comme l'indique dans le **Graphique 2-A** l'accroissement du coefficient de pondération attribué à l'or noir (46 % en 2011 contre 41 % en 2008). Durant la même période, le recul considérable des prix du gaz naturel a entraîné un repli marqué de cette matière première dans le panier des produits de base énergétiques canadiens. La part accrue du pétrole dans l'indice, conjuguée au relèvement de la pondération des métaux et des minéraux, a amené à revoir à la hausse le niveau de l'IPPB. En 2011, cette révision s'est traduite par une augmentation de près de 10 % de l'indice (**Graphique 2-B**).

(suite à la page suivante)

¹ Pour en savoir plus, se reporter à l'étude de I. Kolet et R. Macdonald, *The Fisher BCPI: The Bank of Canada's New Commodity Price Index* (document d'analyse n° 2010-6, Banque du Canada, 2010).

² Les volumes de production sont calculés avec des données provenant de diverses sources officielles, dont Statistique Canada, Ressources naturelles Canada et l'Office national de l'énergie.

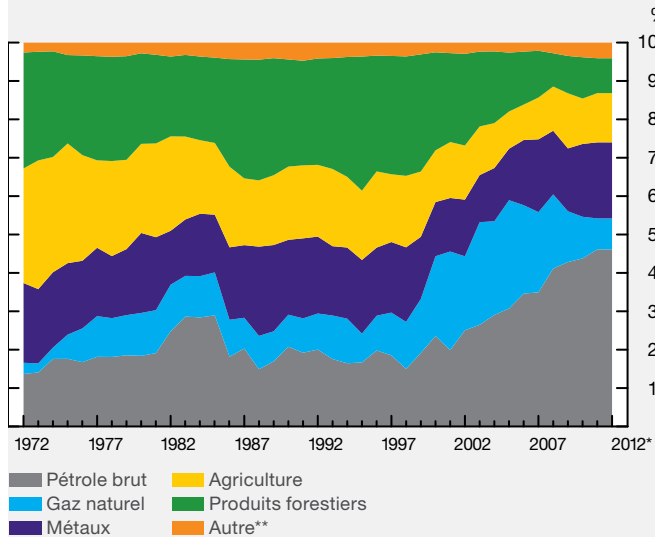
³ L'indice WCC se fonde sur l'indice relatif au pétrole brut lourd canadien de Net Energy, négocié quotidiennement à la Bourse de Chicago. Puisqu'il n'existe pas de données d'indice pour la période précédant octobre 2010, nous avons construit des séries rétrospectives en combinant les cours au comptant passés du Western Canada Select et le taux de croissance passé du cours de référence qu'est le prix du WTI.

⁴ Pour 2012, les coefficients de pondération appliqués au WTI, au WCC et au Brent ont été de 52 %, 36 % et 11 % respectivement. Le WTI regroupe à la fois les pétroles légers conventionnels et les pétroles légers synthétiques (bitume valorisé) produits dans l'Ouest du Canada. Le faible coefficient attribué au Brent traduit la part limitée de la production pétrolière extracôticière de l'Est du Canada dans le volume total de la production nationale de pétrole. Le Brent occupe cependant une place bien plus importante dans la composition des bruts importés, ce qui en fait un déterminant majeur des termes de l'échange du Canada.

Encadré 2 (suite)

Graphique 2-A : La nouvelle méthode d'estimation des pondérations de l'IPPB fait ressortir la hausse qu'a connue la part du pétrole ces dernières années

Parts en valeur dans la production canadienne de matières premières, données annuelles



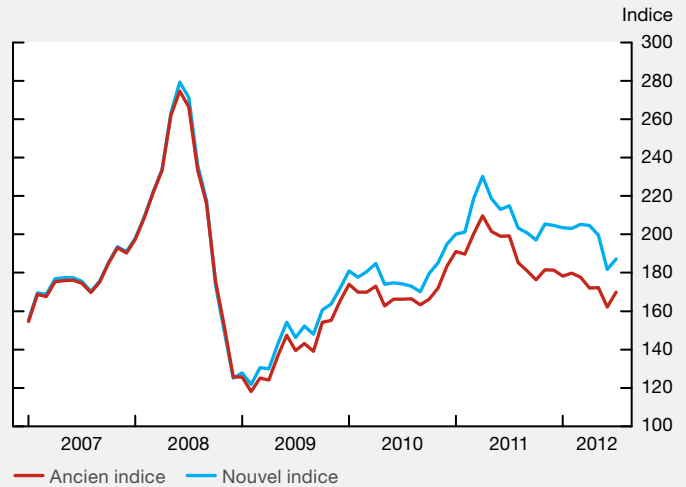
* Pondérations estimées sur la base de la nouvelle méthode

** Réunit les produits de la pêche et le charbon

Sources : Statistique Canada, Pêches et Océans Canada, Ressources naturelles Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2012

Graphique 2-B : Les nouvelles pondérations ont entraîné une révision à la hausse du niveau de l'IPPB pour les années récentes

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (nouvelle base 100 : janvier 2003), données mensuelles



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 13 juillet 2012

L'économie canadienne

Bien que les vents contraires extérieurs freinent l'activité économique au Canada, des facteurs internes devraient soutenir une croissance modérée au pays. La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013. Elle continue d'anticiper que, pendant la période de projection, la croissance sera alimentée principalement par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur de conditions financières très expansionnistes au Canada. L'activité dans le secteur du logement, qui a atteint des niveaux inégalés, devrait ralentir. On s'attend à ce que les exportations canadiennes se maintiennent en deçà du sommet atteint avant la récession jusqu'au début de 2014, compte tenu de la dynamique de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Ces perspectives d'évolution de l'économie canadienne sont moins favorables à court terme qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* d'avril. L'expansion projetée des dépenses des ménages et des investissements des entreprises a été révisée quelque peu à la baisse, en raison principalement de la nouvelle intensification des vents contraires extérieurs, notamment les effets des cours moins élevés des produits de base sur les revenus et la richesse au Canada. La croissance projetée des exportations est elle aussi inférieure à celle présentée en avril, ce qui cadre avec l'affaiblissement des perspectives de la demande étrangère. Par conséquent, l'économie canadienne devrait continuer d'afficher une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement.

La Banque s'attend encore à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence reste aux environs de 2 % durant la période de projection, alors que l'économie tourne près de son plein potentiel, que la progression de la rémunération du travail demeure modérée et que les attentes d'inflation restent bien ancrées. Compte tenu des prix moins élevés de l'essence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

Les conditions financières

Malgré la détérioration des conditions financières à l'échelle mondiale, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore très avantageux (**Graphique 16**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

◀ *La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera à peu près au même rythme que la production potentielle à court terme, avant de s'accélérer au cours de 2013.*

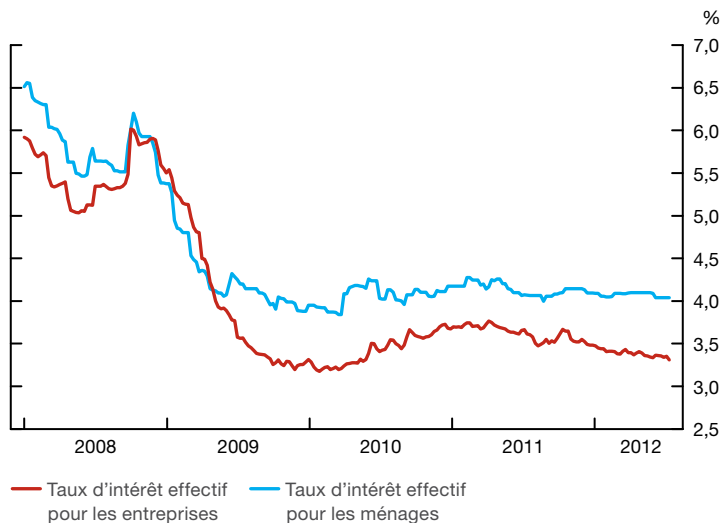
◀ *L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 %.*

◀ *L'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.*

◀ *L'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore très avantageux.*

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas

Données hebdomadaires

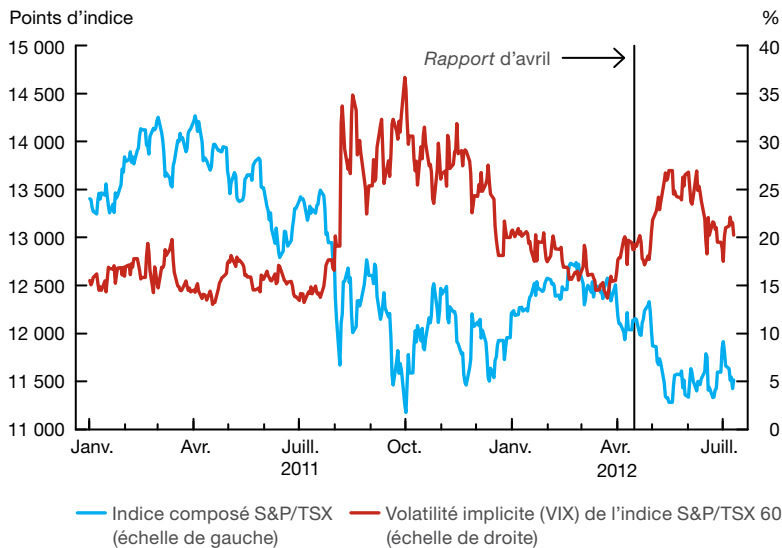


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 juillet 2012

Graphique 17 : Depuis la publication du dernier *Rapport*, les cours des actions ont chuté et la volatilité s'est accentuée



Nota : L'indice S&P/TSX 60 couvre environ 73 % de la capitalisation boursière canadienne. Le VIX est une mesure de la volatilité implicite sur une période de 30 jours, établie à partir des contrats d'option sur l'indice S&P/TSX 60.

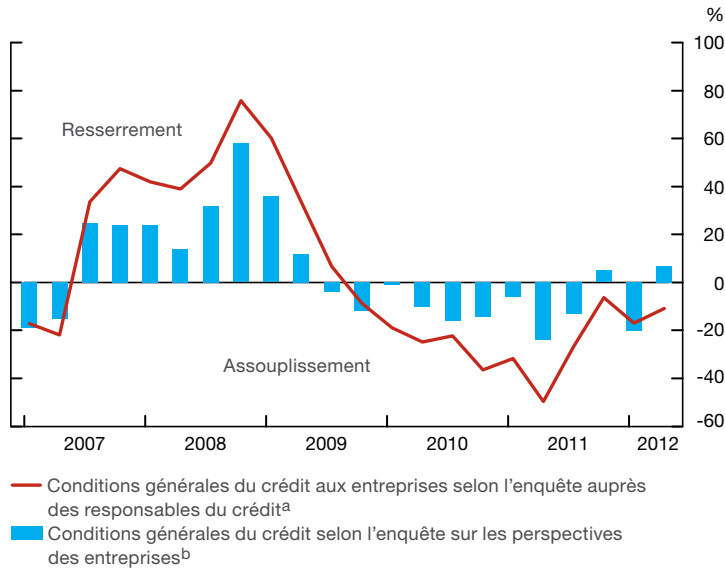
Source : Bloomberg

Dernière observation : 13 juillet 2012

Les marchés financiers canadiens sont demeurés résilients au cours des derniers mois, bien qu'ils se soient ressentis de la montée de l'aversion pour le risque et de la volatilité sur les marchés mondiaux. En particulier, l'indice composite S&P/TSX s'est replié d'environ 10 % par rapport à son sommet du premier trimestre et la volatilité s'est accentuée (Graphique 17). Les écarts de crédit sur les obligations de sociétés canadiennes se sont aussi

Graphique 18 : Les résultats des enquêtes donnent à penser que les conditions du crédit aux entreprises canadiennes demeurent très avantageuses

Solde des opinions



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

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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T2

élargis quelque peu, même si les rendements globaux ont chuté du fait que les rendements des obligations d'État canadiennes ont reculé pour toucher des planchers records, et le volume d'émissions obligataires est resté soutenu.

Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût relativement bas sur l'ensemble des échéances. Les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit, conjugués au solde des opinions des firmes canadiennes sondées dans le cadre de son enquête de l'été sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), laissent supposer que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises ont peu changé ces derniers mois, après s'être assouplies de façon persistante pendant plusieurs trimestres (Graphique 18).

Vu ces conditions de financement généralement favorables pour les firmes du pays, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est hissée au-dessus de sa moyenne historique (Graphique 19). L'expansion du crédit à court terme aux entreprises s'est révélée particulièrement forte, tandis que celle du crédit à long terme est demeurée modérée. Cette évolution concorde avec la solidité persistante de la progression des investissements des entreprises ainsi qu'avec la grande disponibilité des fonds internes, attribuable à la robustesse des bilans des sociétés non financières.

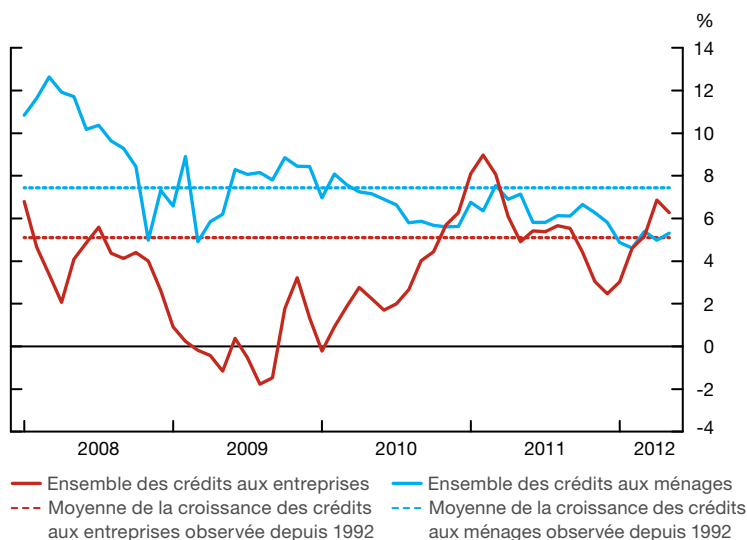
Si le crédit reste aussi très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques, le rythme de croissance du crédit aux ménages a toutefois quelque peu ralenti depuis la dernière partie de 2011 (Graphique 19). Cette situation fait néanmoins suite à une période prolongée

◀ Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts.

◀ Le crédit reste aussi très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux historiques.

Graphique 19 : Le rythme d'expansion du crédit aux entreprises s'est accru, tandis que celui du crédit aux ménages s'est quelque peu contracté

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

Dernière observation : mai 2012

d'expansion rapide du crédit aux ménages, et l'activité particulièrement forte sur le marché du logement enregistrée au début de 2012 laisse présager une certaine réaccélération du crédit hypothécaire à court terme⁵.

Comparativement à la cadence inhabituellement vive observée à la fin de 2011, la progression des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti ces derniers mois, ce qui cadre avec la préférence moins marquée pour la liquidité. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large a été modéré au cours de la même période et fait entrevoir des pressions inflationnistes relativement modestes dans l'avenir.

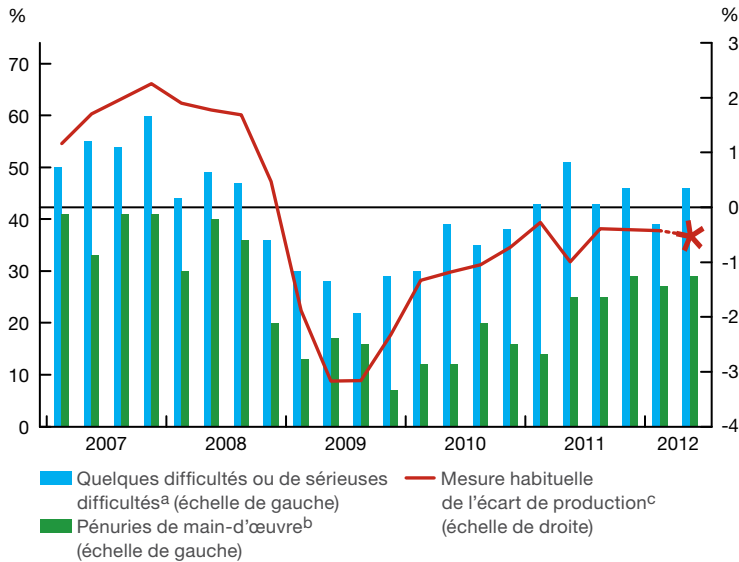
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

L'économie canadienne continue d'afficher une faible marge de capacités inutilisées. Le PIB réel s'est accru de 1,9 % au premier trimestre de 2012 et l'on estime qu'il a progressé à peu près au même rythme au deuxième trimestre, ce qui correspond grosso modo, dans les deux cas, au taux d'augmentation estimatif de la production potentielle de l'économie, d'où le maintien de la faible marge de capacités excédentaires qui était présente à la fin de 2011. Il s'agit là, cependant, d'un rythme d'expansion un peu plus lent que la Banque ne s'y attendait, du fait surtout d'un niveau légèrement plus bas de la consommation et des investissements des entreprises, ainsi que de facteurs temporaires tels que les perturbations dans le secteur de l'énergie. Dès lors, la marge de capacités inutilisées ne s'est pas résorbée au premier semestre de 2012 comme on l'avait d'abord projeté, le niveau du PIB réel au deuxième trimestre étant de 0,4 % inférieur à celui anticipé dans le *Rapport* d'avril. Cette dynamique se reflète dans l'évolution de la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, mesure qui est demeurée relativement stable au cours des derniers trimestres, à environ -0,5 % (Graphique 20).

◀ *L'économie canadienne continue d'afficher une faible marge de capacités inutilisées.*

⁵ Il y a habituellement un délai de un à six mois entre la vente d'une maison et le moment où la transaction figure dans les statistiques sur le crédit hypothécaire, ce qui correspond à la période s'écoulant entre la conclusion de la vente et la prise de possession du logement par le propriétaire.

Graphique 20 : Une légère offre excédentaire demeure dans l'économie canadienne



- 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 deuxième trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T2

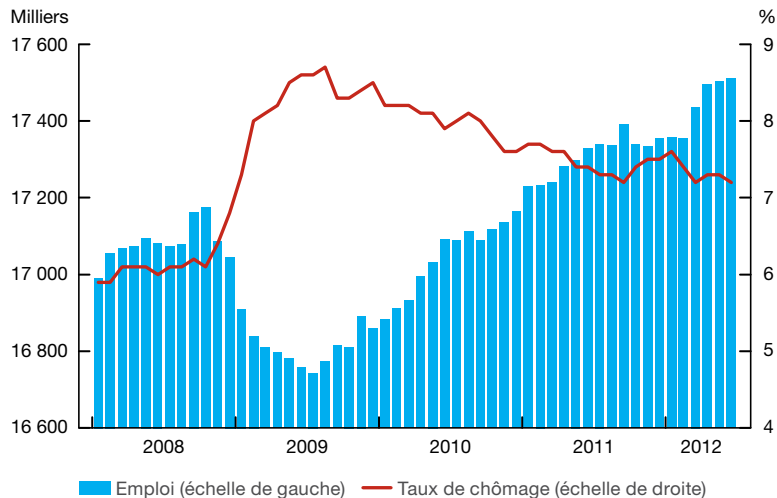
Ensemble, d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production témoignent également de la persistance d'une faible marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne. Selon les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque dans les derniers trimestres, la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une augmentation inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique, alors que le pourcentage de celles qui ont signalé une pénurie de main-d'œuvre lors de l'enquête de l'été est resté quelque peu inférieur à sa moyenne historique. Malgré des hausses notables de l'emploi en mars et en avril, le taux de chômage a continué d'avoisiner les niveaux enregistrés vers le milieu de 2011 (Graphique 21), et la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeure élevée.

Somme toute, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2012. Cette marge de capacités inutilisées est la même que celle qui avait été estimée au premier trimestre, et dépasse un peu celle qui avait été anticipée en avril pour le deuxième trimestre.

◀ *Somme toute, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1/2 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2012.*

Graphique 21 : Malgré l'essor de l'emploi, des indicateurs témoignent de la persistance d'une certaine marge de capacités inutilisées sur le marché du travail

Données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : juin 2012

L'économie réelle

La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera à peu près au même rythme que la production potentielle au cours des prochains trimestres, avant de s'accélérer par la suite (Graphique 22). Le taux d'accroissement du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait augmenter légèrement, passant de 2,1 % en 2012 à 2,3 % en 2013 et à 2,5 % en 2014 (Tableau 2). Ces perspectives de croissance sont moins favorables à court terme qu'on ne l'entrevoit dans le *Rapport* d'avril (Tableau 3).

◀ Le taux d'accroissement du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait augmenter légèrement, passant de 2,1 % en 2012 à 2,3 % en 2013 et à 2,5 % en 2014.

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

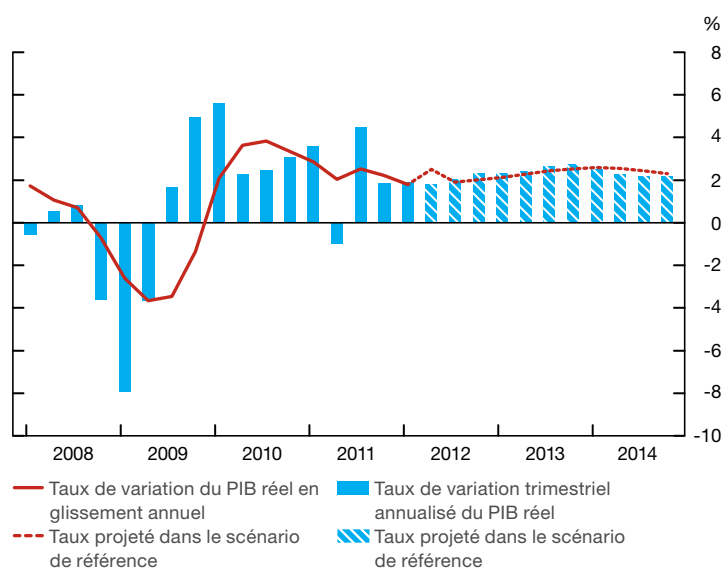
En points de pourcentage^a

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,4 (1,3)	1,1 (1,3)	1,2 (1,3)	1,2 (1,2)
Logement	0,2 (0,2)	0,4 (0,3)	0,0 (0,2)	0,0 (0,1)
Administrations publiques	0,1 (0,2)	-0,3 (0,0)	0,3 (0,1)	0,3 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	1,4 (1,5)	0,5 (0,9)	0,8 (0,7)	0,8 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	3,1 (3,1)	1,7 (2,5)	2,3 (2,3)	2,3 (2,1)
Exportations	1,4 (1,3)	1,3 (1,7)	1,0 (1,1)	1,4 (1,3)
Importations	-2,2 (-2,1)	-0,9 (-1,5)	-0,9 (-1,0)	-1,2 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-0,8 (-0,7)	0,4 (0,2)	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)
Stocks	0,1 (0,1)	0,0 (-0,3)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	2,4 (2,5)	2,1 (2,4)	2,3 (2,4)	2,5 (2,2)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)
Revenu intérieur brut réel	3,8 (3,7)	1,6 (2,2)	2,3 (2,5)	2,3 (2,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011.

La Banque continue de s'attendre à ce que la consommation et les investissements fixes des entreprises soient les principaux moteurs de la croissance du PIB réel durant la période de projection, à la faveur des conditions financières expansionnistes au pays (Graphique 23). Après avoir affiché une surprenante vigueur récemment, les investissements dans le logement devraient ralentir, contribuant ainsi à une composition plus équilibrée de la croissance économique que ce n'était le cas ces derniers trimestres. Les perspectives d'évolution de la demande intérieure sont globalement plus faibles qu'en avril, quoique les révisions soient relativement mineures, la confiance des entreprises et des ménages canadiens s'étant assez bien maintenue en dépit de l'incertitude grandissante à l'échelle mondiale (Graphique 24). La Banque entrevoit encore que les exportations nettes ne

Graphique 22 : Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré



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

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

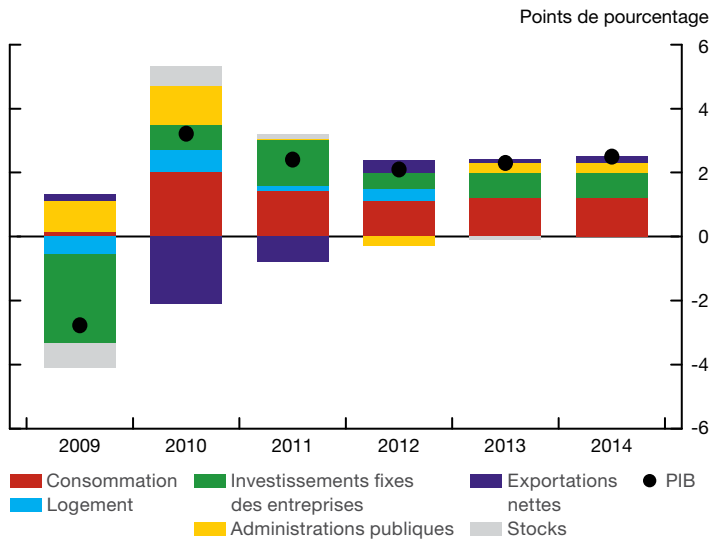
	2011	2012				2013				2014			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	1,9 (1,8)	1,9 (2,5)	1,8 (2,5)	2,0 (2,4)	2,3 (2,5)	2,3 (2,5)	2,4 (2,2)	2,6 (2,3)	2,7 (2,2)	2,5 (2,2)	2,3 (2,2)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,2 (2,2)	1,8 (2,0)	2,5 (2,7)	1,9 (2,3)	2,0 (2,5)	2,1 (2,5)	2,3 (2,4)	2,4 (2,4)	2,5 (2,3)	2,6 (2,2)	2,6 (2,2)	2,4 (2,2)	2,3 (2,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (1,9)	1,9 (1,8)	1,9 (1,8)	1,9 (1,8)	2,0 (2,1)	2,0 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,6)	2,4 (2,4)	1,7 (2,0)	1,2 (2,2)	1,6 (2,2)	1,5 (2,1)	1,5 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,5)	2,2 (2,3)	1,6 (1,9)	1,1 (2,1)	1,5 (2,1)	1,5 (2,1)	1,6 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI^b (niveau)	94 (94)	103 (103)	93 (103)	86 (104)	87 (105)	88 (105)	89 (105)	89 (104)	89 (103)	88 (102)	88 (101)	87 (99)	87 (99)
Brent^b (niveau)	109 (109)	118 (118)	109 (122)	100 (121)	99 (119)	98 (117)	98 (115)	98 (113)	97 (112)	96 (110)	96 (108)	95 (106)	94 (104)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril 2012 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 13 juillet 2012.

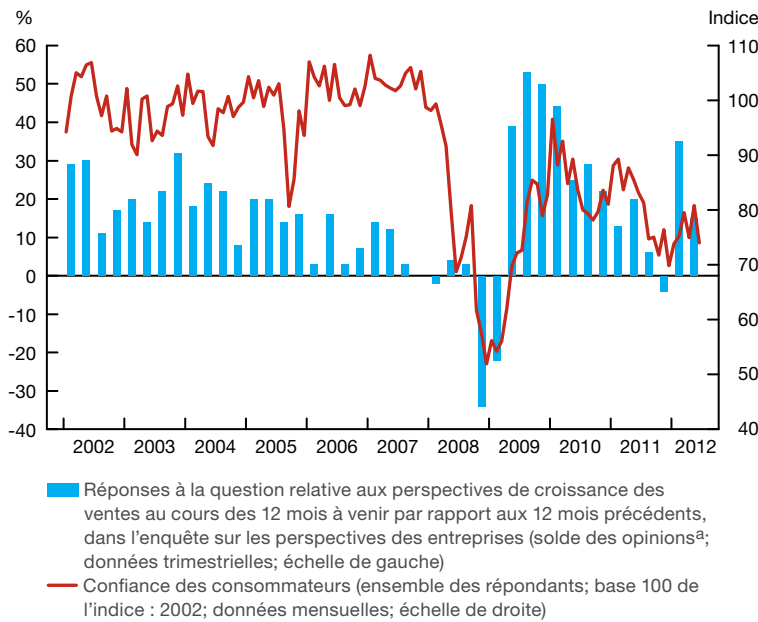
Graphique 23 : L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir essentiellement à la demande intérieure privée

Contribution à la croissance du PIB réel



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

Graphique 24 : En dépit des événements extérieurs, la confiance des consommateurs et des entreprises s'est maintenue ces derniers mois

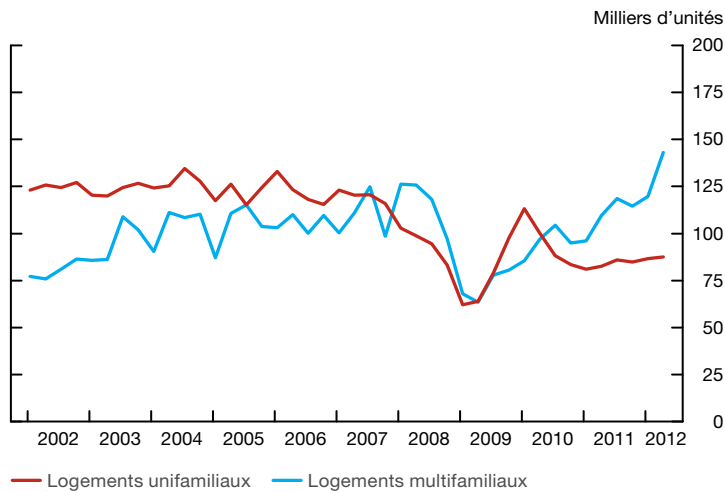


a. Pourcentage d'entreprises qui prévoient un taux de croissance plus élevé diminué du pourcentage de celles qui prévoient un ralentissement

Sources : Conference Board du Canada et Banque du Canada Dernières observations : 2012T2 et juin 2012

Graphique 25 : La construction de logements multifamiliaux contribue grandement à l'activité dans le secteur du logement

Mises en chantier, données trimestrielles



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

Dernière observation : 2012T2

contribueront que de façon minime à l'expansion économique au cours de la période projetée, compte tenu que les révisions à la baisse apportées aux exportations et aux importations dans la présente projection ont pour effet de plus ou moins s'annuler.

Si la hausse des dépenses des ménages a été modérée ces derniers trimestres, elle a été soutenue de façon disproportionnée par les investissements dans le logement, qui avoisinent des sommets historiques et montrent des signes de surconstruction. La croissance de la consommation a ralenti, tout comme celle du revenu disponible, mais les investissements dans le logement se sont encore accrus, tant la construction d'habitations multifamiliales (Graphique 25) que l'activité de rénovation progressant à un rythme robuste. Dans ce contexte, le ratio de la dette au revenu des ménages a continué d'augmenter, et a atteint un niveau record au premier trimestre de 2012.

La Banque prévoit que la progression des dépenses des ménages s'appuiera moins sur les investissements dans le logement au cours de la période projetée. La croissance de la consommation devrait se redresser quelque peu par rapport à son rythme modeste du premier semestre de 2012, pour s'établir à un taux tout juste au-dessous de celui du revenu disponible jusqu'à la fin de 2014 (Graphique 26), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne des particuliers (Graphique 27). En revanche, on s'attend à ce que les investissements dans le logement ralentissent, la part qu'ils occupent dans l'ensemble de l'économie se modérant quelque peu comparativement au niveau exceptionnellement élevé observé à l'heure actuelle (Graphique 28). À cet égard, les nouvelles mesures prudentes et opportunes qui ont été annoncées récemment par les autorités fédérales devraient contribuer à ce que l'activité sur le marché du logement évolue d'une façon plus soutenable au pays⁶.

◀ La croissance de la consommation a ralenti, mais les investissements dans le logement se sont encore accrus.

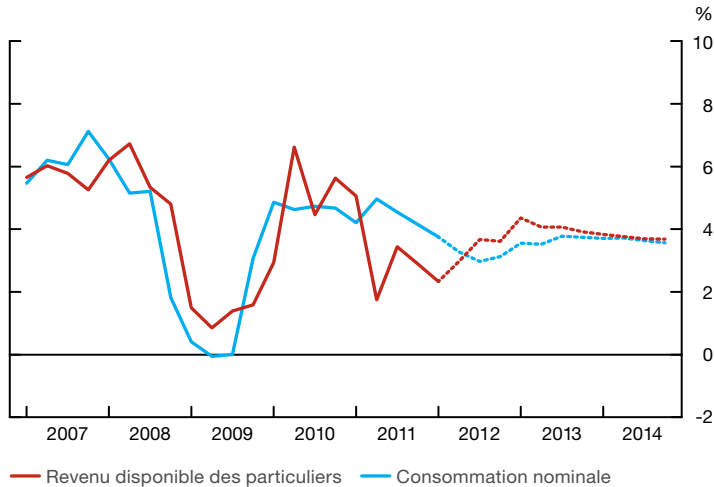
◀ Le ratio de la dette au revenu des ménages a continué d'augmenter.

◀ On s'attend à ce que les investissements dans le logement ralentissent.

⁶ Le gouvernement fédéral a annoncé quatre mesures relatives aux nouveaux prêts hypothécaires assurés garantis par l'État et dont le rapport prêt-valeur dépasse 80 %. Les nouvelles règles, entrées en vigueur le 9 juillet, sont les suivantes : 1) réduire la période maximale d'amortissement de 30 à 25 ans; 2) diminuer le montant maximal des prêts consentis dans le cadre d'un refinancement, le faisant passer de 85 à 80 % de la valeur de l'habitation; 3) plafonner le ratio brut du service de la dette à 39 % et le ratio total du service de la dette à 44 %; 4) limiter l'offre de prêts hypothécaires assurés garantis par l'État aux habitations dont le prix d'achat est inférieur à 1 million de dollars.

Graphique 26 : Le revenu disponible des particuliers devrait progresser à un rythme modeste au cours de la période de projection

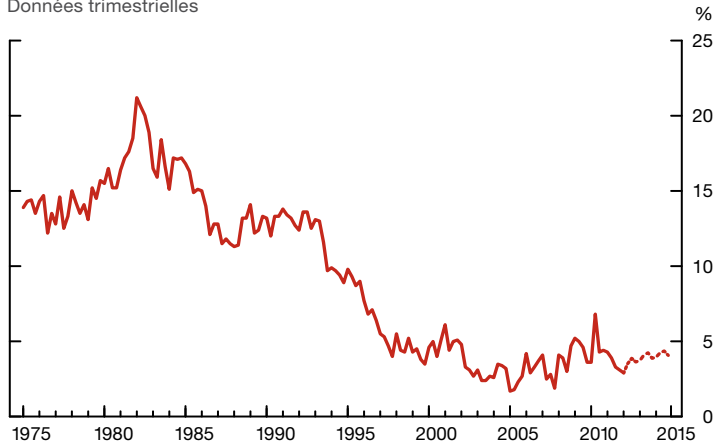
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

Graphique 27 : Le taux d'épargne des particuliers devrait augmenter légèrement mais rester faible

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

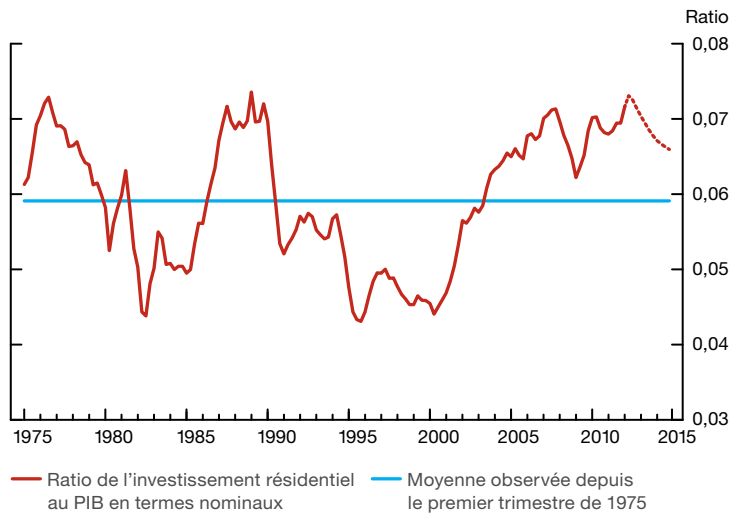
Les perspectives d'accroissement des dépenses des ménages contenues dans la présente projection sont légèrement plus faibles que celles dont faisait état le *Rapport* d'avril, en partie à cause de l'effet que la conjoncture économique et financière mondiale moins favorable exerce sur les revenus et la richesse au Canada. Malgré la diminution du niveau prévu des dépenses des ménages, la Banque n'en continue pas moins d'escompter de nouvelles augmentations du ratio de la dette au revenu des ménages dans les trimestres à venir.

La Banque s'attend encore à une expansion solide des investissements fixes des entreprises au cours de la période projetée. Cette prévision reflète la situation financière saine des firmes canadiennes (Graphique 29), les conditions de crédit avantageuses et la vigueur du dollar canadien, de même que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte de pressions accrues pour renforcer la compétitivité. Elle cadre avec les réponses positives obtenues lors de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet été par la

◀ La Banque s'attend encore à une expansion solide des investissements fixes des entreprises.

Graphique 28 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait se modérer quelque peu par rapport à son niveau élevé

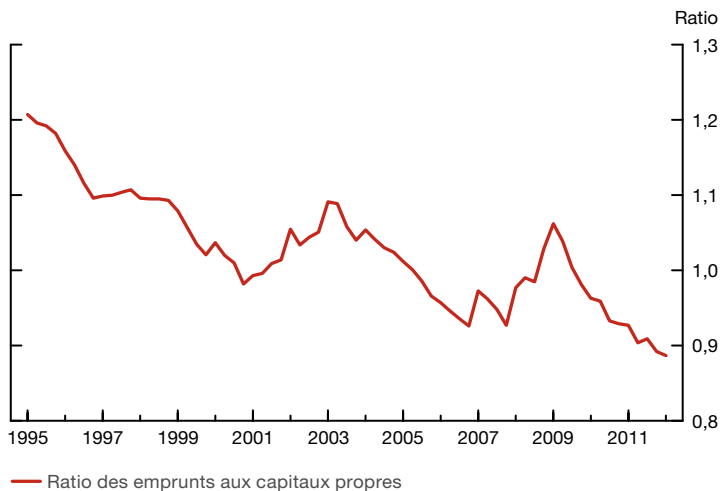
Données trimestrielles



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

Graphique 29 : Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir

Données trimestrielles



Source : Statistique Canada

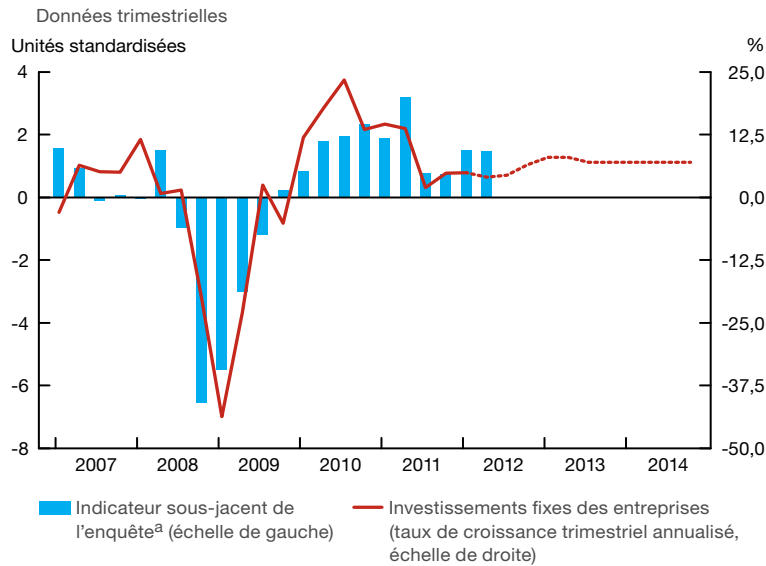
Dernière observation : 2012T1

Banque (Graphique 30). Le profil d'évolution future des investissements des entreprises est moins robuste que celui avancé en avril, ce qui s'explique en partie par les diminutions de prix marquées des produits de base qui ont été enregistrées récemment et l'affaiblissement des perspectives de l'économie mondiale. Néanmoins, compte tenu du maintien attendu des cours de ces produits à un niveau élevé, les perspectives d'investissements majeurs dans le secteur des ressources naturelles restent solides.

Les dépenses publiques devraient ralentir la progression du PIB réel en 2012. Ce frein à la croissance économique est plus prononcé qu'on ne l'avait envisagé en avril, les nouvelles révisions à la baisse importantes dont ont fait l'objet les estimations des comptes nationaux quant aux dépenses

- ◀ *Le profil d'évolution future des investissements des entreprises est moins robuste que celui avancé en avril.*

Graphique 30 : On s'attend à ce que les investissements fixes des entreprises connaissent une expansion solide, cadrant avec les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises



a. Cette mesure sous-jacente se fonde sur les réponses à l'ensemble des questions de l'enquête. Voir L. Pichette et L. Rennison (2011), « Évaluation du contenu informatif de l'enquête sur les perspectives des entreprises : recours à une analyse en composantes principales », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 23-31.

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

publiques ces derniers trimestres donnant à penser que le retrait des mesures de relance budgétaire mises en place durant la récession est plus rapide que prévu antérieurement. De modestes contributions à la croissance sont attendues en 2013 et en 2014, mais elles devraient être beaucoup plus faibles que ce qu'on a observé normalement par le passé (Graphique 31), conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux.

La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. La Banque entrevoit que l'expansion des exportations canadiennes restera modérée malgré une croissance régulière de l'activité étrangère (Graphique 14), vu les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien (Encadré 3). Par conséquent, le niveau des exportations canadiennes ne devrait pas revenir avant le début de 2014 à son sommet d'avant la récession (Graphique 32). La progression des importations devrait être plus modérée qu'on ne l'escomptait, à cause surtout de l'affaiblissement des perspectives à court terme en matière de consommation et d'investissements des entreprises au pays. Dans l'ensemble, comme la Banque l'avancéait en avril, la contribution projetée des exportations nettes à l'accroissement du PIB réel est minime.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, l'économie canadienne devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013, affichant donc une faible marge de capacités inutilisées un peu plus longtemps que prévu antérieurement.

◀ La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible.

◀ L'économie canadienne devrait atteindre sa pleine capacité au second semestre de 2013.

Encadré 3

La part du Canada dans le marché mondial des exportations

La part du Canada dans le marché mondial des exportations de biens a sensiblement diminué ces dernières années, passant d'un sommet de 4,5 % en 2000 à 2,7 % en 2010 (**Graphique 3-A**). Bien que les entreprises canadiennes continuent de se heurter à des problèmes de compétitivité liés à la vigueur persistante du dollar canadien et au piètre bilan du pays au chapitre de la productivité par rapport à ses principaux concurrents commerciaux, d'autres facteurs, notamment la gamme des produits vendus par le Canada et leur destination, ont aussi pesé de manière prononcée sur la tenue des exportations canadiennes. Parallèlement, la participation accrue des économies émergentes et des économies en développement aux échanges mondiaux est venue intensifier les pressions concurrentielles à l'échelle internationale.

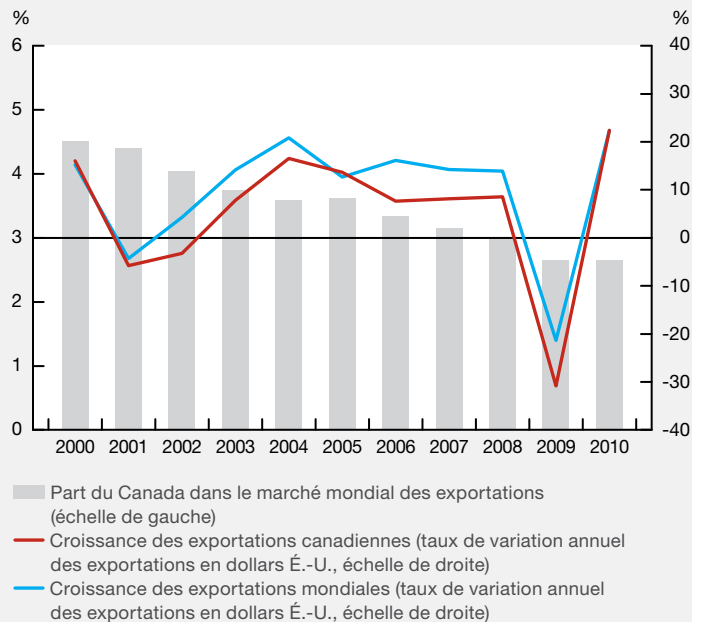
La structure géographique des marchés d'exportation du Canada — caractérisée par la place importante accordée à un marché américain dont la croissance est relativement lente et par la place modeste qu'occupent les autres économies, en particulier les économies émergentes qui connaissent une expansion plutôt rapide — est le principal facteur du net recul global des exportations canadiennes; les trois quarts de la baisse sont en gros imputables à ce facteur (**Tableau 3-A**)¹. Les effets de compétitivité ont également joué un rôle non négligeable dans l'érosion de la part du Canada, des effets négatifs ayant été enregistrés dans la plupart des catégories de produits². De ce point de vue, la compétitivité des entreprises canadiennes a été minée par la dégradation substantielle des coûts unitaires

de main-d'œuvre relatifs. D'autre part, la structure du marché des produits d'exportation du Canada, marquée par une concentration des produits de base énergétiques et non énergétiques et des produits automobiles plus élevée que ce qui s'observe en général dans le monde, a soutenu la part du Canada au sein du marché mondial.

Les problèmes de compétitivité et le manque de diversification des partenaires commerciaux resteront probablement pour les exportateurs canadiens des enjeux majeurs durant la période de projection.

Graphique 3-A : Exportations de biens

Données annuelles



Sources : base de données Comtrade des Nations Unies et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2010

- 1 Dans *The Evolution of Canada's Global Export Market Share* (document de travail de la Banque du Canada à paraître), D. de Munnik, J. Jacob et W. Sze évaluent le rôle de la compétitivité, de la structure des produits et de la structure géographique des marchés dans l'évolution de la part du Canada dans le marché mondial des exportations depuis 1990.
- 2 Toutefois, les exportations canadiennes ont bénéficié d'effets de compétitivité positifs en ce qui concerne les produits de base énergétiques, conséquence de la forte hausse de la production canadienne de pétrole brut et de l'augmentation de la capacité du réseau de pipelines desservant les États-Unis.

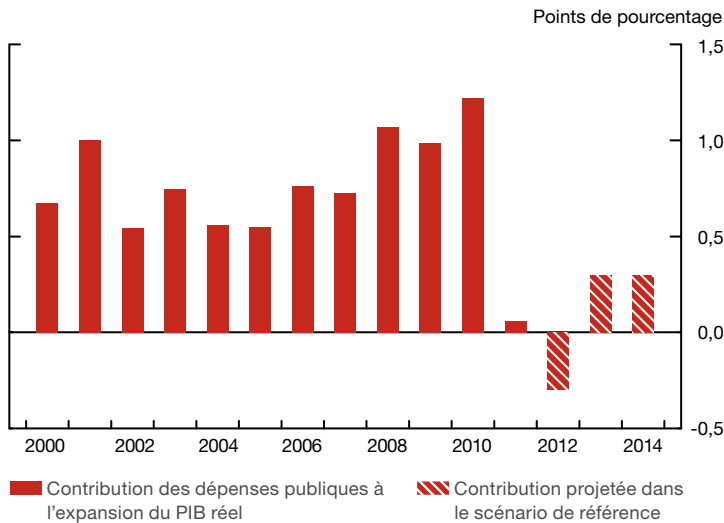
Tableau 3-A : Raisons de l'écart de croissance entre les exportations canadiennes et les exportations mondiales
(en points de pourcentage)

Moyenne annuelle	Écart de croissance entre les exportations canadiennes et mondiales	Effet de compétitivité ^a	Effet de structure		
			Effet lié aux produits ^b	Effet lié à la géographie des marchés ^c	Effet mixte ^d
2001-2010	-4,8	-1,7	1,1	-3,7	-0,5

- a. L'effet de compétitivité désigne la variation enregistrée par la part du Canada dans le marché mondial des exportations une fois éliminée l'incidence de la structure géographique des marchés et de la structure des produits.
- b. L'effet lié aux produits mesure le rôle joué par la composition des produits d'exportation canadiens dans la variation de la part du Canada dans le marché mondial. Cet effet désigne la variation qu'aurait connue la part des exportations canadiennes dans le total mondial si le Canada avait maintenu sa part dans chaque marché de produits.
- c. L'effet lié à la géographie des marchés mesure la contribution de la composition géographique des marchés d'exportation à l'évolution de la part du Canada dans le marché mondial. Cet effet désigne la variation qu'aurait connue la part des exportations canadiennes dans le total mondial si le Canada avait maintenu sa part dans chaque marché géographique.
- d. L'effet mixte est un effet résiduel qui reflète l'interaction entre l'effet lié aux produits et l'effet lié à la géographie des marchés.

Graphique 31 : La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste

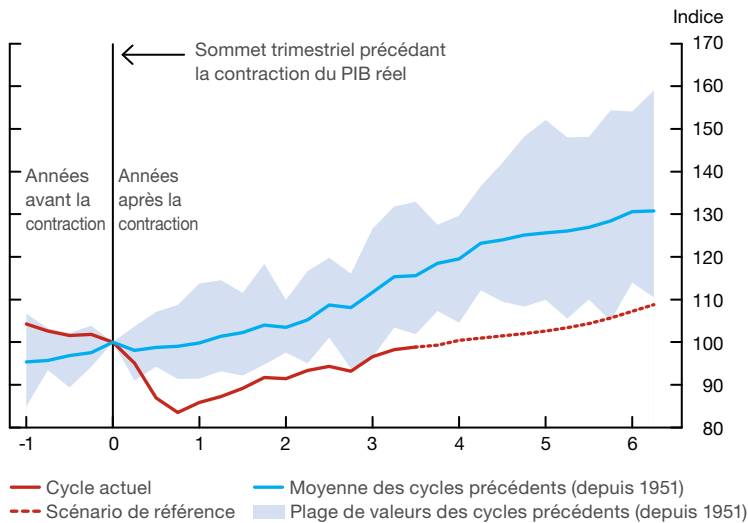
Données annuelles



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

Graphique 32 : La reprise des exportations devrait demeurer faible

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

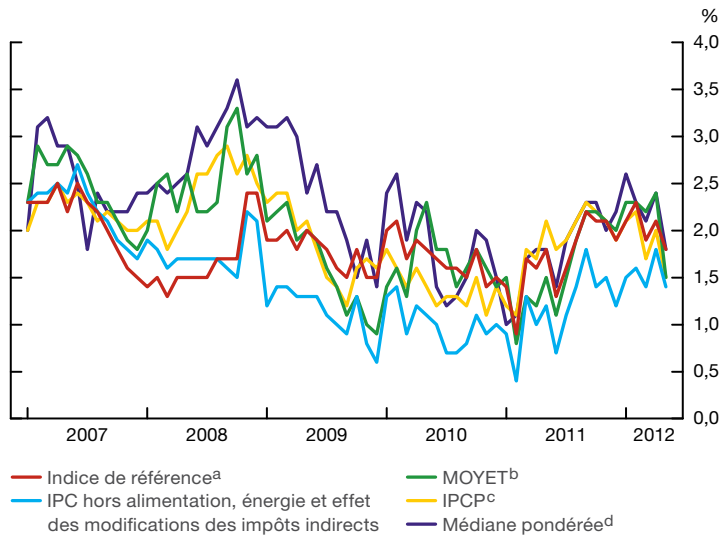
L'inflation

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en juillet font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,9 % et de 2,0 %, respectivement. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet été par la Banque, presque toutes les firmes sondées estiment qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation moyenne demeurera à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

◀ Les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Graphique 33 : Les autres mesures de l'inflation sous-jacente se sont concentrées autour de 2 %

Autres mesures de l'inflation sous-jacente, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



- a. Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
- b. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.
- c. Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
- d. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : mai 2012

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située à 2,0 % en moyenne en avril et mai, légèrement en baisse par rapport au taux de 2,1 % affiché au quatrième trimestre de 2011 et au premier trimestre de 2012. Les autres mesures de l'inflation sous-jacente se sont également concentrées autour de 2 % ces derniers mois (Graphique 33). L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 % durant la période de projection (Graphique 34), alors que l'économie tourne près de son plein potentiel et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Malgré la récente augmentation de la croissance des salaires en chiffres mensuels (Graphique 35), on prévoit que la progression de la rémunération du travail restera modérée, ce qui contribuera à la stabilité projetée de l'inflation. On peut aussi s'attendre à court terme à une certaine volatilité mensuelle du taux d'augmentation de l'indice de référence, surtout attribuable aux fluctuations inhabituellement marquées des prix des véhicules automobiles observées il y a un an. Au cours de la période projetée, 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 référence⁷.

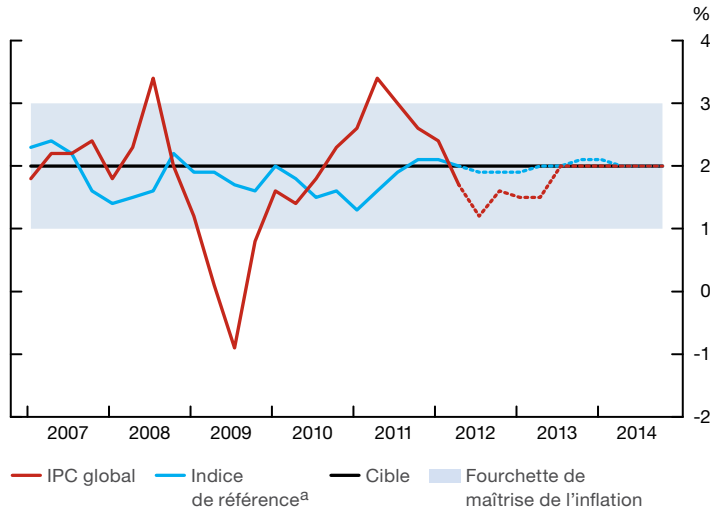
L'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie à 1,6 % en moyenne en avril et mai, en baisse comparativement au taux moyen de 2,4 % du premier trimestre. Ce repli dépasse les prévisions de la Banque et tient principalement à l'effet que les baisses plus importantes qu'anticipé des cours

◀ L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester aux environs de 2 %.

⁷ Voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 34 : L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester stable, tandis que l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir bien au-dessous de 2 % au cours de la prochaine année

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



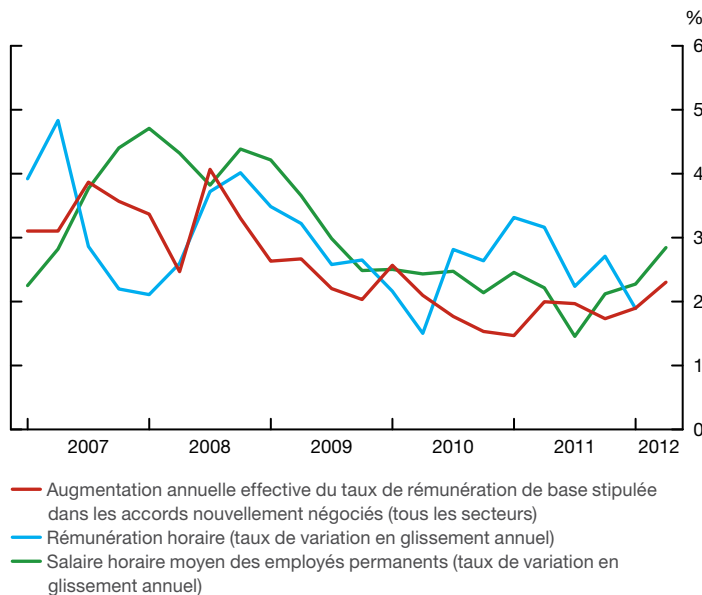
Nota : Les traits discontinus correspondent aux projections.

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

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

Graphique 35 : Les hausses de la rémunération du travail ont été généralement modérées ces derniers trimestres

Données trimestrielles



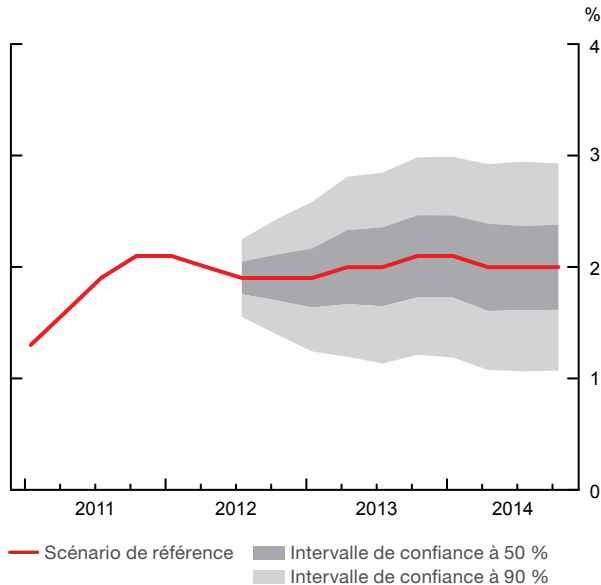
Nota : Les chiffres relatifs au deuxième trimestre de 2012 pour l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés sont établis de manière approximative à partir des données d'avril.

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

Dernières observations : 2012T1 et 2012T2

Graphique 36 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

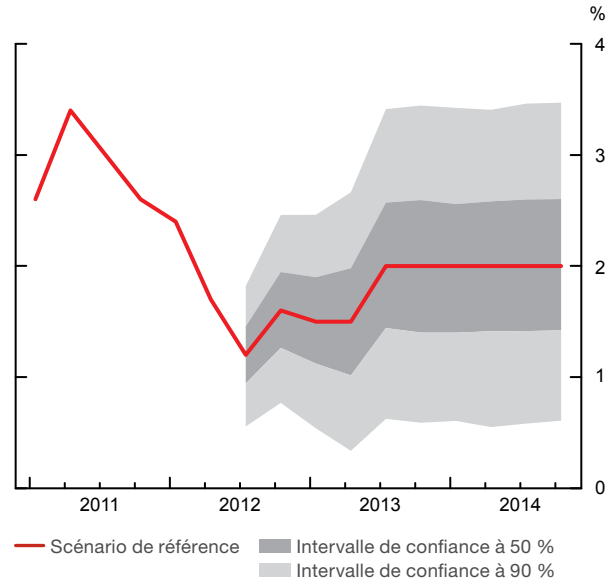
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 37 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

mondiaux du pétrole ont exercé sur les prix de l'essence au Canada. Les cours à terme laissant entrevoir la persistance de prix du pétrole inférieurs à ce qui avait été escompté en avril, la Banque s'attend maintenant à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global demeure sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.

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 36** et le **Graphique 37** 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 troisième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

◀ *La Banque s'attend maintenant à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global demeure sensiblement en deçà de la cible de 2 % dans l'année à venir, avant de regagner la cible vers le milieu de 2013.*

Les risques entourant les perspectives

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

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme accru des dépenses des ménages canadiens.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la production potentielle dans les économies avancées est plus basse que projeté ou si les prix des produits agricoles et les cours d'autres produits de base sont plus fermes qu'anticipé.
- L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'attendu et se rapprocher de la croissance prévue de l'activité à l'étranger si les exportateurs canadiens améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement.
- L'investissement résidentiel au Canada a dépassé les attentes, atteignant des niveaux records, et pourrait afficher un rythme de progression plus prononcé qu'on ne le projette actuellement.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à un moindre dynamisme de l'économie mondiale et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance plus faible.

- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies mondiale et canadienne. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.
- La demande visant les exportations canadiennes pourrait être plus faible que prévu si les autorités américaines ne procèdent pas à l'étalement des mesures d'assainissement des finances publiques permettant d'éviter le « précipice budgétaire » ou si le ralentissement des économies de marché émergentes est plus marqué que projeté.

- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'attendu des dépenses de ceux-ci. 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.