



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Janvier 2014

20



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, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

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

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2014



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2014

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

« Comme notre cible est symétrique, nous sommes tout aussi préoccupés par les risques à la hausse qui touchent l'inflation que par les risques à la baisse. Bien entendu, quand l'inflation est déjà en dessous de la cible, comme c'est le cas aujourd'hui, nous nous préoccupons davantage des risques à la baisse que des risques à la hausse. »

—Stephen S. Poloz

*Gouverneur, Banque du Canada
Montréal (Québec)
12 décembre 2013*

Table des matières

L'économie mondiale	1
Les États-Unis.....	4
L'inflation.....	5
Les prix des produits de base	6
Résumé	8
L'économie canadienne	9
La composition de la croissance	9
Les exportations et les investissements des entreprises	14
L'inflation.....	17
Les risques entourant les perspectives d'inflation	21

L'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale devrait se renforcer au cours des deux prochaines années, alimentée par un regain de l'activité aux États-Unis (Tableau 1 et Graphique 1). Par contre, dans la zone euro, la croissance du PIB sera modeste, car la poursuite de la réduction du levier d'endettement dans le secteur privé et le chômage élevé continueront à peser sur la demande intérieure. Au Japon, les mesures exceptionnelles de détente monétaire devraient soutenir la reprise en cours malgré les majorations prévues de la taxe sur la valeur ajoutée.

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

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
		2012	2013	2014	2015
États-Unis	20	2,8 (2,8)	1,9 (1,5)	3,0 (2,5)	3,2 (3,3)
Zone euro	14	-0,6 (-0,6)	-0,4 (-0,4)	0,9 (1,0)	1,4 (1,3)
Japon	5	1,4 (2,0)	1,7 (1,8)	1,8 (1,5)	1,1 (1,0)
Chine	15	7,7 (7,7)	7,7 (7,7)	7,2 (7,4)	7,1 (7,2)
Autres pays	47	3,2 (3,2)	2,9 (2,8)	3,2 (3,4)	3,8 (3,7)
Ensemble du monde	100	3,1 (3,1)	2,9 (2,8)	3,4 (3,4)	3,7 (3,6)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2013

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

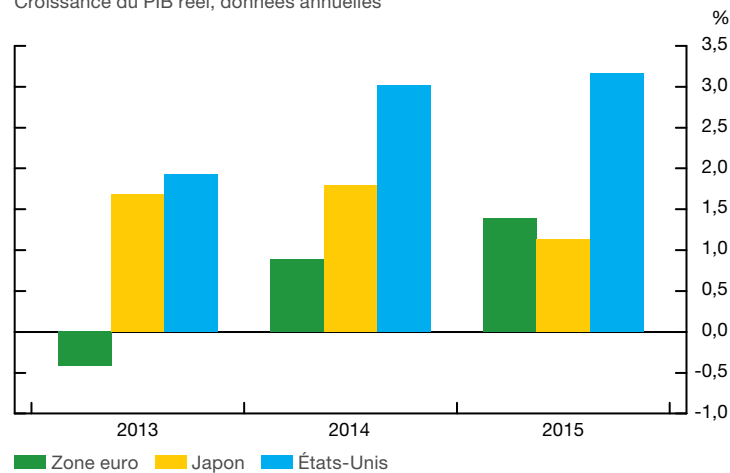
Source : Banque du Canada

Le PIB réel de la Chine devrait croître à un rythme plus modéré, mais encore solide, pendant la période de projection, à la faveur d'un rééquilibrage graduel allant des dépenses d'investissement et des exportations vers la consommation. L'activité économique dans d'autres pays émergents devrait s'accélérer, du fait d'une normalisation des conditions financières, d'une expansion plus robuste de la demande étrangère et de nouveaux progrès au chapitre des réformes économiques.

La croissance du commerce à l'échelle du globe a chuté depuis 2011 (Graphique 2), mais on s'attend à ce qu'elle se redresse au cours de la période projetée, portée par le raffermissement de la demande mondiale. Parallèlement, l'amélioration de l'activité économique dans le monde devrait contribuer à maintenir les cours des produits de base à un haut niveau. Dans l'ensemble, la croissance de l'économie mondiale devrait passer de 2,9 % en 2013 à 3,4 % en 2014 et à 3,7 % en 2015.

Graphique 1 : Les États-Unis devraient être le chef de file dans le renforcement de la croissance économique mondiale

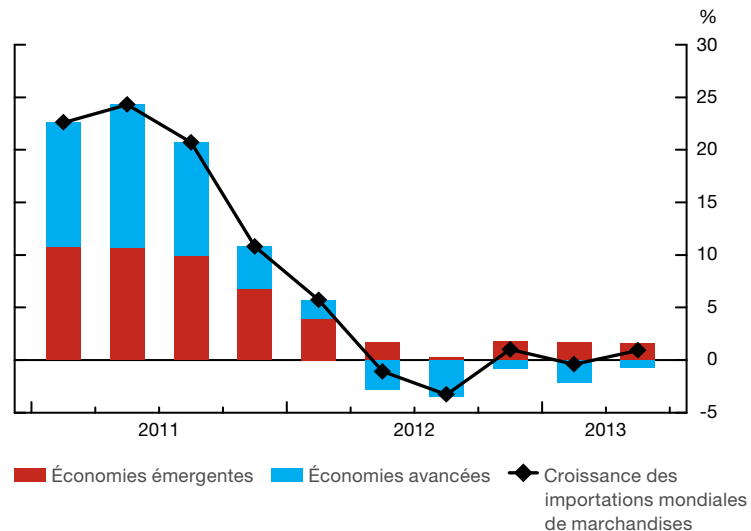
Croissance du PIB réel, données annuelles



Source : Projections de la Banque du Canada

Graphique 2 : La croissance du commerce mondial a très nettement diminué après 2011

Contribution au taux de variation en glissement annuel des importations mondiales de marchandises, en termes nominaux, données trimestrielles



Nota : Les importations mondiales de marchandises sont mesurées en dollars É.-U.

Source : Organisation mondiale du commerce

Dernière observation : 2013T2

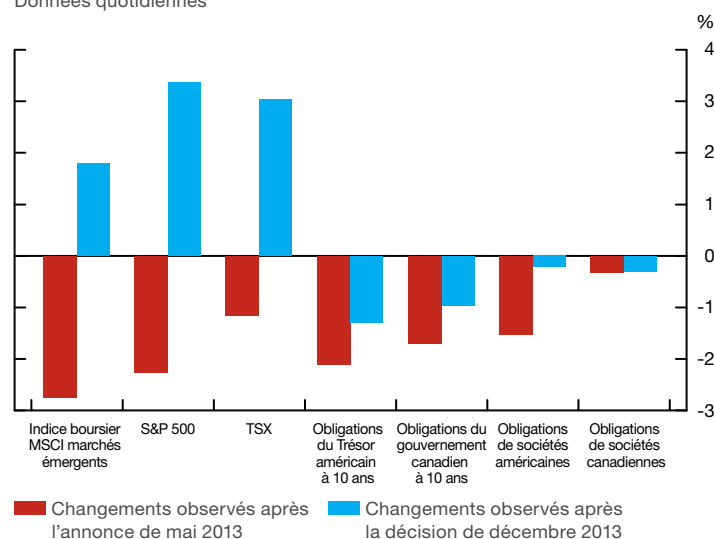
Les conditions financières dans les économies avancées demeurent très favorables à la croissance économique. La décision du Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine de ralentir le rythme de ses achats d'actifs a été bien accueillie par les marchés financiers par comparaison à la réaction démesurée, en mai 2013, à l'annonce initiale d'une réduction possible de ces achats (Graphique 3). En réponse au renforcement attendu de l'expansion, particulièrement aux États-Unis, les rendements des obligations d'État à long terme dans bon nombre d'économies avancées ont augmenté (Graphique 4) et les actifs risqués ont affiché une bonne tenue. Toutefois, les conditions financières restent difficiles dans certaines économies émergentes, surtout dans celles dont les facteurs fondamentaux sont faibles. Le retour à la normale de la politique monétaire américaine pourrait donner lieu

à une certaine surréaction des rendements obligataires dans le monde, qui entraînerait un resserrement des conditions financières et un ralentissement de la croissance à l'échelle du globe.

L'inflation se maintient sous la cible dans la plupart des économies avancées, étant modérée par la présence d'importantes capacités inutilisées. Les taux d'inflation dans ces économies devraient augmenter graduellement, sous l'effet de la réduction des capacités excédentaires et du raffermissement du marché du travail.

Graphique 3 : La décision du Comité de l'open market de la Réserve fédérale de ralentir le rythme de ses achats d'actifs a été bien accueillie par les marchés financiers comparativement à la réaction qu'a provoquée l'annonce initiale de mai 2013

Données quotidiennes



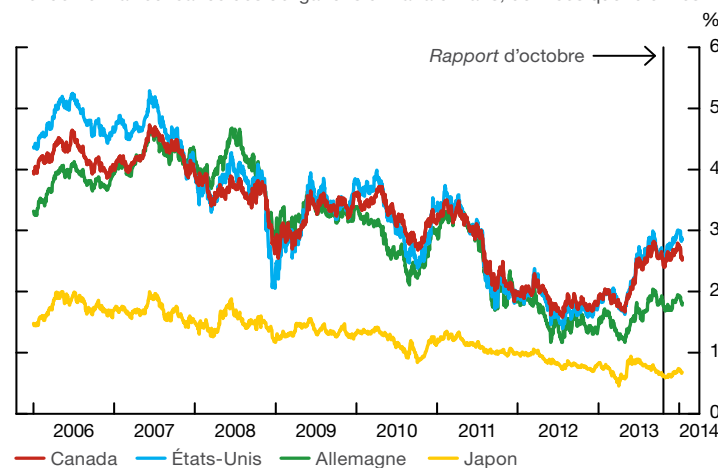
Nota : L'indice boursier MSCI marchés émergents est établi en monnaie nationale. Les prix des obligations d'État sont calculés à partir des rendements des obligations génériques à 10 ans. Pour ce qui est des obligations de sociétés, on utilise les indices de rendement total de Bank of America Merrill Lynch établis en monnaie nationale. La période d'observation suivant l'annonce de mai 2013 s'étend du 21 mai au 4 juin et celle suivant la décision de décembre 2013, du 17 au 30 décembre.

Source : Bloomberg

Dernière observation : 30 décembre 2013

Graphique 4 : Les rendements des obligations d'État à long terme ont augmenté dans les économies avancées, mais ils sont encore bas en regard du passé

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



Source : Reuters

Dernière observation : 17 janvier 2014

Les États-Unis devraient être le chef de file dans la croissance plus rapide de l'économie mondiale

On estime que la croissance économique aux États-Unis a atteint plus de 3,5 % en moyenne au deuxième semestre de 2013, en dépit des effets défavorables de l'assainissement budgétaire, du niveau plus élevé des taux d'intérêt à long terme et de l'incertitude accrue engendrée par la paralysie temporaire de l'État et la confrontation au sujet du plafond de la dette. La confiance tant des ménages que des entreprises s'est améliorée depuis, grâce à la résolution de ces questions budgétaires et aux perspectives économiques plus encourageantes. Si les attentes entourant l'effet modérateur cumulé exercé par la politique budgétaire sur la croissance au cours des deux prochaines années n'ont pratiquement pas changé, cet effet sera mieux réparti en vertu de la nouvelle entente. La Banque prévoit maintenant que le freinage budgétaire passera de 1,7 point de pourcentage en 2013, à 0,5 point en 2014 et à 0,3 point en 2015¹.

À la faveur de l'amélioration de la conjoncture économique, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale a commencé à ralentir le rythme de ses achats mensuels d'actifs et pourrait procéder à de nouvelles réductions selon les perspectives d'évolution du marché du travail et de l'inflation. La politique monétaire devrait demeurer très expansionniste, toutefois, et les conditions financières aux États-Unis sont très favorables. Comme le Comité de l'open market l'a communiqué dans ses indications prospectives révisées récemment, les taux directeurs devraient être maintenus aux bas niveaux auxquels ils se situent actuellement bien après que le taux de chômage sera passé sous les 6 1/2 % — surtout si l'inflation attendue reste sous la cible de 2 %. Les cours des actions ont atteint des niveaux records et les rendements des obligations des sociétés sont faibles, ce qui s'est traduit par des niveaux d'émission soutenus.

L'accélération généralisée prévue de la demande du secteur privé aux États-Unis en 2014 et 2015 devrait créer un cercle vertueux de croissance qui s'autoalimente. On s'attend à ce que l'expansion de la consommation se raffermisse sous l'effet de l'amélioration des conditions sur le marché du travail, de l'accroissement continu de la richesse des ménages et d'un meilleur accès au crédit. Même si les taux d'intérêt hypothécaires ont monté, la relance dans le secteur du logement devrait se poursuivre à un rythme solide, du fait de l'assouplissement des conditions d'octroi de prêts bancaires, de la reprise de la formation des ménages et de la diminution du parc de propriétés faisant l'objet d'une procédure de saisie. En outre, les investissements des entreprises devraient croître davantage, grâce à l'évolution favorable de la conjoncture économique et à l'atténuation de l'incertitude concernant la politique budgétaire. Une augmentation marquée des exportations devrait être plus que compensée par une hausse des importations hors pétrole; la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel sera ainsi légèrement négative durant la période de projection.

Dans l'ensemble, la progression du PIB réel aux États-Unis devrait passer de 1,9 % en 2013 à 3,0 % en 2014 et à 3,2 % en 2015. Ce profil d'expansion est plus robuste qu'escompté dans le *Rapport* d'octobre, en raison du dynamisme généralisé de la demande privée aux États-Unis. Selon la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la croissance en 2014 devrait se situer dans un intervalle de $\pm 0,5$ point de pourcentage autour du taux projeté par la Banque, la fourchette étant légèrement plus large pour 2015. Il existe un risque, toutefois, que l'expansion économique dans ce pays soit

¹ Dans le *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre, il était indiqué que l'effet modérateur devait se chiffrer à 1,8 point de pourcentage en 2013, à 0,8 point en 2014 et à zéro en 2015.

supérieure aux attentes, si le rythme d'augmentation des dépenses d'investissement des entreprises est plus rapide que prévu par suite de la baisse de l'incertitude touchant les politiques publiques et d'une résurgence des « esprits animaux ». Un tel scénario aurait des retombées positives généralisées sur l'économie mondiale.

L'inflation recule dans les économies avancées

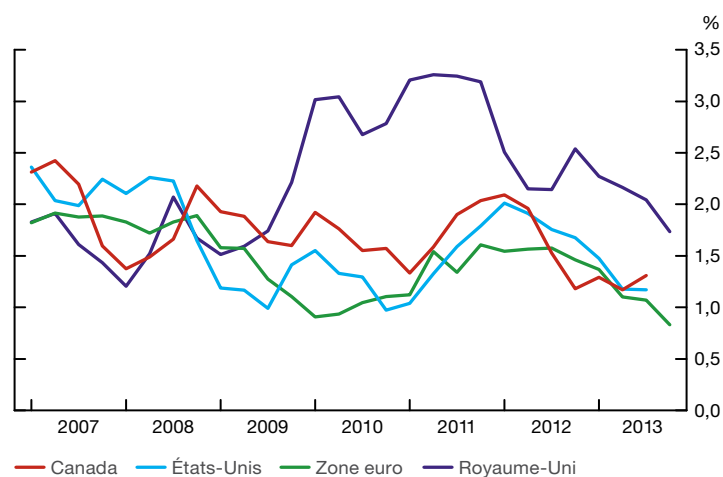
L'inflation dans bon nombre d'économies avancées a affiché une tendance à la baisse au cours des deux dernières années et, dans certains cas, est tombée bien en deçà des cibles visées (Graphique 5). Cette faiblesse généralisée est vraisemblablement attribuable à des facteurs communs à l'échelle internationale, tel le repli des cours mondiaux des aliments et de l'énergie, ainsi qu'à l'incidence d'écarts de production négatifs encore considérables et du chômage élevé (Encadré 1).

La tendance baissière de l'inflation observée dans les économies avancées devrait s'inverser au cours de la période projetée. Aux États-Unis, le renforcement de la croissance devrait contribuer à réduire les capacités inutilisées au sein de l'économie et à ramener l'inflation plus près de la cible de 2 % vers la fin de 2015. Au Japon, l'inflation fondamentale est redevenue positive pour la première fois en cinq ans en réaction aux mesures énergiques de détente monétaire. Elle devrait poursuivre son ascension durant la période de projection, l'augmentation attendue des salaires devant concourir de manière importante à cette évolution. Comme la reprise est timide dans la zone euro, l'écart de production restera notable et la hausse de l'inflation devrait être limitée.

Comparativement aux économies avancées, de nombreux pays émergents connaissent encore une inflation relativement élevée, alimentée en partie par la dépréciation des taux de change, qui a fait grimper le prix des importations. Le resserrement récent de la politique monétaire dans certaines économies émergentes, conjugué aux réformes structurelles qui aideront à atténuer les contraintes d'offre, devrait faire baisser l'inflation dans ces pays.

Graphique 5 : L'inflation recule dans bon nombre d'économies avancées

Inflation fondamentale, taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Pour les États-Unis, l'inflation fondamentale est illustrée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages (alimentation et énergie exclues); dans le cas des autres pays, elle est représentée par l'indice des prix à la consommation (alimentation et énergie exclues).

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat et Office for National Statistics (Royaume-Uni) Dernière observations : 2013T3 (Canada et États-Unis) et 2013T4 (autres pays)

Encadré 1

La faible inflation dans les économies avancées reste préoccupante

Au cours des deux dernières années, l'inflation globale a considérablement ralenti dans les économies avancées, accusant une baisse de 1,6 point de pourcentage, pour se chiffrer en moyenne à 1,5 % (en glissement annuel) en novembre 2013 (**Graphique 1-A**). Elle se situe maintenant en deçà des cibles fixées par les banques centrales dans la plupart des économies avancées. L'inflation fondamentale a également reculé, mais dans une moindre mesure, s'établissant en moyenne à 1,6 %, en glissement annuel.

L'analyse de la Banque du Canada indique que la faiblesse de l'inflation globale dans les économies avancées est attribuable à une forte composante internationale commune, laquelle est probablement liée au repli des cours mondiaux des aliments et de l'énergie. La faiblesse de l'inflation fondamentale, pour sa part, n'est que partiellement imputable

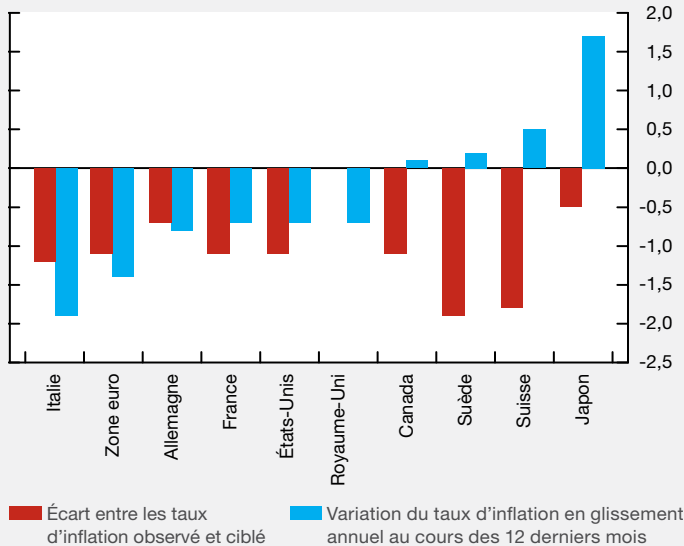
à un facteur commun à l'échelle du globe, malgré les capacités inutilisées généralisées qu'affiche l'économie mondiale depuis 2009 (**Graphique 1-B**). À cet égard, il est assez déconcertant que le taux d'inflation ne se soit mis à baisser que récemment¹.

Cela s'explique peut-être par le fait que l'inflation réagit davantage à des écarts de production persistants, et ce, après un délai considérable. Des facteurs propres à chaque pays pourraient aussi avoir joué un rôle important dans les récentes variations de l'inflation fondamentale. Ces facteurs, qui diffèrent d'un pays à l'autre, comprennent la concurrence accrue dans le commerce de détail, l'incidence de moins en moins grande des hausses d'impôt ou des prix réglementés instaurées précédemment, ainsi que les faibles pressions exercées sur les salaires.

Graphique 1-A : L'inflation a considérablement ralenti dans la plupart des économies avancées

Données mensuelles

Points de pourcentage



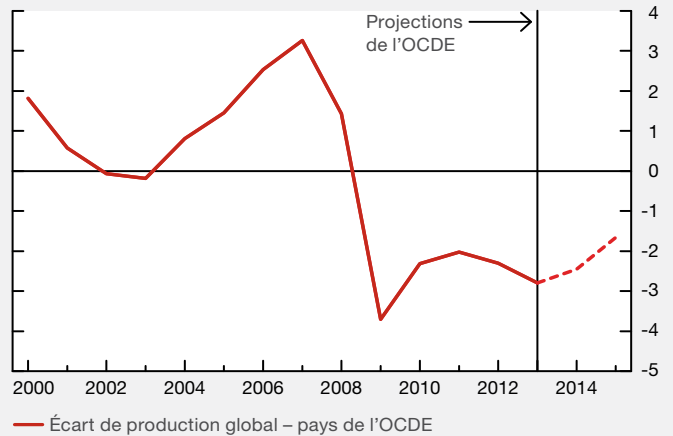
Nota : Les chiffres sont fondés sur les indices de l'inflation ciblés par les banques centrales.
Source : Haver Analytics

Dernières observations : novembre 2013 (Canada, États-Unis, Japon) et décembre 2013 (autres pays)

Graphique 1-B : L'économie mondiale affiche des capacités inutilisées généralisées

Données annuelles

%



— Écart de production global – pays de l'OCDE

Nota : Les valeurs de 2013 à 2015 sont des projections.

Source : Organisation de coopération et de développement économiques, *Perspectives économiques de l'OCDE*, novembre 2013

¹ Des attentes d'inflation bien ancrées et la crédibilité élevée des banques centrales ont contribué à la relative stabilité de l'inflation tout au long de la crise.

L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada devrait rester élevé

Les cours des produits de base mesurés par l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB) se situent à des niveaux élevés (**Graphique 6**), ce qui témoigne encore de l'importance grandissante de la Chine et des autres économies émergentes. En particulier, les solides perspectives de croissance de la Chine et la taille de son économie laissent entrevoir que la demande de produits de base devrait demeurer robuste². Qui plus est,

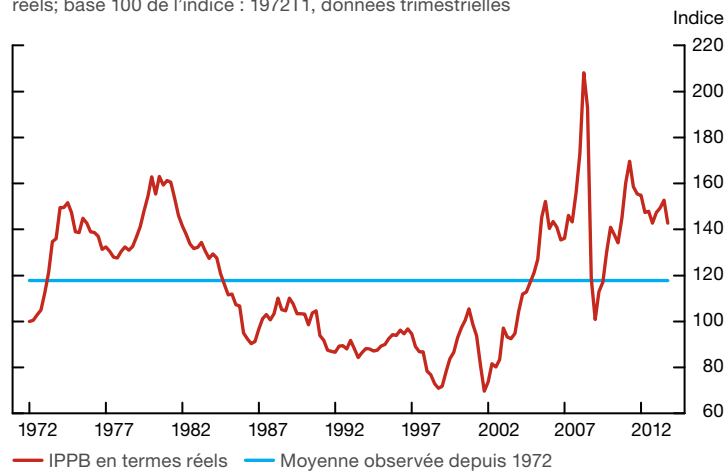
² Au cours des cinq dernières années, l'économie chinoise a doublé pour atteindre quelque 9 billions de dollars É.-U.

l'urbanisation en cours et l'expansion de la classe moyenne dans ce pays et dans d'autres économies émergentes devraient soutenir les prix des produits de base à moyen terme.

L'IPPB devrait rester relativement stable en 2014 et 2015, les mouvements des prix des produits de base énergétiques et non énergétiques s'annulant plus ou moins. Selon les plus récentes courbes des cours à terme, les prix du pétrole brut reculeront durant la période projetée, en raison de la hausse de la production, surtout en Amérique du Nord, et d'une atténuation graduelle des préoccupations liées au contexte géopolitique (Graphique 7). Par contre, on prévoit que les prix des produits de base non énergétiques connaîtront une progression robuste durant les deux prochaines années.

Graphique 6 : L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada reste élevé

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

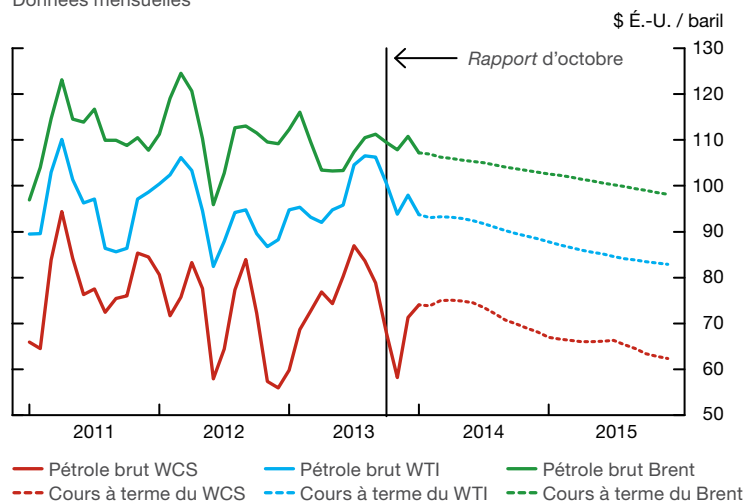


Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T4

Graphique 7 : Les cours à terme du pétrole brut reculeront pendant la période projetée

Données mensuelles



Nota : Les sigles WCS et WTI signifient respectivement Western Canada Select et West Texas Intermediate. Les valeurs pour janvier 2014 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 17 janvier. Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 janvier 2014.

Source : Banque du Canada

Les prix du bois d'œuvre devraient grimper, portés par la reprise en cours dans le secteur américain du logement, et les prix des métaux communs, s'accroître sous l'effet du raffermissement de la demande mondiale.

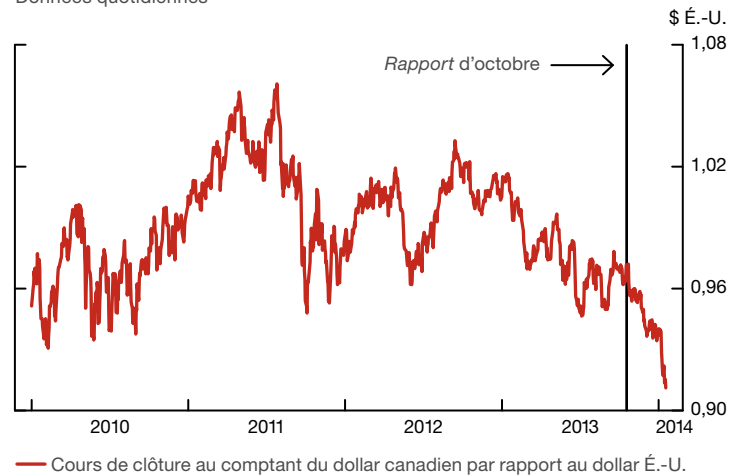
Résumé

Le redressement escompté dans les économies avancées et émergentes, à commencer par les États-Unis, devrait se traduire par une meilleure tenue des exportations canadiennes. La vigueur de la demande de produits de base à l'échelle du globe devrait contribuer au maintien des investissements à un haut niveau dans le secteur des ressources au Canada et soutenir le niveau de revenu des Canadiens.

Dernièrement, la valeur du dollar canadien est tombée aux environs de 91 cents É.-U. alors que la Banque postulait qu'elle se situerait à 97 cents É.-U. dans le *Rapport* d'octobre (**Graphique 8**). Cette dépréciation tient vraisemblablement à l'amélioration des perspectives de croissance aux États-Unis ainsi qu'à l'atténuation de l'effet « valeur refuge » qui avait fait grimper le dollar canadien dans la foulée de la crise financière mondiale. Il est d'usage pour la Banque de considérer que le dollar canadien se maintiendra à son niveau récent ou près de celui-ci durant la période de projection.

Graphique 8 : La dépréciation du dollar canadien s'est poursuivie

Données quotidiennes



Nota : Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 17 janvier 2014

L'économie canadienne

L'inflation est descendue davantage en deçà de la cible de 2 % ces derniers mois. Les pressions à la baisse s'exerçant sur les prix reflètent principalement l'importante offre excédentaire au sein de l'économie et la concurrence accrue dans le commerce de détail. Les effets de ces facteurs semblent être plus importants qu'on ne l'avait escompté. Parallèlement, la croissance de l'économie canadienne s'est renforcée au second semestre de 2013, et les perspectives se sont améliorées quelque peu comparativement à celles qui avaient été exposées dans le *Rapport* d'octobre, compte tenu des attentes d'une croissance plus ferme de la demande aux États-Unis.

Bien que l'on n'observe pas encore de signes d'un rééquilibrage vers les exportations et les investissements des entreprises, le renforcement de l'économie mondiale et la récente dépréciation du dollar canadien devraient favoriser un élargissement de la composition de la croissance au Canada. La Banque s'attend à ce que l'inflation retourne à 2 % dans deux ans environ, les capacités excédentaires se résorbant graduellement et les effets de la concurrence se dissipant, quoique le profil d'évolution de l'inflation soit maintenant plus bas que projeté en octobre.

L'économie canadienne continue de s'ajuster aux séquelles de la crise financière mondiale et de la récession qui a suivi, de même qu'aux cours mondiaux beaucoup plus élevés des produits de base qu'exporte le Canada par rapport à leur moyenne dans les années 1990. Ces forces persistantes et de grande ampleur ont eu des effets sectoriels et régionaux importants, et influenceront encore sur la composition des exportations et des investissements des entreprises dans les années à venir (**Encadré 2**).

La composition de la croissance devrait s'élargir

Selon les estimations, le taux de croissance du PIB réel s'est hissé un peu au-dessus de celui de la production potentielle au second semestre de 2013³. Le changement de la composition de la demande globale nécessaire à l'obtention d'une croissance durable ne s'est toutefois pas encore concrétisé. La croissance tendancielle modérée des dépenses de consommation a continué de soutenir la croissance globale, tandis que l'investissement résidentiel n'a pas ralenti autant qu'anticipé. Parallèlement, les exportations hors produits de base ont continué de décevoir, et les investissements des entreprises ont repris plus lentement qu'on ne s'y attendait.

3 Cette hausse tient en partie au rebond observé après la disparition des facteurs temporaires qui avaient freiné la croissance au deuxième trimestre de 2013, l'activité économique ayant alors été bridée par les conséquences des inondations dans le sud de l'Alberta et de la grève des travailleurs de la construction au Québec. La nature temporaire de ces chocs, combinée aux travaux de reconstruction et de réparation des infrastructures endommagées en Alberta, a par la suite contribué à la croissance du PIB réel.

Encadré 2

Aperçu des forces qui s'exercent sur l'économie canadienne

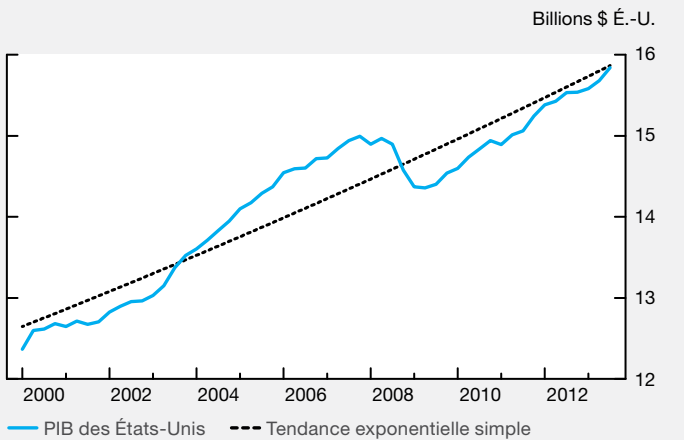
Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne reflètent son ajustement à deux chocs persistants et de grande ampleur : d'une part, la crise financière mondiale et la Grande Récession qui a suivi (**Graphique 2-A**); d'autre part, une nette amélioration des termes de l'échange du Canada, soit le prix de ses exportations par rapport à celui de ses importations, attribuable au renchérissement, à l'échelle de la planète, de beaucoup des produits de base que le pays exporte (**Graphique 2-B**)¹.

La modification structurelle des termes de l'échange a des effets bénéfiques : l'essor des secteurs exportateurs de produits de base engendre de nouveaux emplois, stimule le commerce interprovincial et fait croître le revenu global et la richesse. De fait, le revenu intérieur brut dépasse d'environ 7 % le niveau où il se trouverait n'eût été l'amélioration des termes de l'échange depuis 2002. Comme on peut s'y attendre, la modification des termes de l'échange influence la nature de la reprise au sortir de la Grande Récession et le fera encore quelque temps :

- **Vigueur persistante du dollar canadien :** La hausse de la demande et le renchérissement des produits de base que le Canada exporte ont contribué à soutenir la valeur du dollar canadien (**Graphique 2-C**)². Bien que notre monnaie se soit dépréciée au cours des derniers mois, elle demeure forte et continuera de présenter des défis

Graphique 2-A : Premier choc : la Grande Récession aux États-Unis

En dollars américains enchaînés de 2009, données trimestrielles



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2013T3

- 1 Les termes de l'échange du Canada ont progressé de 24 % depuis le début de 2002. La Banque estime qu'environ la moitié de cette hausse est attribuable aux produits de base; le reste est principalement dû au recul du prix des importations canadiennes hors produits de base.
- 2 Selon les estimations de la Banque, à peu près la moitié de l'appréciation du dollar canadien depuis 2002 découle de l'augmentation du cours des produits de base. Pour le reste, elle cadre avec la dépréciation généralisée du dollar américain.

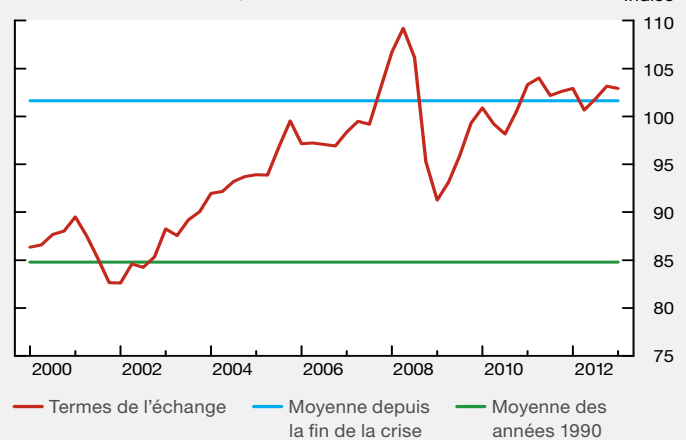
sur le plan de la compétitivité des exportations canadiennes hors produits de base.

- **Restructuration sectorielle et reprise à deux vitesses :** Le renchérissement des produits de base renforce les effets de la reprise en stimulant davantage l'activité, les investissements et la croissance de l'emploi dans le secteur des ressources naturelles (notamment l'énergie et l'exploitation minière) que dans les autres secteurs de l'économie (notamment celui de la fabrication). Cette activité accrue

(suite à la page suivante)

Graphique 2-B : Second choc : les termes de l'échange du Canada se sont nettement améliorés comparativement à la moyenne des années 1990

Base 100 de l'indice : 2007, données trimestrielles

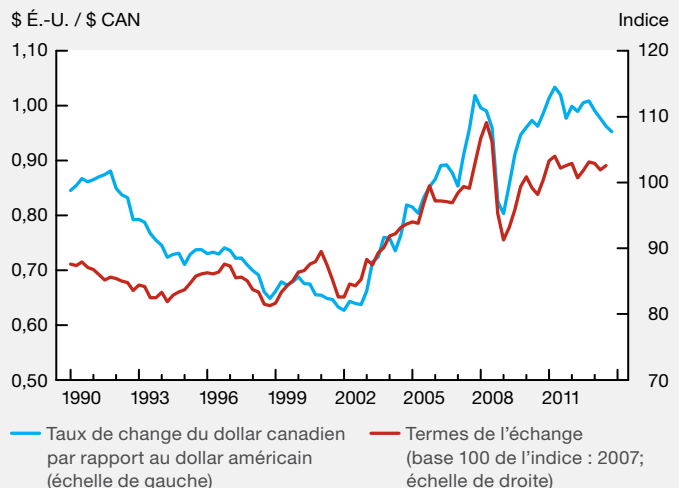


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Graphique 2-C : L'amélioration des termes de l'échange a soutenu le dollar canadien

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

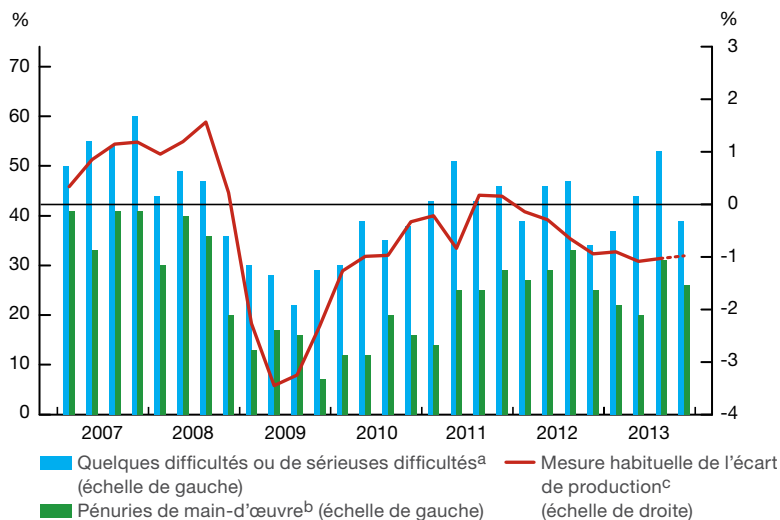
Dernières observations : 2013T3 (termes de l'échange) et 2013T4 (taux de change)

Encadré 2 (suite)

provoque un transfert de main-d'œuvre et de capital de ces derniers secteurs vers celui des ressources. D'ailleurs, la flexibilité du marché canadien du travail facilite la migration interprovinciale. Ce phénomène a toutefois

comme répercussion de raffermir l'activité sur le marché du logement des régions qui ont bénéficié de l'arrivée de ces migrants.

Graphique 9 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités inutilisées importante



- 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 connaître une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
- c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2013 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2013T4

La marge de capacités inutilisées présente au sein de l'économie demeure importante (**Graphique 9**). À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et de l'incertitude liée à toute estimation ponctuelle, la Banque juge que l'offre excédentaire au quatrième trimestre de 2013 se situait entre 3/4 et 1 3/4 %, soit légèrement en deçà de l'estimation présentée dans le *Rapport* d'octobre.

On prévoit que la croissance du PIB réel augmentera, passant de 1,8 % en 2013 à 2,5 % en moyenne annuelle en 2014 et en 2015, à la faveur du raffermissement en cours de l'économie américaine, lequel entraînera une expansion plus équilibrée de la demande mondiale (**Tableau 2** et **Tableau 3**). Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections, la Banque est d'avis que la croissance du PIB se situera vraisemblablement à $\pm 0,5$ point de pourcentage du taux prévu dans le scénario de référence en 2014, et à l'intérieur d'une fourchette un peu plus large en 2015⁴.

4 Voir l'Encadré 1 du *Rapport* d'octobre 2013.

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

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

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'octobre 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Annexe A de la même livraison.

b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours exactement au total.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne^a

	2012	2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,9 (0,9)	2,3 (2,2)	1,6 (1,7)	2,7 (1,8)	2,5 (2,3)	2,5 (2,3)	2,5 (2,3)	2,5 (2,4)	2,6 (2,6)	2,5 (2,7)	2,5 (2,7)	2,3 (2,6)	2,2 (2,5)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	1,4 (1,4)	1,4 (1,4)	1,9 (1,7)	2,3 (2,0)	2,3 (2,0)	2,5 (2,2)	2,5 (2,4)	2,5 (2,4)	2,5 (2,5)	2,5 (2,6)	2,5 (2,7)	2,4 (2,7)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,2 (1,4)	1,0 (1,3)	1,2 (1,5)	1,3 (1,6)	1,5 (1,7)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	0,7 (0,7)	1,1 (1,1)	0,9 (1,3)	0,9 (1,2)	1,2 (1,4)	1,4 (1,6)	1,5 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	1,2 (1,2)	1,0 (1,4)	1,0 (1,3)	1,2 (1,4)	1,4 (1,6)	1,5 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)
WTI^b (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	106 (106)	98 (102)	93 (101)	93 (99)	91 (97)	89 (95)	87 (93)	86 (91)	84 (90)	83 (88)
Brent^b (niveau)	110 (110)	113 (113)	103 (103)	110 (110)	109 (110)	107 (108)	106 (107)	105 (105)	103 (104)	102 (102)	101 (100)	100 (99)	99 (98)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'octobre 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 janvier 2014.

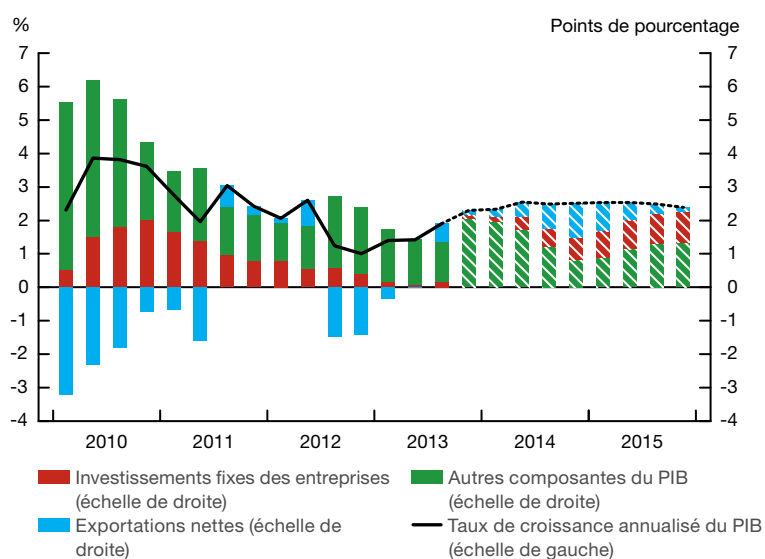
La demande étrangère étant appelée à s'accroître, les exportations nettes, selon les meilleures estimations de la Banque, se remettront à soutenir la croissance globale au début de 2014. Les exportations totales devraient progresser à une cadence légèrement plus rapide que prévu dans le *Rapport* d'octobre. L'expansion de chacune des trois grandes catégories d'exportations (produits de base énergétiques, produits de base non énergétiques et biens hors produits de base) devrait se redresser, bien que ce soient les exportations de produits de base qui contribueront le plus à la croissance du PIB. La meilleure tenue du secteur des échanges devrait

être favorisée par la dépréciation du dollar canadien observée ces derniers mois⁵. La croissance soutenue des exportations devrait concourir à améliorer la confiance des entreprises et se traduire, au fil du temps, par une contribution plus solide de la part des investissements fixes de ces dernières. Les importations devraient aussi se raffermir, étant donné les liens de la chaîne d'approvisionnement dans le secteur du commerce extérieur ainsi que la teneur élevée en importations des investissements des entreprises, en particulier des investissements en machines et matériel.

L'économie continuera d'être soutenue par une progression modérée des dépenses de consommation, alors que le niveau de l'investissement résidentiel devrait demeurer relativement inchangé, ce qui cadre avec un retour vers un niveau d'activité plus viable (Graphique 10). Dans l'ensemble, les évolutions récentes concordent avec une certaine prudence des consommateurs et un atterrissage en douceur du marché du logement. Les mises en chantier ont marqué le pas en 2013 par rapport à l'année précédente, notamment dans les régions qui ne profitent pas directement de la vigueur du secteur de l'énergie et de la migration interprovinciale s'y rattachant. On a assisté au cours de l'été à un certain devancement des achats de maisons lié à une majoration attendue des taux hypothécaires. Comme prévu, le phénomène a été temporaire, et les ventes de maisons existantes ont depuis ralenti pour avoisiner leur moyenne historique. La hausse du prix des maisons s'est aussi modérée en 2013 au regard de 2012 (Graphique 11). La croissance globale du crédit s'est renforcée ces derniers mois, sous l'effet surtout du regain d'activité sur le marché de la revente enregistré plus tôt dans l'année, mais elle continue de cadrer avec le point de vue de la Banque selon lequel le ratio de la dette au revenu disponible des ménages se stabilisera pendant la période de projection.

Graphique 10 : La demande devrait devenir plus équilibrée

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

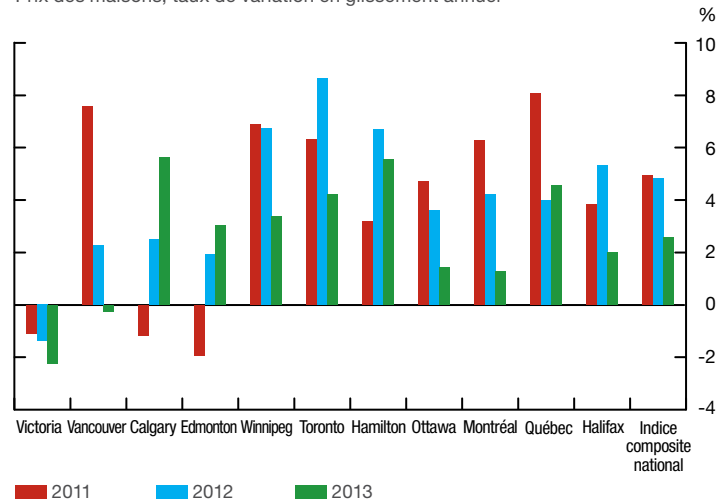


Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

⁵ Deux initiatives du gouvernement fédéral annoncées récemment devraient également stimuler les exportations canadiennes au cours des prochaines années. Il s'agit, d'une part, de l'Accord économique et commercial global entre le Canada et l'Union européenne, qui n'est pas encore entré en vigueur, et, d'autre part, du Plan d'action sur les marchés mondiaux.

Graphique 11 : Exception faite de l'Alberta, la croissance des prix des maisons s'est généralement modérée en 2013 comparativement aux deux années précédentes

Prix des maisons; taux de variation en glissement annuel



Sources : Teranet-Banque Nationale et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013

Comme le taux de croissance projeté du PIB réel devrait dépasser celui de la production potentielle, la Banque prévoit que l'économie retournera graduellement à son plein potentiel au cours des deux prochaines années⁶.

La croissance des exportations et des investissements des entreprises devrait s'intensifier

Les exportations hors produits de base ont continué d'afficher une faiblesse décevante ces derniers trimestres, malgré le raffermissement de l'économie américaine au cours de la même période (**Graphique 12**). Les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, notamment la concurrence de pays émergents comme la Chine et le Mexique sur le marché américain, ont pu jouer un rôle plus grand qu'on ne l'avait estimé auparavant. La restructuration des chaînes d'approvisionnement mondiales influe sur la structure des échanges internationaux et pourrait également avoir contribué à la faiblesse des exportations. En raison des ajustements en cours liés à l'évolution des termes de l'échange, les exportations de produits de base et hors produits de base continueront de croître à des rythmes différents pendant la période de projection (**Encadré 2**).

Le secteur des exportations hors produits de base devrait profiter d'un renforcement de la demande étrangère tiré par les États-Unis, lequel semble plus fermement engagé qu'en octobre. L'une des principales hypothèses sur lesquelles repose le scénario de référence est que la croissance dans ce secteur se redressera progressivement au cours des deux prochaines années, mais demeurera inférieure au rythme d'expansion de la demande étrangère (**Graphique 13**). Bien qu'il s'agisse là d'une hypothèse prudente, il existe un risque que la reprise des exportations hors produits de base demande encore plus de temps que prévu, étant donné les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité et les contraintes d'offre potentielles.

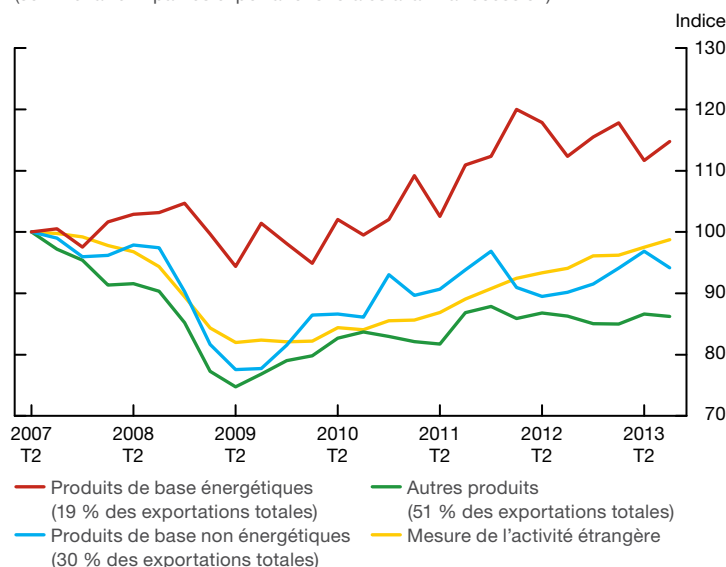
⁶ Le scénario de référence est établi autour du point médian de la fourchette relative à l'écart de production au quatrième trimestre de 2013 (c'est-à-dire environ 1 1/4 %).

Les exportations d'énergie ont été entravées, durant la dernière année, par des interruptions de la production et la congestion des infrastructures de transport (**Graphique 12**). Leur croissance devrait se raffermir en 2014, compte tenu de l'intention qu'ont annoncée de grands producteurs d'augmenter la production, du recours grandissant au pétrole lourd canadien dans les raffineries américaines et d'une expansion additionnelle des capacités de transport ferroviaire. Parallèlement, les exportations de produits de base non énergétiques, comme le bois d'œuvre, devraient elles aussi se redresser.

À mesure que se dissipent les incertitudes entourant les perspectives, les pressions concurrentielles qui incitent à améliorer la productivité, conjuguées au besoin d'accroître la capacité de production pour répondre

Graphique 12 : Les exportations hors énergie ont été faibles

Exportations réelles et mesure de l'activité étrangère; base 100 de l'indice : 2007T2 (sommet atteint par les exportations totales avant la récession)

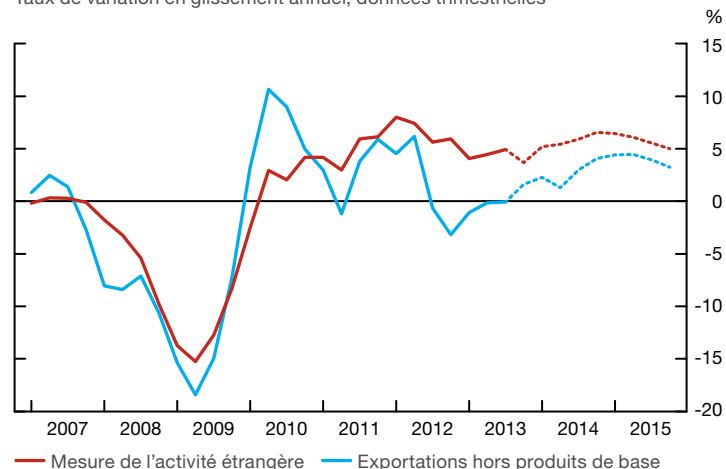


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Graphique 13 : La croissance des exportations hors produits de base devrait se redresser avec celle de l'activité étrangère

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

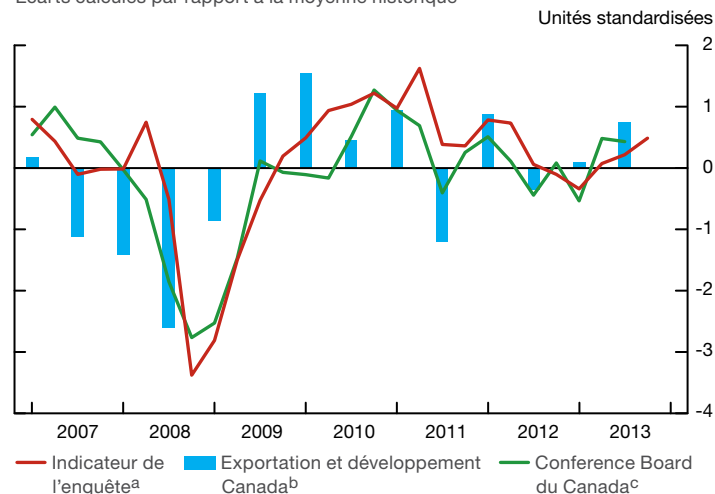
à l'augmentation soutenue de la demande étrangère, devraient stimuler les investissements des entreprises. Cela devrait être particulièrement le cas des investissements en machines et matériel, qui ont été bridés par des facteurs cycliques ainsi que par l'adaptation du secteur manufacturier aux conséquences du niveau relativement élevé des termes de l'échange. Ces incitations à investir s'ajouteront à celles qui résultent de l'expansion continue de la demande intérieure.

Les conditions financières au Canada demeurent propices aux investissements. D'ailleurs, les écarts de rendement relativement étroits sur les obligations de sociétés et les cours boursiers en hausse marquée témoignent d'une forte demande des investisseurs, ce qui donne à penser que ces derniers ont foi dans la rentabilité future des entreprises. Les plus récents résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit et de l'enquête sur les perspectives des entreprises qui ont été menées par la Banque indiquent également que les conditions du crédit continuent d'être favorables. En outre, la croissance des crédits aux entreprises reste supérieure à sa moyenne historique, bien qu'elle ait décéléré quelque peu ces derniers mois. Les entreprises du pays devraient aussi être davantage portées à investir, la valeur plus faible du dollar canadien ayant pour effet de stimuler à la fois l'activité et la rentabilité dans le secteur des exportations.

Il y a certains signes encourageants qui tendent à montrer que la confiance se rétablit, petit à petit (Graphique 14). Les entreprises interrogées par la Banque dans le cadre de sa dernière enquête font état d'un affermissement des perspectives économiques aux États-Unis ainsi que de leur carnet de commandes étrangères, et elles relèvent les avantages que leurs investissements récents leur confèrent en renforçant leur capacité d'exportation. Les intentions d'investissement en machines et matériel ont augmenté pour

Graphique 14 : Les indicateurs de la confiance des entreprises ont montré récemment des signes d'amélioration

Écarts calculés par rapport à la moyenne historique



a. Cette mesure sous-jacente se fonde sur les réponses à neuf questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises. 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.

b. Sondage sur l'indice de confiance commerciale

c. Indice de la confiance des entreprises

Sources : Conférence Board du Canada, Exportation et développement Canada et Banque du Canada (y compris les calculs)

Dernières observations : automne 2013 (Exportation et développement Canada), 2013T3 (Conférence Board du Canada) et 2013T4 (Banque du Canada)

la première fois depuis le quatrième trimestre de 2012, bien que les firmes soient aussi d'avis que le niveau de leurs investissements reste faible à cause des incertitudes qui règnent encore, notamment en ce qui concerne la demande intérieure. Les résultats de la dernière enquête menée par Exportation et développement Canada indiquent que, pour la première fois depuis le printemps de 2011, l'opinion prépondérante au sujet de la conjoncture économique mondiale est positive, et que les entreprises sont plus optimistes quant aux occasions d'affaires internationales⁷.

L'inflation mesurée par l'IPC est modérée et devrait retourner lentement à la cible

L'inflation a continué de surprendre à la baisse ces derniers mois. Ainsi, le taux d'accroissement de l'indice de référence est passé à 1,1 % en novembre, et celui de l'IPC global, à 0,9 %⁸. Les autres mesures de l'inflation fondamentale ont aussi toutes chuté depuis le second semestre de 2012, la plupart s'établissant à un niveau égal ou légèrement supérieur à 1 % (Graphique 15). La faiblesse persistante de l'inflation n'est pas propre à notre pays, mais est aussi observée dans les autres économies avancées (Encadré 1).

La faiblesse généralisée de l'inflation au Canada tient à plusieurs facteurs. Tout d'abord, la marge importante et persistante de capacités inutilisées au sein de l'économie a contribué à ce qu'augmente considérablement, depuis la mi-2012, la proportion des biens de consommation et des services intégrés à l'indice de référence qui enchérissent de moins de 2 % par an (Graphique 16). La concurrence accrue dans le commerce de détail concourt également au faible niveau de l'inflation, comme le reflète la détente inhabituelle des prix des aliments inclus dans l'indice de référence et des biens non durables, c'est-à-dire deux secteurs dont certains signes portent à croire que la concurrence y est des plus intenses (Graphique 17). En outre, il n'est pas exclu que l'effet sur l'inflation d'un excédent donné de l'offre soit plus important qu'escompté auparavant⁹. Cela pourrait être le cas notamment si l'offre excédentaire a persisté pendant une longue période. Compte tenu du haut degré d'incertitude qui entoure les estimations en temps réel de l'écart de production, il se peut aussi que le niveau des capacités inutilisées soit plus élevé qu'on ne le juge à l'heure actuelle.

L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait demeurer autour de 1 % au premier semestre de 2014 et remonter très progressivement vers la cible, à mesure que les capacités excédentaires se résorberont et que l'incidence de la concurrence accrue se dissipera (Graphique 18)¹⁰. La dépréciation du dollar canadien enregistrée cette dernière année devrait aussi exercer des pressions à la hausse sur l'inflation. Le profil d'évolution de l'inflation est plus bas qu'en octobre, principalement parce que la Banque considère que l'incidence de la concurrence

7 Exportation et développement Canada, *Sondage sur l'indice de confiance commerciale d'EDC*, 5 décembre 2013.

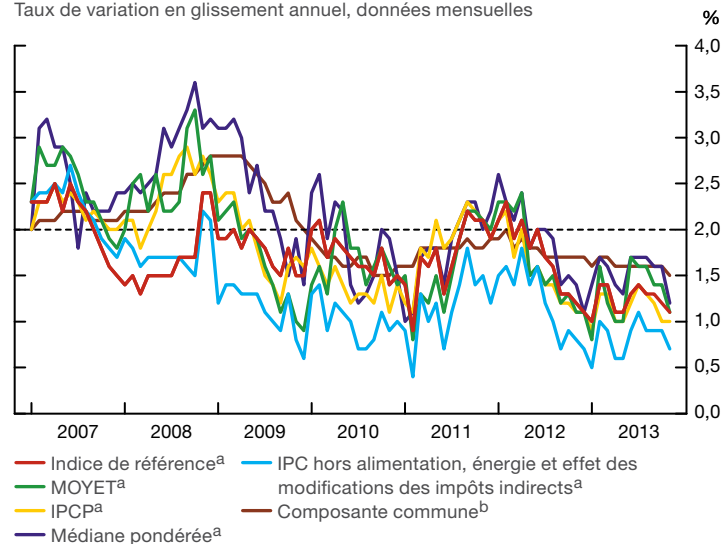
8 Les coûts des intérêts hypothécaires brident en ce moment le taux d'augmentation de l'IPC global comparativement à celui de l'indice de référence, mesurés tous deux en glissement annuel, car certains propriétaires ont pu renouveler leur emprunt hypothécaire en profitant de taux plus bas que lorsqu'ils l'avaient contracté. Aux taux pratiqués actuellement, cet effet devrait se résorber peu à peu au cours de la période de projection.

9 Des travaux empiriques mettent en lumière une relation plus étroite entre l'inflation mesurée par un sous-ensemble de l'indice de référence et l'écart de production.

10 On estime toujours que les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence à court terme (voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*).

Graphique 15 : Les différentes mesures de l'inflation fondamentale demeurent bien en deçà de 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



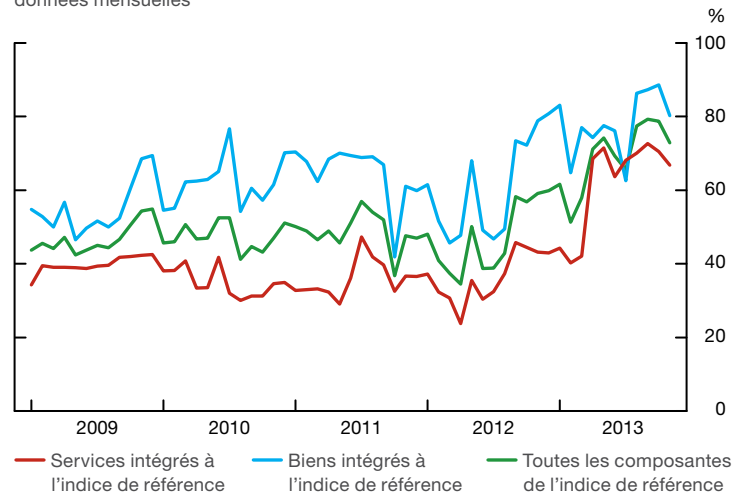
a. Pour les définitions, voir [Taux et statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation](#) dans le site Web de la Banque du Canada.

b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin, *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : novembre 2013

Graphique 16 : La proportion des biens de consommation et des services intégrés à l'indice de référence qui enchérissent de moins de 2 % par an a augmenté considérablement depuis la mi-2012

Proportion pondérée des composantes qui enchérissent de moins de 2 % par an, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : novembre 2013

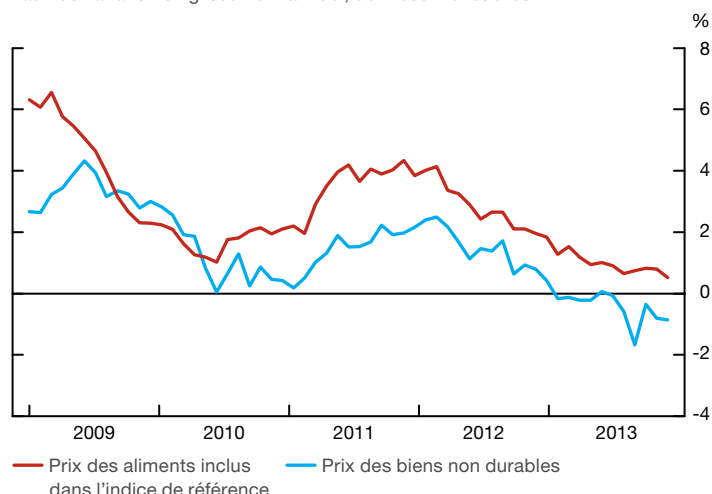
accrue sera plus généralisée et plus prolongée qu'elle ne le supposait précédemment. L'intensification de la concurrence aura des effets durables sur le niveau des prix, mais temporaires sur le taux d'inflation. Dans son scénario de référence, l'institution suppose que ces effets retrancheront environ 0,3 point de pourcentage du taux d'accroissement de l'indice de référence en 2014, et qu'ils se seront largement dissipés d'ici le milieu de 2015 environ. Dans la mesure où les effets sur l'inflation de la concurrence

accrue dans le commerce de détail sont temporaires, ils ne devraient pas forcément entraîner d'intervention de politique monétaire, à moins qu'ils n'induisent une modification des attentes en matière d'inflation.

Les indicateurs des attentes d'inflation sont conformes à la projection de la Banque. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,5 % pour 2014 et de 1,9 % en 2015. Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, les attentes en matière d'inflation demeurent inchangées : bien que presque toutes les firmes prévoient que le taux d'accroissement de l'IPC se situera, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la

Graphique 17 : La concurrence accrue dans le commerce de détail concourt à la faiblesse inhabituelle des prix des aliments inclus dans l'indice de référence et des biens non durables

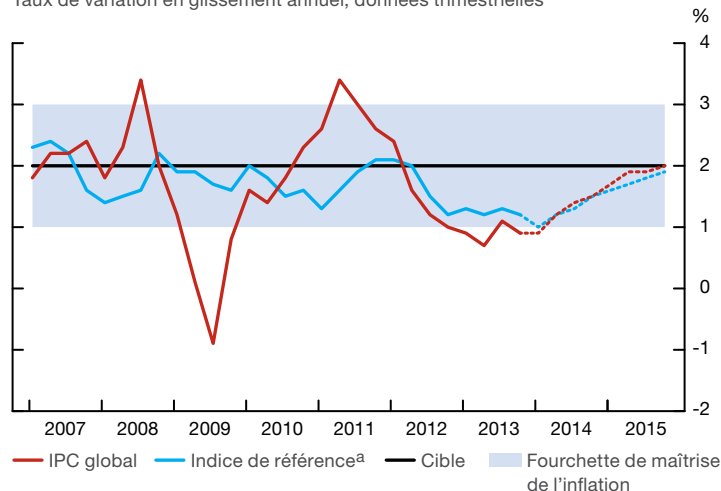
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : novembre 2013

Graphique 18 : L'inflation mesurée par l'IPC est modérée et devrait retourner lentement à la cible

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

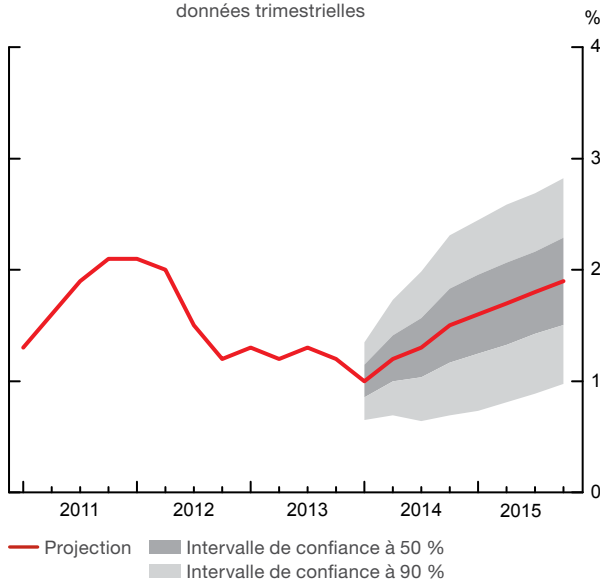
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, la majorité d'entre elles sont d'avis qu'il continuera d'évoluer dans la moitié inférieure de cette fourchette. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent de concorder avec la cible de 2 %¹¹.

En se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime qu'un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global en 2014 est de $\pm 0,3$ point de pourcentage¹². Cet intervalle vise à déterminer l'incertitude *ex ante* de la prévision. Les graphiques en éventail suivants, obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs *ex post* des modèles de projection de la Banque, permettent d'offrir une perspective complémentaire. Le **Graphique 19** et le **Graphique 20** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2014 à la fin de 2015. Le degré d'incertitude entourant la prévision d'inflation et, en particulier, l'éventail des résultats plus faibles que projeté sont des considérations majeures pour la politique monétaire à mettre en œuvre, compte tenu du bas niveau de l'inflation et de la récente série de surprises à la baisse.

Graphique 19 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence

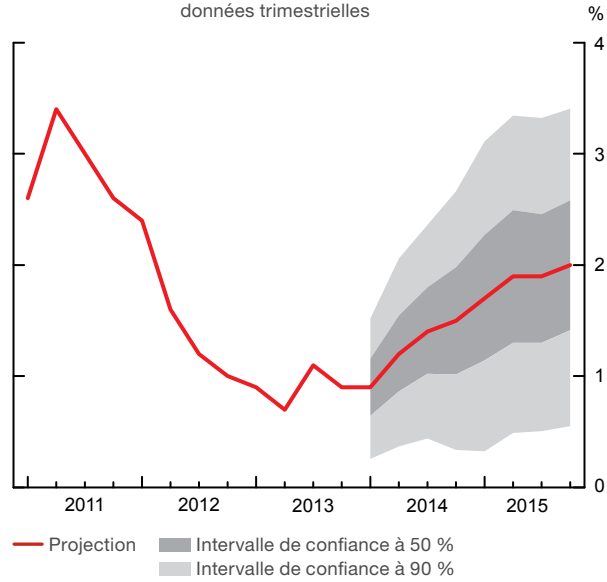
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 20 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

¹¹ Les taux d'inflation qui ont été enregistrés dans la plupart des grandes économies avancées sont inférieurs à la cible visée. Par ailleurs, tandis que les anticipations d'inflation à long terme semblent bien ancrées, le taux d'inflation attendu à court terme a amorcé un repli dans ces économies.

¹² Pour obtenir des précisions sur le mode de calcul de cet intervalle, voir l'Encadré 1 du *Rapport* d'octobre 2013.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure pèsent sur les perspectives d'inflation. La Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés.

Les principaux risques touchant l'inflation sont les suivants :

1) Investissements plus robustes aux États-Unis

Le principal risque à la hausse en matière d'inflation au Canada tient à la possibilité d'une croissance plus forte qu'escompté de la demande privée aux États-Unis. Les investissements des entreprises ont été modérés dans ce pays, en raison notamment de la prudence dont celles-ci ont fait preuve dans un contexte très incertain. À mesure que l'économie se raffermira et que l'incertitude se dissipera, les entreprises devraient reprendre confiance et pourraient non seulement accroître leurs investissements, mais combler le manque à gagner. Cela contribuerait à stimuler l'activité économique et la confiance de façon générale, ce qui aurait des retombées favorables dans l'ensemble de l'économie américaine. En outre, cette conjoncture entraînerait vraisemblablement un relèvement des taux d'intérêt du marché aux États-Unis ainsi qu'une appréciation du dollar É.-U. Cette évolution exercerait des pressions à la hausse sur les taux du marché au Canada, mais ces effets seraient largement compensés par l'accroissement du PIB réel américain. La vigueur accrue de la demande aux États-Unis serait transmise à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux et par le renchérissement des produits de base, ainsi que par une réduction de l'incertitude et les répercussions positives sur la confiance.

2) Moins bonne tenue des exportations canadiennes

Ces deux dernières années, on a observé un décalage important entre le niveau des exportations canadiennes et celui de la demande étrangère. Bien que les perspectives d'évolution de l'économie mondiale se soient améliorées et que le dollar canadien se soit déprécié pendant l'année écoulée, la Banque est prudente dans son scénario de référence, en prenant pour hypothèse que ce décalage ne sera qu'un peu moins marqué au cours des deux prochaines années. Cependant, la tenue des exportations étant encore décevante, il existe un risque que le taux de croissance des exportations continue à

reculer par rapport à celui de l'activité étrangère dans les années à venir. Cette évolution pourrait s'expliquer par des pressions concurrentielles plus fortes ou une incapacité à réagir rapidement à une hausse de la demande compte tenu des capacités de production réduites dans certains secteurs d'exportation. Une reprise plus modeste des exportations inciterait les entreprises à ralentir leurs investissements. La progression plus faible des exportations, conjuguée à celle des investissements, constituerait un risque à la baisse en matière d'inflation.

3) Déséquilibres dans le secteur des ménages

L'évolution du secteur du logement continue à cadrer avec le scénario de la Banque au sujet d'un atterrissage en douceur. Les mises en chantier sont largement conformes à la demande liée à l'évolution démographique, et les ventes de maisons existantes avoisinent leur moyenne historique. Les ménages demeurent vulnérables aux chocs économiques négatifs, toutefois, puisque leur ratio d'endettement reste élevé et que le ratio du prix des maisons au revenu se situe près de son niveau record. Le risque d'une correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages, s'il se matérialisait, pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres pans de l'économie et sur l'inflation.