



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Juillet 2014

20  
14



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

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

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

## L'instrument de politique monétaire

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

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

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

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

## Le suivi de l'inflation

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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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](http://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](mailto:info@banqueducanada.ca)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://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

---

Juillet 2014

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Agathe Côté, Lawrence Schembri et Lynn Patterson.

---

---

« Nous sommes bien loin du compte [...]. Notre économie dispose de la marge voulue pour croître. Et quand l'inflation aura regagné la cible, selon un consensus de plus en plus large, les taux d'intérêt demeureront plus bas que ce à quoi nous étions habitués dans le passé — en raison de l'évolution démographique et parce que, après s'être maintenus à des niveaux exceptionnellement bas pendant une période aussi longue, les taux d'intérêt n'auront pas à varier autant pour exercer le même effet sur l'économie. »

— Stephen S. Poloz

*Gouverneur, Banque du Canada  
Saskatoon (Saskatchewan)  
24 avril 2014*

---

# Table des matières

---

<b>L'économie mondiale</b> .....	1
La croissance de l'économie du globe.....	2
Les conditions financières.....	3
Les États-Unis.....	7
La Chine.....	8
Les autres économies émergentes.....	9
Les prix des produits de base.....	9
Résumé.....	11
<b>L'économie canadienne</b> .....	13
L'évolution récente de l'inflation.....	14
Les perspectives de croissance.....	16
Les exportations et les investissements.....	18
Le secteur des ménages.....	20
Les perspectives d'inflation.....	21
<b>Les risques entourant les perspectives d'inflation</b> .....	25

---

## L'économie mondiale

L'économie du globe croît de façon modeste et inégale. Après avoir progressé à un rythme solide au second semestre de 2013, l'activité économique et les échanges commerciaux ont affiché un ralentissement marqué et généralisé au premier trimestre de cette année. Certes, l'expansion mondiale devrait gagner en vigueur, mais, au final, le profil d'évolution est plus bas qu'anticipé au moment de la publication du *Rapport* d'avril. La croissance de l'économie mondiale devrait se chiffrer à 2,9 % en 2014, puis monter à 3,6 % en 2015 et à 3,7 % en 2016 (Tableau 1).

La croissance dans le monde est bridée depuis plusieurs années par trois vents contraires. Deux d'entre eux, liés à l'assainissement des finances publiques et à la réduction du levier d'endettement dans le secteur privé, diminuent déjà. Le troisième, associé à l'incertitude entourant les politiques et les perspectives économiques en général, est persistant, comme en témoignent les déceptions successives concernant l'expansion économique mondiale ces dernières années. Au fil du temps, ce vent contraire devrait également se dissiper et la croissance mondiale se poursuivre, soutenue en cela par les politiques monétaires fortement expansionnistes et les conditions financières de plus en plus favorables.

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

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>b</sup> (en pourcentage)			
		2013	2014	2015	2016
États-Unis	20	1,9 (1,9)	1,6 (2,8)	3,1 (3,2)	3,0 (3,0)
Zone euro	14	-0,4 (-0,4)	0,9 (1,1)	1,4 (1,3)	1,7 (1,6)
Japon	5	1,5 (1,5)	1,3 (1,2)	1,2 (1,3)	1,0 (1,0)
Chine	15	7,7 (7,7)	7,2 (7,3)	7,0 (7,3)	7,1 (7,2)
Autres pays	47	2,9 (2,9)	2,9 (3,2)	3,7 (3,8)	3,8 (3,8)
Ensemble du monde	100	2,9 (2,9)	2,9 (3,3)	3,6 (3,7)	3,7 (3,7)

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*, avril 2014

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

## La croissance de l'économie du globe a fortement ralenti au premier trimestre

L'activité économique, les investissements et les échanges commerciaux ont décéléré de façon généralisée à l'échelle mondiale au premier trimestre, du fait de la conjugaison de différents facteurs propres à chaque pays (Tableau 2). En particulier, le PIB réel des États-Unis a reculé de 2,9 %, notamment sous l'effet de facteurs temporaires et ponctuels, tels que le ralentissement des investissements en stocks, l'expiration des mesures budgétaires (par exemple, les prestations de chômage prolongées) au début de 2014 et l'hiver rigoureux. Néanmoins, ces facteurs ne peuvent expliquer qu'en partie la faiblesse généralisée observée au premier trimestre, ce qui donne à penser que le dynamisme sous-jacent de l'économie américaine est moins prononcé.

La progression de l'activité économique dans la zone euro a encore été modeste au premier trimestre. La croissance a été inégale, la vigueur affichée en Allemagne ayant été contrebalancée par la baisse ou la stagnation de l'activité dans bien d'autres pays. Au Japon par contre, le PIB réel a vivement grimpé au premier trimestre, mais cet accroissement s'explique par un devancement de l'expansion avant la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée en avril, qui est passée de 5 à 8 %.

En Chine, la croissance a ralenti et a affiché le rythme le plus faible enregistré depuis 2009. Parallèlement, dans d'autres économies émergentes, l'activité a été bridée par l'incertitude politique dans plusieurs régions et le resserrement des conditions financières.

Bon nombre des facteurs ayant concouru au ralentissement de la croissance au premier trimestre semblent propres à certains pays et leurs effets seront vraisemblablement temporaires. Les conditions d'un raffermissement de l'activité dans le monde restent en place, mais, au départ, le niveau d'activité est plus bas que prévu auparavant. Toutefois, le caractère généralisé du ralentissement laisse entrevoir que la vigueur sous-jacente de l'économie mondiale pourrait être moins marquée.

**Tableau 2 : Croissance de l'économie mondiale (taux de croissance trimestriels annualisés)**

	Part du PIB mondial réel <sup>a</sup> (en pourcentage)	Croissance (en pourcentage)		
		2013T3	2013T4	2014T1
États-Unis	20	4,1	2,6	-2,9
Zone euro	14	0,4	1,2	0,8
Japon	5	1,3	0,3	6,7
Chine <sup>b</sup>	15	7,8	7,7	7,4
Autres pays	47	3,1	3,5	1,7
Ensemble du monde	100	3,8	3,3	1,5
Commerce international		5,1	6,3	-2,8

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.

b. Pour la Chine, les taux de croissance sont donnés en glissement annuel.

Sources : Banque du Canada; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2014; Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas (CPB)

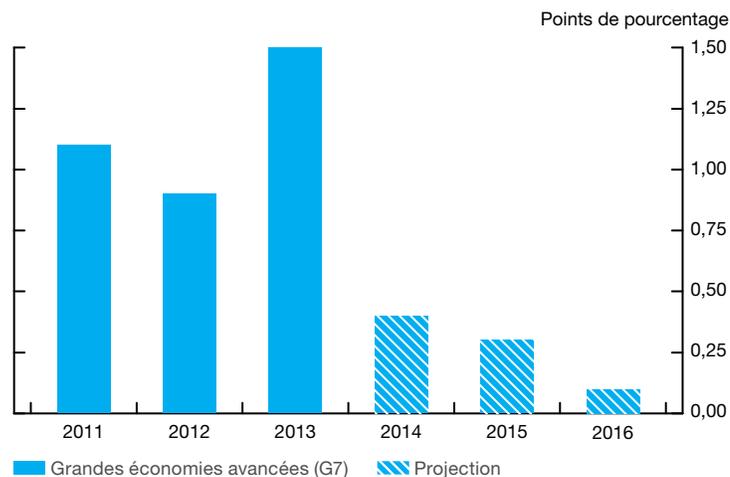
## Les vents contraires qui soufflent sur la croissance continuent à s'estomper, alors que les conditions financières s'assouplissent davantage

La plupart des facteurs ayant freiné le rythme de l'expansion de l'économie mondiale ces dernières années ont continué à se dissiper, quoique certains exercent encore une influence. Le freinage budgétaire diminue nettement dans de nombreuses économies avancées (**Graphique 1**). La réduction du levier d'endettement des ménages aux États-Unis et dans certains autres pays progresse bien, ce qui devrait soutenir la demande intérieure (**Graphique 2**). Par ailleurs, l'incertitude semble ébranler la confiance des entreprises et restreindre les investissements. Une telle incertitude devrait s'atténuer à la faveur du renforcement de la reprise, stimulant les investissements et permettant ainsi d'établir le commerce international et les prix des produits de base sur des assises plus solides, mais cela ne s'est pas encore concrétisé. Les goulots d'étranglement et autres obstacles structurels qui entravent la croissance dans les économies émergentes devraient aussi être réduits grâce aux réformes économiques en cours.

Les conditions financières mondiales sont devenues encore plus favorables depuis avril. Ces conditions reflètent les politiques monétaires exceptionnellement expansionnistes dans les grandes économies avancées qui, dans certains cas, ont encore été assouplies durant cette période. En juin, en réaction au recul de l'inflation, à la faiblesse de la croissance et à la fragmentation financière en cours, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé de nouvelles mesures de détente monétaire. Elle a abaissé son principal taux d'intérêt à 0,15 % et introduit un taux de rémunération des dépôts négatif. La BCE a en outre déclaré qu'elle mettrait en œuvre des mesures ciblées visant à favoriser le crédit. Parallèlement, les bilans des

### Graphique 1 : Les politiques actuelles laissent supposer que le freinage budgétaire sera nettement moins important pendant la période de projection

Variation du solde budgétaire corrigé des mouvements cycliques (en proportion du PIB potentiel)



Nota : Les pays du G7 sont l'Allemagne, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni.

Source : Fonds monétaire international,

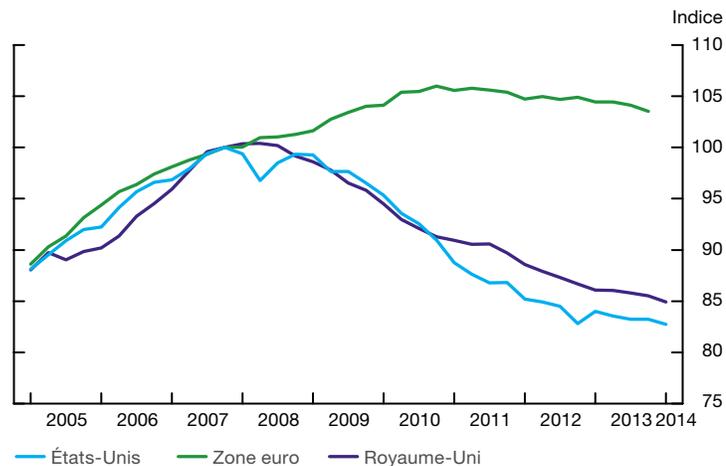
*Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2014

Dernière valeur du graphique : 2016

banques centrales continuent de prendre de l'ampleur dans certains pays (Graphique 3). Aux États-Unis, même si la Réserve fédérale poursuit la réduction du volume de ses achats d'actifs, la taille de son bilan continue de s'accroître, ce qui accentue la détente monétaire (Encadré 1). En outre, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale a répété qu'il s'attend à ce que la situation économique nécessite le maintien d'une politique monétaire expansionniste « même après que l'emploi et l'inflation seront proches des niveaux correspondant à son mandat »<sup>1</sup>.

**Graphique 2 : Certaines économies avancées ont accompli d'importants progrès dans la réduction de leur levier d'endettement, alors que d'autres tardent à le faire**

Ratio de la dette des ménages au revenu disponible (base 100 de l'indice : 2007T4)

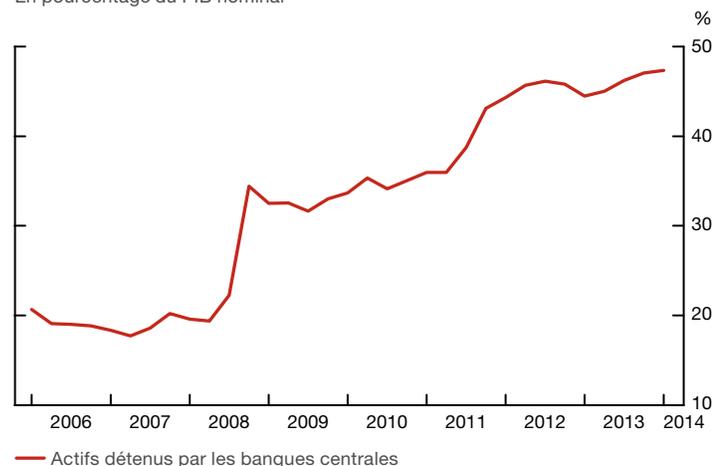


Sources : Réserve fédérale des États-Unis, Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni) et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2013T4 (zone euro) et 2014T1 (Royaume-Uni et États-Unis)

**Graphique 3 : Les bilans des banques centrales ont continué de prendre de l'ampleur dans les économies avancées**

En pourcentage du PIB nominal



Nota : Les banques centrales figurant dans ce groupe sont la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon. Les actifs détenus par les banques centrales et le PIB nominal sont convertis en dollars É.-U. au taux de change moyen du marché au cours de chaque trimestre respectif.

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

Dernière observation : 2014T1

<sup>1</sup> Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, communiqué du 18 juin 2014.

Encadré 1

## Bilan de la Réserve fédérale et options relatives à sa stratégie de sortie

Depuis l'automne 2008, la Réserve fédérale américaine a mis en œuvre une série de programmes d'achat massif d'actifs dans le but d'accentuer la détente monétaire, durant une période où le taux des fonds fédéraux restait confiné à sa valeur plancher. Ces achats de titres du Trésor américain, de titres d'agences fédérales et de titres adossés à des créances hypothécaires ont été financés par la création de réserves bancaires qui sont inscrites au bilan de la Réserve fédérale. Le plus récent programme d'achat massif d'actifs, surnommé « QE3 », devrait prendre fin en octobre 2014. Ces mesures se sont avérées efficaces pour endiguer la crise et assouplir les conditions monétaires et financières.

Il est important de noter que l'expansion des réserves excédentaires dans le bilan de la Réserve fédérale reflète essentiellement l'ampleur de ces achats d'actifs et ne donne aucune indication sur le comportement des banques en matière d'octroi de prêts ni sur le niveau de l'activité économique. Au moment où la reprise se consolide et où l'abandon des mesures de politique monétaire non traditionnelles est envisagé, la Réserve fédérale a clairement indiqué que la taille de son bilan ne nuirait pas à sa capacité de contrôler le taux directeur et, par conséquent, le niveau des liquidités au sein de l'économie. L'institution a exposé les moyens d'action à sa disposition en vue de limiter le risque que l'accumulation de réserves excédentaires importantes donne lieu à une offre excessive de crédit et à une hausse marquée de l'inflation<sup>1</sup>.

Plus précisément, la Réserve fédérale songe à employer un certain nombre de mesures complémentaires qui lui permettront d'absorber l'excédent de liquidités quand elle relèvera le taux des fonds fédéraux<sup>2</sup>. Ces mesures, auxquelles elle a déjà recours ou qu'elle met déjà activement à l'essai, consistent notamment à :

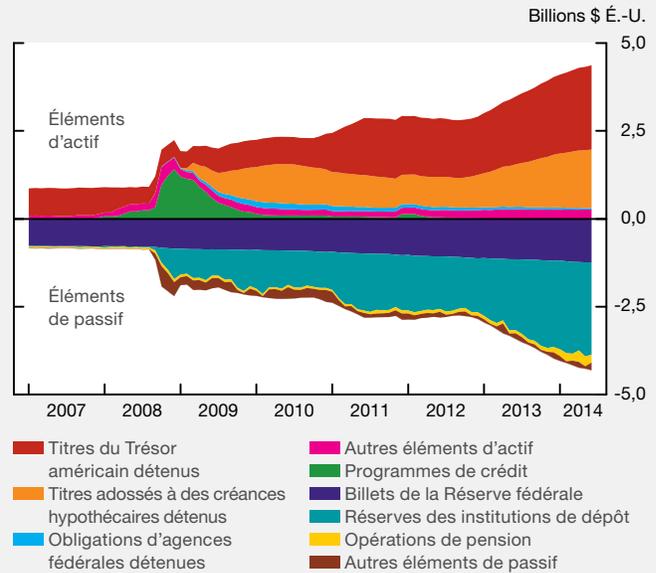
- augmenter le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires, ce qui, selon les représentants de l'institution, devrait contribuer de manière importante au processus de normalisation<sup>3</sup>;

1 Pour une analyse détaillée de la création de réserves excédentaires, voir T. Keister et J. J. McAndrews (2009), « Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves? », *Current Issues in Economics and Finance*, Banque fédérale de réserve de New York, vol. 15, n° 8, décembre, p. 1-10.

2 Il a été récemment question des mesures envisagées dans le cadre de la réunion du Comité de l'open market de la Réserve fédérale des 17 et 18 juin 2014, dont le procès-verbal a été publié.

3 La politique consistant à rémunérer les réserves détenues par les banques (en vigueur depuis octobre 2008) peut influencer sur le lien existant entre la taille du bilan de la Réserve fédérale et l'offre globale de monnaie. Cette politique permet d'inciter les banques à conserver leurs fonds excédentaires auprès de la banque centrale plutôt que de les prêter à l'économie réelle.

Graphique 1-A : Bilan de la Réserve fédérale américaine



Source : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale

Dernière observation : juin 2014

- offrir un mécanisme de dépôt à terme portant intérêt et procéder à des cessions en pension à un jour ou à plus d'un jour (dans le cadre desquelles la Réserve fédérale propose des titres en échange de liquidités) pour contribuer à drainer les réserves excédentaires.

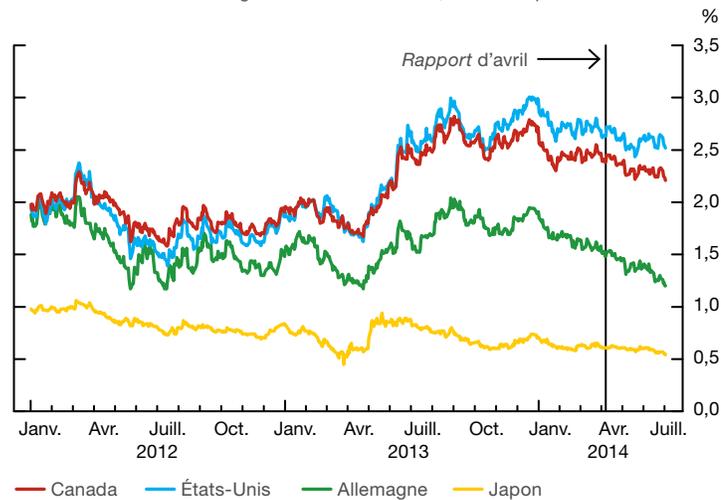
La Réserve fédérale a annoncé qu'elle envisage de se défaire progressivement des actifs inscrits à son bilan qu'elle a acquis dans le cadre de ses achats massifs. Les membres du Comité de l'open market ont indiqué qu'ils pourraient maintenir la politique de réinvestissement au moins jusqu'à la première hausse de taux et conserver jusqu'à leur échéance les titres du Trésor américain et les titres adossés à des créances hypothécaires que la Réserve fédérale détient (afin d'éviter de perturber les marchés en procédant d'un coup à une vaste liquidation de ses actifs). En outre, l'institution a souligné que l'échéancier et les modalités d'exécution de la stratégie privilégiée pour gérer son bilan dépendront de la conjoncture économique et financière<sup>4</sup>.

4 Comme l'a récemment réitéré la présidente de la Réserve fédérale, Janet Yellen, lors de la conférence de presse tenue à la suite de la publication de la déclaration du Comité de l'open market, le 18 juin 2014.

Dans ces circonstances, les attentes du marché à l'égard du maintien de taux directeurs bas pendant une période prolongée, la quête de rendements et la hausse de la demande d'actifs sûrs de la part des banques exercent également des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme (Graphique 4). Les marchés boursiers sont aux sommets qu'ils avaient atteints récemment ou près de ceux-ci, les écarts de crédit se sont rétrécis et les émissions d'obligations de sociétés restent soutenues (Graphique 5). En outre, les mesures de la volatilité des marchés, prospectives et réalisées, ont reculé davantage en deçà des moyennes historiques d'une vaste

#### Graphique 4 : Les taux des obligations d'État à long terme ont fléchi

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

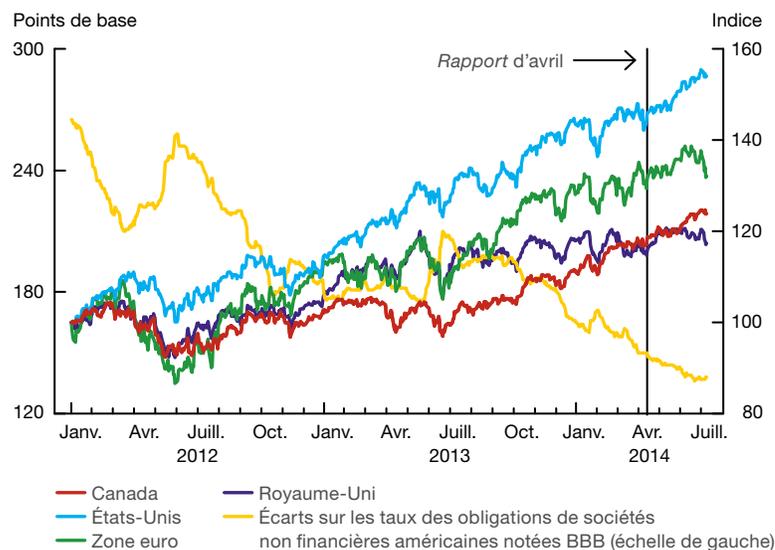


Source : Reuters

Dernière observation : 11 juillet 2014

#### Graphique 5 : Les marchés boursiers sont vigoureux et les écarts de crédit se sont rétrécis

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



Nota : Les indices boursiers pris en compte sont l'indice composite S&P/TSX (Canada), l'indice S&P 500 (États-Unis), l'indice EURO STOXX 50 (zone euro) et l'indice FTSE 100 (Royaume-Uni).

Sources : Bank of America Merrill Lynch et Bloomberg

Dernière observation : 11 juillet 2014

gamme de catégories d'actifs<sup>2</sup>. Après s'être resserrées au premier trimestre, les conditions financières se sont aussi améliorées dans les économies émergentes à la faveur du renforcement des marchés boursiers et du rétrécissement des écarts.

## Les États-Unis devraient être les premiers parmi les économies avancées à voir leur croissance s'accélérer

La croissance au sein des économies avancées, à commencer par les États-Unis, devrait rebondir et se renforcer tout au long de 2014. On ne s'attend toutefois pas à ce que ce rebond compense la faiblesse du premier trimestre, de sorte que le niveau du PIB devrait rester plus bas qu'estimé dans le *Rapport* d'avril. Avec le temps, l'expansion dans les pays avancés devrait faciliter le retour de leur économie à son potentiel et leur permettre d'atteindre une croissance naturelle ne dépendant plus d'une détente monétaire exceptionnelle.

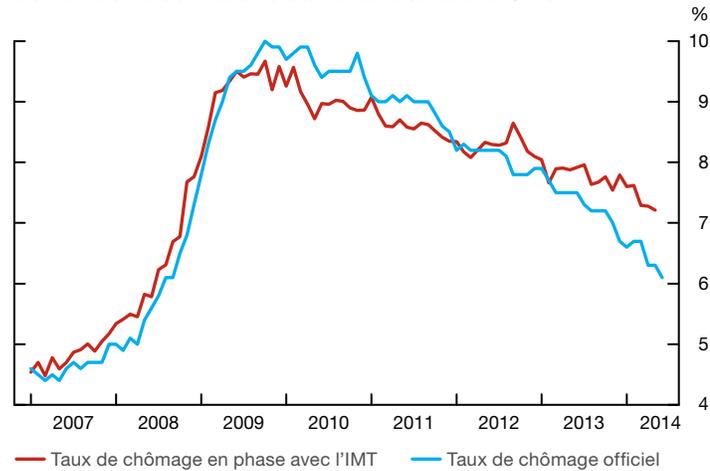
La demande intérieure aux États-Unis devrait se redresser, grâce à une expansion du crédit, à un accroissement de la richesse financière et du patrimoine immobilier et à une amélioration des conditions sur le marché du travail. Plus précisément, la consommation sera soutenue par une hausse de la valeur nette des ménages et une progression graduelle du revenu disponible. L'investissement résidentiel devrait aussi bénéficier de ces facteurs, ainsi que d'une augmentation de la formation des ménages et d'un assouplissement progressif des normes de crédit, à mesure que la concurrence s'intensifiera pour l'octroi de nouveaux prêts hypothécaires. Les indicateurs récents du marché du travail ont été encourageants : quelque 230 000 nouveaux emplois ont été créés, en chiffres nets, en moyenne, ces six derniers mois; les offres d'emplois sont à leur plus haut niveau depuis août 2007; et le taux de chômage a baissé à 6,1 %. En dépit de ces améliorations, d'autres indicateurs du marché du travail, tels qu'une croissance modeste des salaires et un taux élevé de chômage de longue durée, donnent à penser qu'une marge considérable de ressources inutilisées subsiste sur le marché du travail, ce qui devrait contenir les tensions inflationnistes (Graphique 6).

Les investissements des entreprises devraient se renforcer, alors que l'incertitude planant sur la demande future diminue, le coût du capital reste bas et les entreprises cherchent à mettre à profit leurs imposantes liquidités. Cela dit, le rythme d'accroissement semble plus faible qu'on ne le prévoyait en avril. Par exemple, des indicateurs tels que les dépenses de construction et les expéditions de biens d'équipement laissent entrevoir une évolution un peu plus modérée des investissements des entreprises tout au long de 2014.

Dans l'ensemble, l'économie américaine devrait progresser d'environ 1 1/2 % cette année et poursuivre sa montée pour atteindre environ 3 % en 2015 et en 2016, soit un taux de croissance inférieur à celui prévu dans le *Rapport* d'avril.

La reprise dans la zone euro demeure modeste et fragile. L'inflation a ralenti et demeure basse, et on craint qu'elle ne recule davantage. Cependant, les conditions monétaires expansionnistes, compte tenu notamment des mesures prises récemment par la BCE, conjuguées à l'atténuation des vents contraires intérieurs et au raffermissement de la demande extérieure, devraient soutenir la reprise. Bien que des progrès aient été accomplis à ce jour, le chemin qui reste à parcourir pourrait être inégal, certains pays poursuivant le rééquilibrage de leur économie afin de rehausser leur compétitivité.

2 Voir la livraison de juin 2014 de la *Revue du système financier* pour une analyse de questions liées à la faiblesse de la volatilité.

**Graphique 6 : La baisse du taux de chômage traduit une surestimation de l'embellie du marché du travail aux États-Unis**

Nota : L'indicateur du marché du travail (IMT) aux États-Unis est créé en extrayant le mouvement commun à diverses variables liées au marché du travail et en ramenant le résultat à une échelle permettant d'établir une comparaison avec le taux de chômage dans ce pays. Voir K. Zmitrowicz et M. Khan (2014), « Par-delà le taux de chômage : une évaluation en profondeur des marchés du travail canadien et américain depuis la Grande Récession », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 48-60.

Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

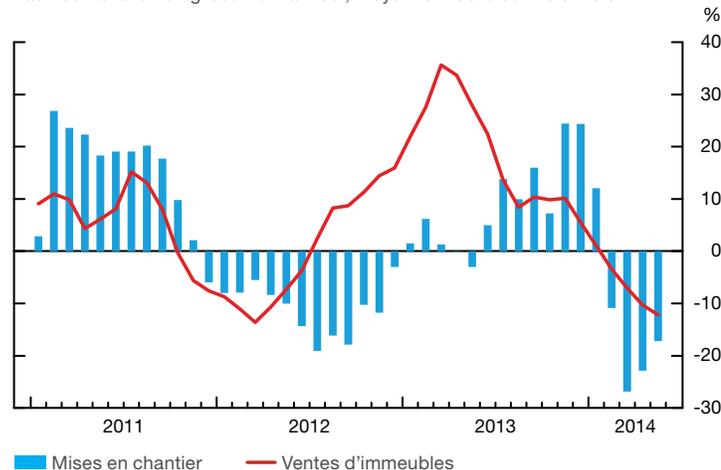
Dernières observations : mai 2014 (IMT) et juin 2014 (chômage)

## La croissance en Chine a ralenti au moment où les autorités tentent de rééquilibrer l'économie

L'expansion économique a continué de ralentir en Chine, ce qui reflète les tensions constantes entre le rééquilibrage de l'économie et le maintien de la croissance. Ces pressions s'observent surtout dans le secteur de l'immobilier, qui amorce son troisième cycle baissier en six ans, les ventes et les mises en chantier ayant enregistré une contraction notable au début de 2014 (Graphique 7). Toutefois, contrairement aux périodes précédentes

**Graphique 7 : Une correction s'est amorcée dans le marché de l'immobilier en Chine**

Taux de variation en glissement annuel, moyenne mobile sur trois mois



Nota : Les données sont désaisonnalisées à l'aide de la méthode TRAMO-SEATS.

Sources : CEIC et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2014

où les politiques publiques étaient un facteur déterminant, le ralentissement récent semble découler de la faiblesse de la demande et de l'excès de stocks.

Malgré le repli du marché du logement, la croissance de l'économie chinoise devrait demeurer solide, soutenue en cela par des mesures de relance à court terme ciblées et les réformes économiques à moyen terme qui sont en cours. Ces dernières visent à réorienter la croissance — axée sur les investissements et les exportations — vers la consommation intérieure. Il subsiste un risque que ce mouvement de repli s'accélère, ce qui se répercuterait négativement sur le secteur bancaire parallèle chinois. Une telle évolution pourrait avoir des retombées plus larges sur le secteur bancaire, l'économie réelle et, par le fait même, les prix mondiaux des produits de base.

## Les autres économies émergentes devraient gagner en vigueur

Dans le reste du monde, la croissance devrait s'accélérer pour atteindre quelque 3 3/4 % en 2015 et en 2016. Le PIB se situe toutefois à un niveau plus bas durant la période de projection, résultat de la faiblesse enregistrée au premier trimestre de cette année. On s'attend à ce que les pays émergents (à l'exclusion de la Chine) affichent l'expansion la plus élevée, soit de plus de 4 %, grâce au raffermissement de la demande étrangère, à l'incidence des améliorations récentes des conditions financières sur les conditions du crédit intérieures ainsi qu'aux avancées réalisées au chapitre des réformes économiques. Soulignons que la part des économies émergentes dans le PIB mondial devrait s'accroître encore durant la période de projection, ce qui, compte tenu de leur recours relativement plus élevé aux produits de base, soutiendra le prix de ces derniers.

## Les facteurs à l'œuvre du côté de l'offre ont fait grimper les prix des produits de base non énergétiques

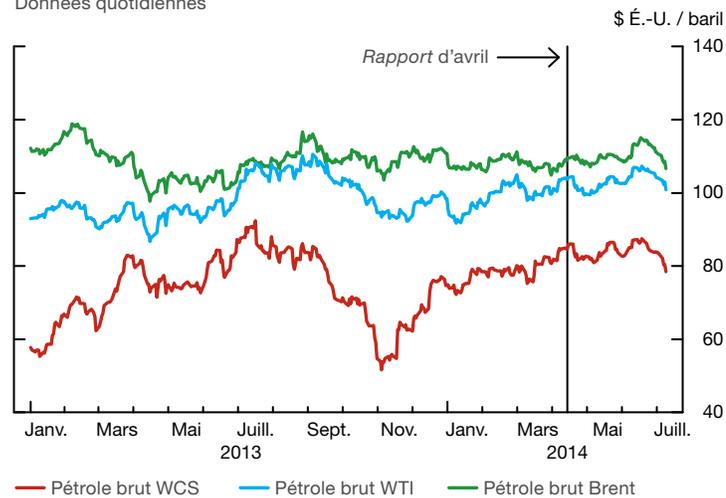
Les cours mondiaux du pétrole brut ont fluctué ces derniers mois sous l'effet de l'évolution de la situation géopolitique (**Graphique 8**). Par convention, aux fins de l'établissement de la projection économique, la Banque postule que les prix de l'énergie demeureront près de leurs niveaux récents. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select ont avoisiné en moyenne 110 dollars É.-U., 105 dollars É.-U. et 85 dollars É.-U. le baril, respectivement.

L'expérience passée met en évidence l'incertitude considérable associée aux cours du brut. À court terme, la hausse de ces cours pourrait dépasser les attentes, l'escalade de la violence sectaire en Iraq pouvant donner lieu à une réduction de l'offre mondiale de pétrole, compte tenu notamment du niveau déjà faible de capacités inutilisées de l'OPEP (**Graphique 9**). À moyen terme toutefois, selon la dernière analyse que la Banque a faite des facteurs à l'œuvre du côté de l'offre et de la demande, les risques liés aux cours du pétrole sont orientés à la baisse. Plus particulièrement, si la production de pétrole de schiste était supérieure aux estimations actuelles ou que les tensions géopolitiques étaient résolues, il est probable que les cours tomberaient sous le niveau postulé dans le scénario de référence de la Banque.

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les prix de nombreux produits de base non énergétiques se sont raffermis. Dans la plupart des cas, ces hausses sont imputables à des changements du côté de l'offre plutôt qu'à un renforcement de l'économie mondiale. L'augmentation des prix des produits

### Graphique 8 : Les cours mondiaux du pétrole brut n'ont guère changé dans l'ensemble depuis la parution du *Rapport d'avril*

Données quotidiennes

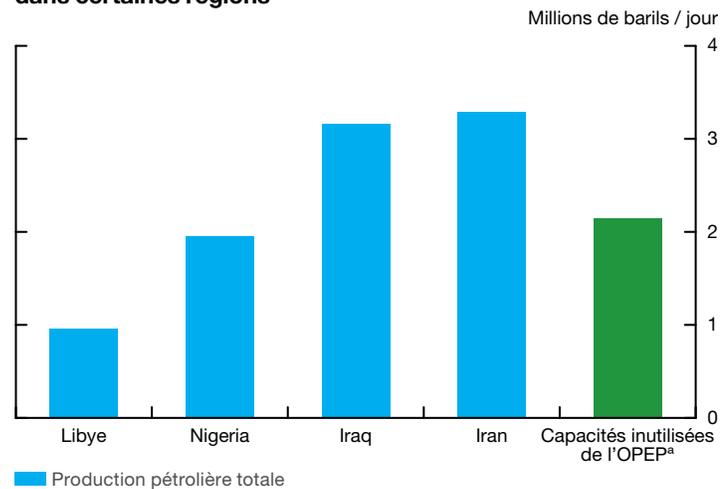


Nota : Les sigles WCS et WTI signifient respectivement Western Canada Select et West Texas Intermediate.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 11 juillet 2014

### Graphique 9 : Des risques pourraient peser sur la production de pétrole dans certaines régions



a. OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

Sources : Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis et Agence internationale de l'énergie

Dernière observation : 2013

agricoles est due à la flambée du prix des bovins, qui tient au resserrement extrême de l'offre, le cheptel bovin aux États-Unis ayant chuté à son plus bas niveau en plus de cinquante ans. Les prix du bois d'œuvre ont regagné une partie du terrain perdu auparavant, la construction de logements aux États-Unis s'étant remise des effets de l'hiver rigoureux, et ce, même si une partie de la capacité de production précédemment inutilisée a été absorbée. Parallèlement, le renchérissement des métaux communs a été généralisé, ce qui peut être un signe que les perspectives de croissance s'améliorent. Cependant, des problèmes liés à l'offre, en particulier l'embargo indonésien sur les exportations de minerais métalliques, ont aussi poussé les prix à

la hausse. Les prix des produits de base non énergétiques devraient augmenter grâce à l'atténuation de l'incertitude et à l'accélération de l'expansion économique mondiale.

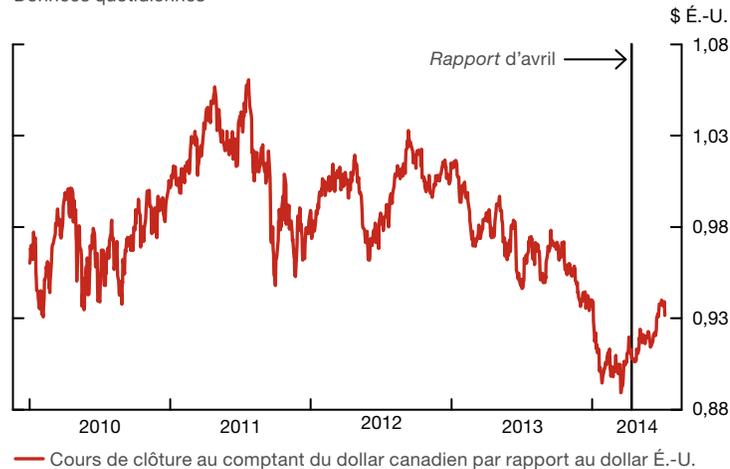
## Résumé

L'économie mondiale a continué de décevoir, en raison de l'incertitude omniprésente qui freine encore l'activité, les investissements et les échanges commerciaux. Il n'en demeure pas moins que la croissance économique devrait se raffermir à l'échelle du globe, à mesure que les forces sous-jacentes d'une croissance naturelle s'imposeront graduellement, ce qui favorisera les exportations, les prix des produits de base et les termes de l'échange du Canada. Dans l'ensemble, cependant, la Banque estime que le niveau de l'activité économique dans le monde est plus faible durant la période de projection que ce qu'elle escomptait dans le *Rapport d'avril*.

La valeur du dollar canadien s'est située à 93 cents en moyenne depuis la date d'annonce préétablie de juin, ce qui est supérieur au niveau de 91 cents anticipé en avril (**Graphique 10**). La Banque postule que le dollar canadien devrait se maintenir à son niveau le plus récent de 93 cents durant la période de projection.

**Graphique 10 : Le cours du dollar canadien a augmenté sensiblement depuis le début de l'année**

Données quotidiennes



Nota : Une hausse indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 11 juillet 2014

## L'économie canadienne

---

L'inflation mesurée par l'IPC global est remontée aux alentours de la cible de 2 % ces derniers mois. L'inflation mesurée par l'indice de référence a également progressé, mais reste sous 2 %. Bien que la Banque ait anticipé, dans le *Rapport* d'avril, que le niveau plus élevé des prix à la consommation de l'énergie et la transmission des variations du taux de change exerceraient des pressions provisoires à la hausse sur l'inflation, l'augmentation est survenue plus tôt et a été plus importante qu'escompté. Les chiffres de l'inflation supérieurs aux prévisions reflètent principalement un accroissement plus marqué des prix de l'énergie, qui sont notoirement volatils, ainsi que d'autres facteurs sectoriels qui ont temporairement influé sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

La Banque est d'avis que les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent modérées, étant donné la marge persistante de capacités excédentaires présente au sein de l'économie et la concurrence intense qui continue de régner dans le commerce de détail. Compte tenu des perspectives plus faibles de l'économie mondiale, la Banque estime maintenant qu'il faudra un peu plus de temps qu'elle ne l'envisageait en avril pour que l'économie canadienne retourne à son plein potentiel.

L'inflation devrait fluctuer près de 2 % au cours des deux prochaines années, l'impulsion passagère fournie par les chocs de prix relatifs mentionnés ci-dessus s'atténuant et les pressions à la baisse sur l'inflation issues de l'offre excédentaire et de la vive concurrence dans le secteur du détail se dissipant graduellement. L'économie se remettant à tourner à plein régime vers le milieu de 2016, l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'inflation mesurée par l'IPC global devraient converger à 2 % de façon durable. Au-delà du court terme, la projection concernant l'inflation est sensiblement la même que dans le *Rapport* d'avril.

La croissance du PIB réel au Canada devrait s'établir en moyenne autour de 2 1/4 % en 2014-2016. Le brusque ralentissement de la croissance économique mondiale au premier trimestre a retardé une fois encore le redressement attendu des exportations et des investissements des entreprises. La Banque continue toutefois d'escompter que le niveau moins élevé du dollar canadien et le renforcement projeté de l'économie mondiale donneront lieu à un élargissement de la composition de la croissance au pays. Par ailleurs, la Banque entrevoit encore un atterrissage en douceur du marché du logement et une poursuite de l'évolution constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages. Étant donné la révision à la baisse des perspectives économiques mondiales, on anticipe maintenant que l'activité au Canada sera un peu plus faible que prévu précédemment.

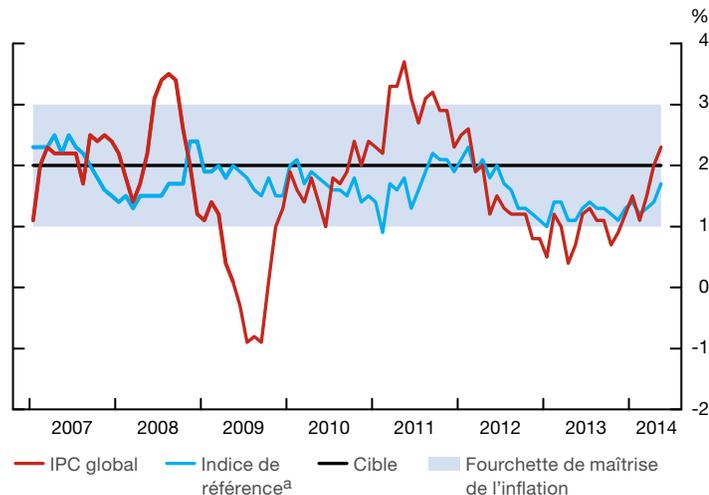
## Les chocs sectoriels et la transmission des variations du taux de change ont temporairement stimulé l'inflation

L'inflation a augmenté ces derniers mois (Graphique 11), en raison des effets temporaires des prix de l'énergie plus élevés et de la transmission des variations du taux de change, ainsi que de certains autres chocs sectoriels. Tous ces facteurs fournissent au niveau des prix une impulsion ponctuelle, qui cessera d'influer sur le taux d'inflation en glissement annuel en 2015. Parallèlement, la marge persistante de capacités excédentaires et la forte concurrence dans le commerce de détail continuent d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation<sup>3</sup>. La Banque estime que ces deux facteurs retranchent actuellement environ 0,3 point de pourcentage chacun du taux d'augmentation annuel de l'indice de référence.

Après avoir oscillé à l'intérieur d'une fourchette très étroite autour de 1,2 % de janvier 2013 à mars 2014, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est hissée à 1,6 % en moyenne en avril et mai. Si l'inflation mensuelle s'est accrue de façon marquée ces six derniers mois, c'est principalement en raison de hausses de prix plus fortes dans des catégories qui, vraisemblablement, ne sont pas influencées par la marge de capacités excédentaires ou la concurrence au sein de l'économie canadienne<sup>4</sup>. Par exemple, le resserrement de l'offre en Amérique du Nord a provoqué une montée en flèche des prix de la viande<sup>5</sup>. De plus, on a assisté à une envolée des tarifs d'électricité (qui sont inclus dans l'indice de référence). Bien qu'il y ait de toute évidence un élément d'incertitude et qu'un certain risque à la hausse puisse entacher l'évolution à court terme, la Banque ne s'attend pas à ce que la

**Graphique 11 : L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence ont augmenté ces derniers mois**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



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

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2014

<sup>3</sup> Selon les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet été par la Banque, la vive concurrence continue de modérer les attentes concernant le prix des extrants.

<sup>4</sup> Au cours des six derniers mois, l'indice de référence mensuel a augmenté, en moyenne, à un rythme annuel de 2,5 %, contre une moyenne de moins de 1 % pour les six mois précédents.

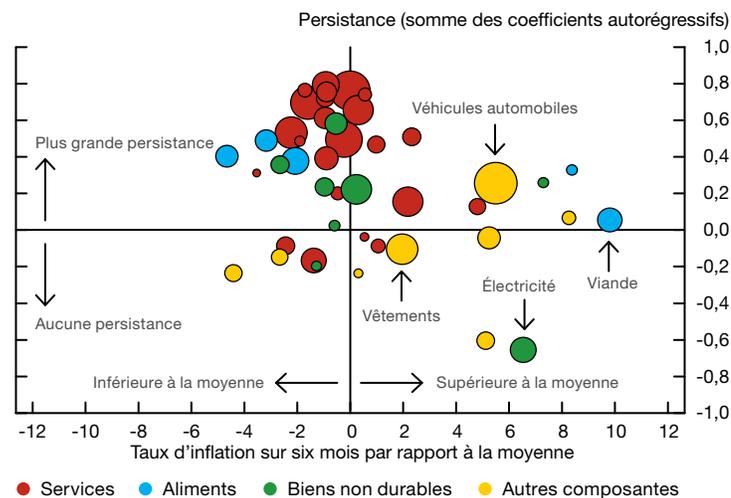
<sup>5</sup> L'indice de référence utilisé par la Banque exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les composantes exclues sont les suivantes : les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, les intérêts sur les prêts hypothécaires, le transport interurbain et le tabac.

vigueur récente de l'inflation mensuelle perdue. Cela tient notamment au fait que, dans les secteurs responsables de l'augmentation, les hausses de prix se situent actuellement au-dessus de leurs moyennes historiques et tendent à afficher une faible persistance au regard de l'inflation, ce qui porte à croire qu'elles s'estomperont rapidement dans l'avenir. Ce phénomène est illustré au **Graphique 12**<sup>6</sup>. L'accroissement de l'inflation mesurée par l'IPC global au cours de la même période a été plus prononcé que celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence, en raison d'importantes augmentations des prix de l'essence et du gaz naturel.

Comparativement au *Rapport* d'avril, les chiffres de l'inflation mesurée par l'indice de référence supérieurs aux prévisions reflètent principalement des hausses plus marquées des prix des biens semi-durables, tels les vêtements et les chaussures, et des aliments (la viande en particulier). Outre le taux d'accroissement plus élevé de l'indice de référence, le choc positif touchant l'inflation mesurée par l'IPC global témoigne de prix de l'essence supérieurs aux prévisions.

La dépréciation du dollar canadien depuis le début de 2013 a exercé certaines pressions provisoires à la hausse sur l'inflation, l'augmentation des prix à l'importation ayant été transmise aux prix à la consommation intérieurs. Tant l'ampleur de l'incidence directe du taux de change sur l'inflation mesurée par l'indice de référence que le moment où elle se produit sont difficiles à évaluer avec précision. L'incidence varie d'une entreprise à l'autre, en fonction d'un certain nombre de facteurs, dont la teneur en importations et la durée des couvertures de change. Les résultats de la plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises donnent à penser que certaines firmes ont déjà vu les effets du recul du taux de

**Graphique 12 : Les prix des composantes de l'indice de référence ayant enregistré une inflation supérieure à la moyenne tendent à afficher des variations moins persistantes**



Nota : La taille des bulles reflète le poids relatif des composantes dans l'indice de référence.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

<sup>6</sup> Le taux d'inflation sur six mois est le taux de variation annualisé du niveau des prix entre novembre 2013 et mai 2014. Les différentes composantes de l'indice de référence ont été désaisonnalisées suivant la méthode X-12-ARIMA du Bureau du recensement des États-Unis, et chaque taux d'inflation sur six mois est exprimé sous la forme d'un écart par rapport à la moyenne. La persistance correspond à la somme des quatre premiers coefficients autorégressifs du taux d'inflation trimestriel désaisonné. La période d'échantillonnage servant à calculer la persistance et les moyennes va de 1995 à 2013.

change se répercuter sur le coût de leurs intrants, tandis que d'autres s'attendent à ressentir ces effets dans les trimestres à venir. On peut déduire la transmission des variations du taux de change en examinant l'évolution de l'inflation des biens à teneur élevée en importations. Au cours des six derniers mois, les biens intégrés à l'indice de référence qui présentent une forte teneur en importations, en particulier les vêtements et les chaussures, se sont enchéris davantage que ceux à faible teneur en importations.

Les baisses passées du taux de change semblent ajouter en ce moment environ 0,1 à 0,2 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'indice de référence<sup>7</sup>. Comme certaines des principales composantes volatiles exclues de l'indice de référence sont plus sensibles aux mouvements du taux de change, l'incidence sur l'inflation mesurée par l'IPC global est estimée être plus prononcée, soit d'environ 0,3 à 0,4 point de pourcentage. Dans son scénario de référence, la Banque pose l'hypothèse que l'incidence directe du dollar plus faible sur le niveau des prix se sera entièrement manifestée vers la fin de 2014. En conséquence, l'effet sur l'inflation en glissement annuel devrait se dissiper d'ici la fin de l'année prochaine.

## L'économie canadienne continue de fonctionner en deçà de son plein potentiel

Comme le fait ressortir le scénario de référence de la Banque, pour que l'inflation se maintienne à 2 %, il sera nécessaire que les capacités excédentaires au sein de l'économie se résorbent. Autrement, l'inflation se réinscrirait en baisse et demeurerait au-dessous de 2 %.

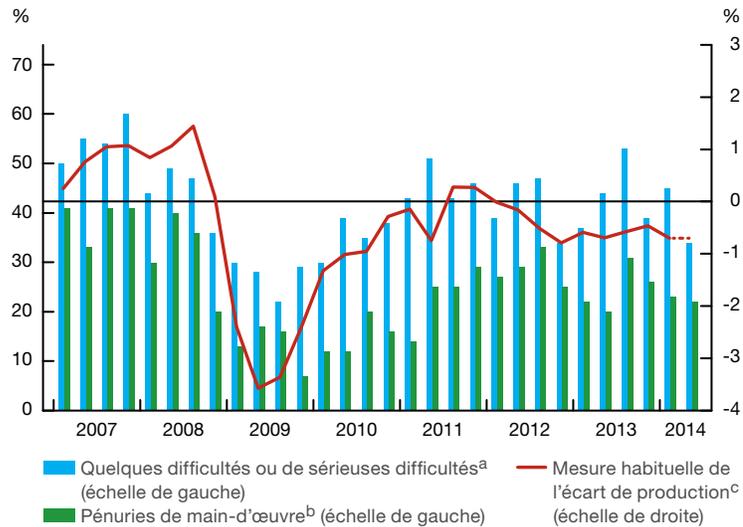
La Banque estime que la marge de capacités excédentaires n'a pratiquement pas changé durant le premier semestre de 2014 (Graphique 13). Freiné par des conditions météorologiques défavorables et des contraintes d'offre, le PIB réel du Canada a progressé à un rythme modeste au premier trimestre. Compte tenu de la disparition de ces effets temporaires, la croissance devrait avoir rebondi au deuxième trimestre, le PIB réel se retrouvant ainsi à peu près au même niveau que projeté dans le *Rapport* d'avril. À la lumière des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et de l'incertitude entourant toute estimation ponctuelle, la Banque juge que la marge de capacités excédentaires au deuxième trimestre se situait entre 1/2 et 1 1/2 %<sup>8</sup>.

Les évolutions récentes indiquent que la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail concorde avec les capacités excédentaires notables observées au sein de l'économie. Au cours de la dernière année, l'emploi a été très faible, s'accroissant en moyenne de quelque 6 000 postes par mois, ce qui correspond à moins de la moitié du taux qui cadrerait avec un PIB réel progressant au rythme de la production potentielle. S'établissant aux alentours de 7 %, le taux de chômage reste élevé et aurait augmenté n'eût été le déclin récent du taux d'activité de la population dans la force de l'âge (25 à 54 ans), qui est passé, au cours des six derniers mois, de 86,6 à 85,9 % (Graphique 14). Un tel recul du taux d'activité correspond approximativement à une réduction de 100 000 personnes de la population active. Par ailleurs, si l'on considère

<sup>7</sup> La dépréciation du dollar canadien a aussi une incidence indirecte par la voie d'une demande accrue, car elle réduit les prix des biens et services produits au Canada comparativement à ceux produits ailleurs, stimulant ainsi la demande étrangère d'exportations canadiennes et déplaçant la demande intérieure vers les biens et services produits au pays.

<sup>8</sup> Le scénario de référence est établi autour du point médian de la fourchette relative à l'écart de production au deuxième trimestre de 2014 (c'est-à-dire -1 %).

**Graphique 13 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités excédentaires notable**



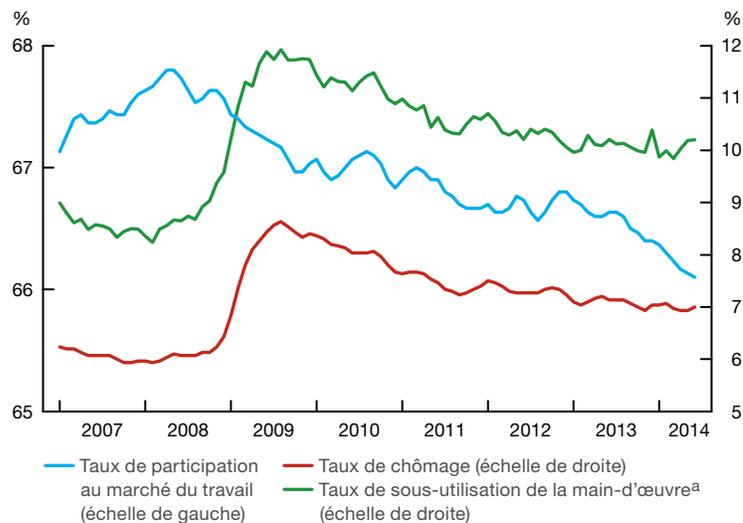
- a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
- 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 deuxième trimestre de 2014 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2014T2

**Graphique 14 : Le taux de chômage est demeuré stable, alors que le taux de participation s'est replié**

Données mensuelles, moyenne mobile sur trois mois



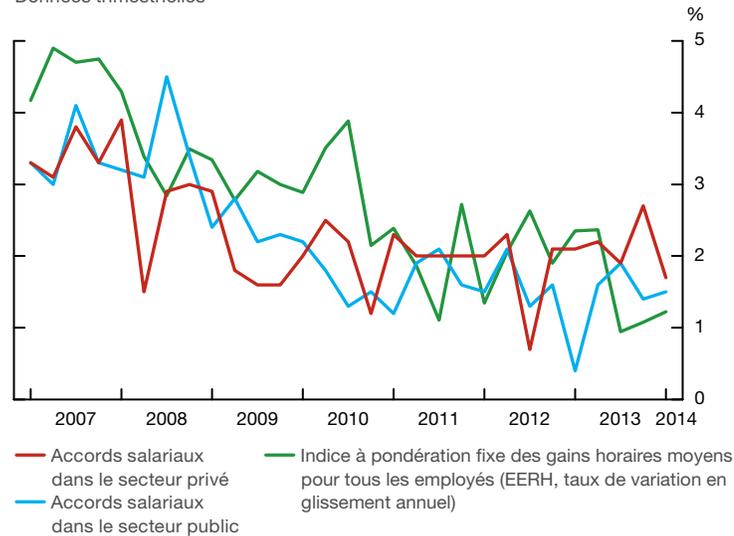
- a. Le taux supplémentaire du chômage (R8) est calculé par Statistique Canada en tenant compte des sans-emploi, des chercheurs d'emploi découragés, des personnes en attente d'un rappel ou de réponses et de celles qui commenceront un emploi à moyenne échéance, ainsi que d'une fraction des travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juin 2014

**Graphique 15 : La progression des salaires reste modérée**

Données trimestrielles



Nota : Les données relatives aux accords salariaux indiquent l'augmentation annuelle effective stipulée dans les accords nouvellement négociés.

Sources : Statistique Canada et Emploi et Développement social Canada Dernière observation : 2014T1

les différents groupes d'âge, on constate que le taux d'activité des jeunes demeure particulièrement bas comparativement au sommet qu'il avait atteint avant la récession. Pour ce groupe, la diminution du taux d'activité de 68,1 à 63,5 % implique que le marché du travail compte environ 200 000 jeunes de moins aujourd'hui. À titre référentiel, le déclin du taux d'activité de la population dans la force de l'âge, qui est passé d'un sommet de 86,7 % avant la récession à 85,9 %, est nettement moins prononcé, mais, parce qu'il s'applique à un groupe plus nombreux, il se traduit par un retrait de quelque 120 000 personnes. La marge persistante de ressources inutilisées sur le marché du travail se reflète également dans les hausses de salaire modérées (Graphique 15).

## Les ingrédients d'un redressement des exportations et des investissements des entreprises demeurent en place

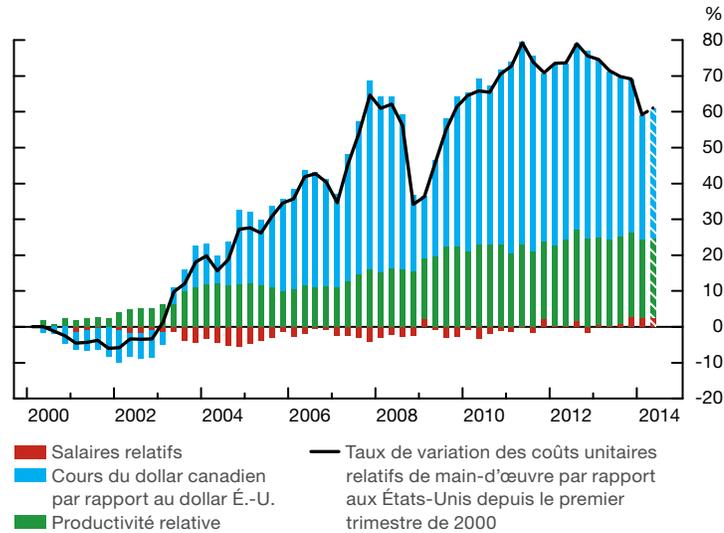
Les exportations canadiennes de produits énergétiques ont encore progressé au premier trimestre, tandis que les exportations hors énergie sont restées décevantes, enregistrant un recul plus marqué que la mesure de l'activité étrangère pondérée sur la base des échanges utilisée par la Banque. Toutefois, les exportations hors énergie semblent s'être nettement redressées au deuxième trimestre. Les perspectives de la Banque à l'égard des exportations mettent en balance ces indications positives initiales et la trajectoire plus faible de l'activité mondiale prévue sur la période de projection. Dans l'ensemble, la Banque entrevoit une croissance modérée des exportations, l'activité étrangère se renforçant et la compétitivité des entreprises canadiennes bénéficiant du niveau moins élevé du dollar canadien (Graphique 16).

Les analyses de la Banque ont montré que, depuis 2000, les exportations de nombreux sous-secteurs hors énergie (qui représentent, en valeur, environ la moitié des exportations hors énergie) ont généralement évolué en parallèle avec les indicateurs de la demande étrangère ou ont affiché un plus grand dynamisme<sup>9</sup>. Ainsi, le raffermissement de l'activité aux États-Unis

<sup>9</sup> Voir A. Binette, D. de Munnik et É. Gouin-Bonenfant (2014), *Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects*, document d'analyse n° 2014-1, Banque du Canada.

**Graphique 16 : Le niveau moins élevé du dollar canadien a renversé une petite fraction de la détérioration passée de la compétitivité**

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



Nota : La valeur obtenue pour le deuxième trimestre de 2014 reflète la variation observée du taux de change Canada-États-Unis, en prenant pour hypothèse que la productivité relative et les salaires relatifs n'ont pas changé depuis le premier trimestre de 2014.

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

Dernière observation : 2014T2

— conjugué à l'avantage que confère le taux de change plus bas — devrait profiter à ces sous-secteurs, notamment ceux des matériaux de construction et d'emballage, des machines et du matériel, des services commerciaux de même que des aéronefs et des pièces d'aéronefs. À l'inverse, certains secteurs qui ont été aux prises avec des défis à plus long terme pourraient avoir besoin d'une période d'ajustement plus longue et d'investissements accrus pour rétablir leur productivité et leur compétitivité.

La bonne santé financière des sociétés ainsi que le faible coût et la grande disponibilité du capital offrent aux firmes un appui solide. Les réponses recueillies dans le cadre des plus récentes enquêtes menées par la Banque sur les perspectives des entreprises et [auprès des responsables du crédit](#) laissent entrevoir que les conditions du crédit se sont encore assouplies. La confiance des entreprises — en particulier parmi les exportateurs — semble aussi présenter des signes d'amélioration. Par exemple, l'indice de la confiance des entreprises du Conference Board du Canada a légèrement augmenté au premier trimestre et reste au-dessus de sa moyenne historique, tandis que l'indice de confiance commerciale d'Exportation et Développement Canada s'est hissé à son plus haut niveau depuis le printemps 2010. D'après les résultats de [l'enquête sur les perspectives des entreprises](#) effectuée par la Banque cet été, les firmes continuent d'exprimer des attentes positives à l'égard de la progression future des ventes, et l'on perçoit des signes d'un raffermissement graduel de leur confiance en ce qui a trait aux exportations. En outre, l'enquête de l'été laisse encore présager une augmentation des dépenses d'investissement au cours des douze prochains mois, un certain nombre d'entreprises exportatrices cherchant à accroître leur compétitivité à long terme. Au vu du renchérissement des produits de base non énergétiques, les termes de l'échange du Canada devraient encore s'améliorer et fournir un soutien additionnel aux investissements des entreprises.

De manière générale, cependant, les profils de croissance des exportations et des investissements des entreprises ont été revus à la baisse depuis la parution du *Rapport* d'avril, à la lumière de l'activité moins vigoureuse à l'échelle mondiale. Dans le secteur énergétique, les exportations devraient croître plus rapidement que l'activité étrangère, compte tenu de l'intention annoncée par de grands producteurs d'augmenter la production, du recours grandissant au pétrole lourd canadien dans les raffineries américaines et d'une expansion des capacités de transport ferroviaire. Le redressement des exportations au cours de la période de projection continuera de se prolonger, la forte croissance attendue des exportations de biens énergétiques et le retour de la croissance des exportations hors énergie ne suffisant pas à combler le déficit engendré par la faiblesse des exportations hors énergie comparativement à l'activité étrangère depuis la fin de 2011.

## La Banque continue d'anticiper un atterrissage en douceur du marché du logement et une évolution constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages

Les faits observés récemment sur le marché du logement sont généralement concordants avec un atterrissage en douceur. S'agissant des mises en chantier et des permis de construire, la tendance reste à peu près conforme à la demande liée à l'évolution démographique. Les stocks de logements des constructeurs immobiliers présentent des signes de modération. Le récent redressement du secteur de la construction s'explique par un rebond qui a suivi les niveaux d'activité bridés par les conditions météorologiques au premier trimestre et témoigne également d'une vigoureuse activité en Alberta. Il est certes probable que la remontée des transactions de revente enregistrée ces derniers mois soit en grande partie liée aux conditions météorologiques, mais l'ampleur de ce mouvement et le fait qu'il soit généralisé laissent entrevoir la possibilité d'un dynamisme renouvelé du marché de la revente. De plus, les prix des logements existants ont continué d'augmenter à un rythme plus rapide que le revenu disponible. Comparativement à il y a un an, la progression des prix des maisons a été particulièrement prononcée à Vancouver, à Calgary et dans la région de Toronto. Malgré la présence de risques tant à la hausse qu'à la baisse, la Banque continue d'anticiper que le niveau de l'investissement résidentiel restera sensiblement inchangé au cours de la période de projection et que sa part dans l'ensemble de l'économie se repliera pour s'établir à un niveau plus viable.

La Banque prévoit une progression modérée des dépenses de consommation durant la période projetée, progression qui cadre généralement avec la croissance du revenu disponible des ménages et qui est soutenue par l'amélioration des termes de l'échange du Canada. Les crédits aux ménages devraient continuer de croître à un taux bien inférieur à la moyenne historique, mais à un rythme similaire à celui du revenu disponible. Par conséquent, le ratio de la dette au revenu disponible des ménages devrait se stabiliser, et le taux d'épargne, se maintenir à l'intérieur de la fourchette des taux observés récemment.

Si les évolutions actuelles concordent avec une poursuite de l'évolution constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages, ce dernier affiche encore d'importantes vulnérabilités découlant des prix élevés sur le marché du logement et du haut niveau d'endettement. Dans la *Revue du système financier* de la Banque publiée en juin, ces vulnérabilités, entre autres, sont analysées de manière plus approfondie.

## L'économie doit atteindre et maintenir son plein potentiel pour que l'inflation demeure durablement à la cible de 2 %

Pour que la cible d'inflation soit réalisée de manière durable, il faut tout d'abord que l'économie atteigne son plein potentiel et le maintienne. On prévoit que, sur une base trimestrielle, la croissance du PIB réel s'établira en moyenne entre 2 1/4 et 2 1/2 % en 2014 et en 2015, avant de redescendre à 2 % environ — soit le rythme d'expansion de la production potentielle — à la fin de 2016 (Tableau 3 et Tableau 4). La Banque s'attend à ce que l'économie se remette graduellement à tourner à plein régime au cours des deux prochaines années.

Compte tenu du degré d'incertitude inhérent aux projections, la Banque est d'avis que la croissance annuelle du PIB se situera vraisemblablement à  $\pm 0,5$  point de pourcentage du taux prévu dans le scénario de référence<sup>10</sup>. De plus, la trajectoire de progression de la production potentielle est

**Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**  
 En points de pourcentage<sup>a, b</sup>

	2013	2014	2015	2016
Consommation	1,3 (1,2)	1,3 (1,4)	1,4 (1,4)	1,2 (1,1)
Logement	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,1 (0,1)	-0,1 (0,1)	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	0,1 (0,1)	0,0 (0,2)	0,6 (0,7)	0,8 (0,8)
<b>Total partiel : demande intérieure finale</b>	<b>1,5 (1,4)</b>	<b>1,2 (1,7)</b>	<b>2,2 (2,2)</b>	<b>2,3 (2,2)</b>
Exportations	0,7 (0,6)	0,9 (0,5)	1,4 (1,7)	1,3 (1,5)
Importations	-0,4 (-0,4)	-0,1 (0,1)	-1,0 (-1,4)	-1,3 (-1,4)
<b>Total partiel : exportations nettes</b>	<b>0,3 (0,3)</b>	<b>0,8 (0,6)</b>	<b>0,4 (0,3)</b>	<b>0,0 (0,1)</b>
Stocks	0,2 (0,3)	0,2 (0,0)	-0,2 (0,0)	0,0 (0,0)
<b>PIB</b>	<b>2,0 (2,0)</b>	<b>2,2 (2,3)</b>	<b>2,4 (2,5)</b>	<b>2,3 (2,2)</b>
<b>Pour mémoire :</b>				
Production potentielle	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	2,5 (2,6)	2,8 (3,0)	2,5 (2,6)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Annexe A de la livraison d'octobre 2013 du *Rapport*.

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

**Tableau 4 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne<sup>a</sup>**

	2013	2014				2015				2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,7 (2,9)	1,2 (1,5)	2,5 (2,5)	2,3 (2,6)	2,4 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5 (2,4)	2,3 (2,4)	2,3 (2,3)	2,3 (2,2)	2,3 (2,1)	2,1 (2,0)	1,9 (2,0)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,7)	2,2 (2,3)	2,4 (2,4)	2,2 (2,4)	2,1 (2,3)	2,4 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5 (2,4)	2,4 (2,4)	2,4 (2,3)	2,3 (2,2)	2,3 (2,1)	2,2 (2,1)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,2)	1,6 (1,2)	1,7 (1,4)	1,8 (1,6)	1,6 (1,6)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	0,9 (0,9)	1,4 (1,3)	2,1 (1,6)	2,0 (1,8)	2,2 (1,9)	2,0 (2,0)	1,7 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	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)	1,0 (1,0)	1,5 (1,4)	2,0 (1,5)	2,0 (1,8)	2,2 (1,9)	2,0 (2,0)	1,7 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2014 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des cours au comptant observés depuis la date d'annonce préalable de juin.

<sup>10</sup> Voir l'Encadré 1 du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2013.

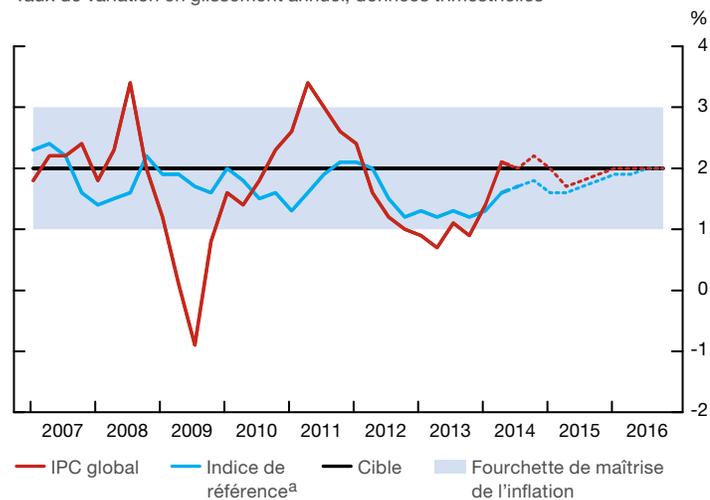
toujours entachée d'incertitude. Cela tient notamment au fait que l'évolution de la demande globale se répercute graduellement sur la production potentielle par l'entremise de changements dans les investissements des entreprises, la création de firmes et le taux d'activité.

La trajectoire de l'inflation mesurée par l'indice de référence reflétera le résultat de divers facteurs à l'œuvre. La dépréciation du dollar canadien enregistrée durant la dernière année et l'incidence des chocs sectoriels devraient continuer de pousser à la hausse le rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence jusque vers la fin de l'année prochaine. Par contre, les capacités excédentaires au sein de l'économie et la vive concurrence dans le commerce de détail devraient continuer de soumettre le taux d'augmentation de l'indice de référence à des pressions à la baisse — ces dernières allant toutefois en diminuant — pendant la majeure partie de la période de projection. À mesure que les capacités excédentaires se résorberont et que l'incidence de la concurrence intense dans le commerce de détail se dissipera, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser à 2 % vers le milieu de 2016 (**Graphique 17**). Selon certaines observations, il semble cependant que les fortes pressions concurrentielles aient amené les détaillants à accroître leurs investissements dans les technologies pour améliorer leur productivité et réduire leurs coûts, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur les prix de détail. Si l'adoption de ces améliorations technologiques devient plus généralisée, les pressions désinflationnistes pourraient être plus importantes ou persister plus longtemps qu'on ne le suppose actuellement.

La Banque prévoit que le taux de progression de l'IPC global restera légèrement supérieur à celui de l'indice de référence jusqu'à la fin de 2015, principalement en raison des prix de l'énergie plus élevés. Le profil de l'IPC global est comme toujours entaché d'une grande incertitude, puisqu'il prend en compte les variations des prix de composantes énergétiques volatiles. Ainsi, l'hypothèse d'une hausse (baisse) de 10 % des

### Graphique 17 : L'inflation devrait revenir à 2 % de façon durable vers le milieu de 2016

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

cours du pétrole dans le scénario de référence se traduirait par une projection de l'inflation mesurée par l'IPC global plus élevée (plus basse) de 0,3 point de pourcentage sur l'année à venir.

Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme cadrent avec la projection de la Banque. Les compilations de Consensus Economics publiées en juin font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,8 % pour 2014 et de 2,0 % pour 2015. Selon les résultats de la plus récente enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises, plus de 90 % des firmes sondées estiment que l'inflation s'établira à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % de l'institution, une majorité de répondants étant d'avis qu'elle se situera dans la moitié inférieure de cette fourchette. Les entreprises considèrent la concurrence dans le commerce de détail et la croissance économique modérée comme des facteurs qui devraient maintenir l'inflation

## Encadré 2

### L'inflation et un cadre de gestion des risques pour la conduite de la politique monétaire

La politique monétaire doit avoir une orientation prospective, car il faut prévoir un certain temps pour que les interventions des autorités monétaires se répercutent sur l'économie et fassent sentir pleinement leur effet sur l'inflation. Les projections économiques, comme le scénario de référence contenu dans le présent rapport, donnent des indications quant à la trajectoire future de l'inflation établie d'après l'évolution attendue des déterminants macroéconomiques de l'inflation, tout particulièrement l'ampleur de l'offre ou de la demande excédentaire dans l'économie. De telles projections macroéconomiques sont fondamentales pour comprendre la trajectoire probable de l'inflation — et les risques qui l'entourent — au-delà des prochains trimestres, c'est-à-dire à l'horizon auquel les effets des mesures de politique monétaire prises aujourd'hui commenceront à se faire sentir.

Cependant, un grand défi à relever pour les décideurs publics tient au fait que les variations de l'inflation, que celle-ci soit mesurée par l'indice de référence ou par l'IPC global, peuvent être causées par divers facteurs qui ne sont pas directement liés à l'évolution des variables fondamentales de l'économie<sup>1</sup>. Par exemple, l'inflation mesurée sera influencée par des variations des prix réglementés qui sont souvent indépendantes des conditions de la demande intérieure. Ainsi, le niveau d'inflation d'aujourd'hui peut résulter d'autres facteurs que les variables fondamentales et peut en cela constituer ou non un bon indicateur de l'inflation dans l'avenir. En outre, les estimations de facteurs fondamentaux tels que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie sont entachées d'incertitude, tout comme les estimations de l'incidence des variations de ces facteurs sur l'inflation.

<sup>1</sup> Les fluctuations attribuables à ce genre de facteurs sont cependant légèrement moins fortes dans le cas de l'inflation mesurée par l'indice de référence que dans celui de l'inflation mesurée par l'IPC global, car huit des composantes les plus volatiles de l'IPC sont exclues de cette première mesure.

Ces sources d'incertitude font peser des risques considérables sur les perspectives d'inflation.

Dans un cadre de conduite de la politique monétaire fondé sur la gestion des risques, il importe non seulement de prendre en compte les risques à la baisse et à la hausse entourant le scénario de référence en matière d'inflation associés à l'évolution des déterminants fondamentaux de l'inflation, mais aussi de ne pas perdre de vue que le poids relatif de ces risques à la hausse et à la baisse dépend du « point de départ » et du niveau d'inflation projeté. Ainsi, dans un contexte où les facteurs fondamentaux sont défavorables et le point de départ est bas par rapport à la cible, les risques à la baisse associés à ces facteurs revêtent une importance croissante, car ils auraient pour effet de tirer l'inflation vers le bas, encore plus loin de la cible. De même, si les facteurs fondamentaux sont favorables et que le point de départ est élevé par rapport à la cible, l'importance des risques à la hausse associés à ces facteurs s'accroît du fait qu'ils entraîneraient l'inflation encore plus loin de la cible vers le haut. De plus, lorsque l'inflation se maintient durablement loin de la cible, il existe aussi un risque que les attentes d'inflation perdent leur point d'ancrage, ce qui, pour les autorités monétaires, rend le retour de l'inflation à la cible plus délicat à orchestrer.

Lorsque l'inflation se situe près de la cible, les risques entourant la prévision conservent leur importance. En principe, ces risques devraient s'équilibrer dans une nouvelle projection, mais des situations d'asymétrie demeurent possibles, lorsque la politique monétaire se trouve contrainte par l'établissement du taux directeur à sa valeur plancher, par exemple, ou lorsque les risques entourant la prévision sont orientés dans un sens ou dans l'autre.

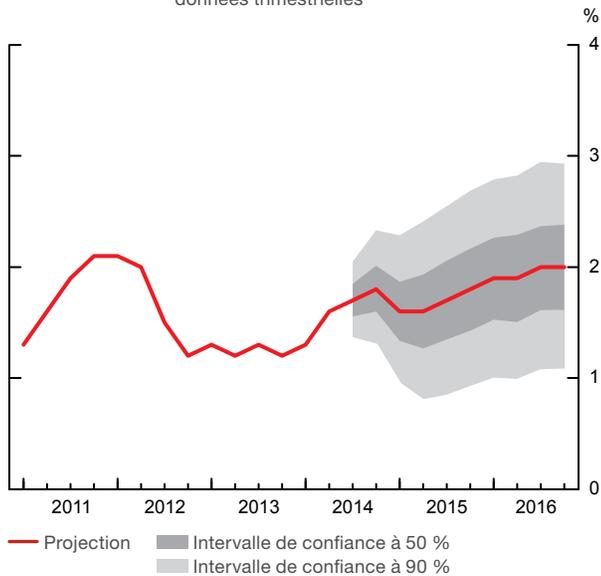
Un cadre de gestion des risques destiné à la conduite de la politique monétaire devra intégrer un éventail plus vaste que les seuls risques mentionnés ci-dessus, dont les risques concernant la stabilité financière.

à un bas niveau. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent également de concorder avec la cible de 2 %. L'inflation mesurée par l'IPC global se situant maintenant près de 2 %, le risque d'un mouvement à la baisse des attentes d'inflation a diminué.

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 est de  $\pm 0,3$  point de pourcentage<sup>11</sup>. Cet intervalle est présenté pour donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Les graphiques en éventail, qui sont obtenus au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision des modèles de projection de la Banque, offrent à cet égard une perspective complémentaire. Le **Graphique 18** et le **Graphique 19** 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 2014 à la fin de 2016.

**Graphique 18 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

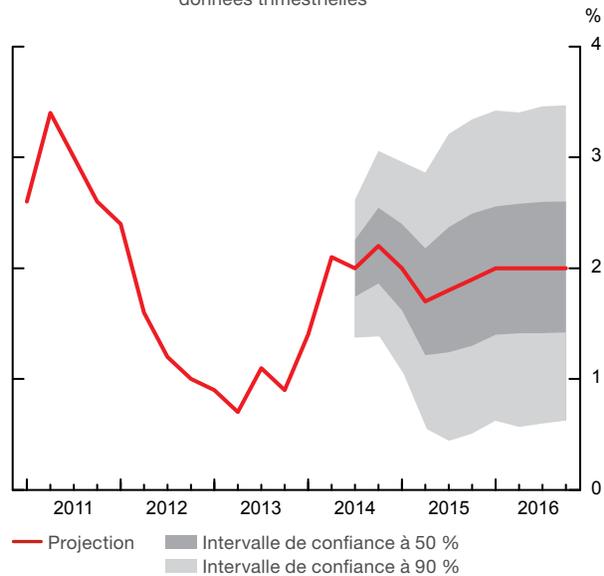
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

**Graphique 19 : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

<sup>11</sup> Voir l'Encadré 1 du *Rapport sur la politique monétaire* 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) Perspectives mondiales

Les perspectives de l'économie mondiale restent entachées d'une incertitude considérable. La croissance mondiale s'est à nouveau révélée décevante, le premier trimestre ayant été caractérisé par une faiblesse généralisée. De fait, il demeure possible que la période de morosité à l'échelle mondiale se prolonge, avec en toile de fond une incertitude omniprésente, une atonie chronique de la demande et une plus faible progression du PIB potentiel. En revanche, au gré de la reprise économique à l'échelle mondiale, la confiance pourrait augmenter plus rapidement, particulièrement aux États-Unis, ce qui stimulerait les investissements, l'emploi et le commerce, et déclencherait un cercle vertueux de croissance qui s'autoalimente. Ces risques à la hausse et à la baisse planant sur l'économie mondiale se feraient aussi sentir au Canada par le truchement d'effets sur les cours des produits de base, les exportations canadiennes et les termes de l'échange du Canada, ainsi que de retombées liées à la confiance sur la demande intérieure privée.

## 2) Poursuite de la tenue décevante des exportations canadiennes

Alors qu'un large éventail de secteurs d'exportation devraient bénéficier du raffermissement continu de l'économie américaine, la hausse durable des exportations hors énergie tarde à se manifester. Le rajustement de la croissance se produira à un moment qui demeure très incertain et pourrait exiger plus de temps que ne le prévoit la Banque. Le risque de voir ce rajustement survenir encore plus tard se trouverait exacerbé si les exportations perdaient à nouveau en compétitivité. Une reprise plus lente des exportations hors énergie se traduirait également par un rythme d'expansion des investissements des entreprises plus lent, en particulier les investissements en machines et matériel. Dans l'ensemble, des exportations et des investissements des entreprises plus faibles constituent un risque à la baisse en matière d'inflation.

### 3) Expansion plus modérée dans les économies émergentes

La croissance pourrait se révéler décevante dans les économies de marché émergentes. En Chine, des indicateurs récents laissent entrevoir une décélération marquée dans le secteur du logement. Au-delà des effets directs du repli de l'activité dans le secteur du logement, il pourrait en résulter un ralentissement plus prononcé que prévu de la progression du crédit et une longue période de réduction du levier d'endettement qui freineraient la croissance. Il existe aussi un risque que la faiblesse remarquée dans les autres économies émergentes perdure plus longtemps qu'on ne le prévoit actuellement. En particulier, l'incertitude politique pourrait persister, ce qui saperait la confiance des entreprises et retarderait l'avancement des réformes économiques. De tels chocs pourraient avoir des retombées négatives sur l'économie mondiale et se traduiraient pour l'économie canadienne par une diminution des exportations, un affaiblissement des prix des produits de base et une détérioration des termes de l'échange.

### 4) Renchérissement des produits de base

La situation géopolitique, notamment le conflit en Iraq ou une reprise des tensions en Libye, pourrait entraîner une sérieuse perturbation de l'offre sur les marchés pétroliers. L'intensification de ces conflits ou d'autres événements de nature à entraver la production exerceraient des pressions à la hausse sur les prix. Si ce risque se matérialisait, les termes de l'échange du Canada s'en trouveraient améliorés, ce qui viendrait alimenter modestement la richesse et les dépenses de consommation au pays. Cependant, cette retombée légèrement favorable serait en partie annulée si la croissance économique mondiale devait subir les effets négatifs d'un choc pétrolier.

### 5) Déséquilibres dans le secteur des ménages

Bien que le scénario le plus vraisemblable reste toujours celui d'un atterrissage en douceur dans le marché du logement, les ménages demeurent vulnérables à des chocs négatifs en raison des prix des maisons et des niveaux d'endettement qui avoisinent des sommets inégalés par rapport aux revenus. Il est fort possible que le récent rebond du marché du logement soit simplement venu contrebalancer la faiblesse observée au cours des mois précédents, mais il pourrait aussi signaler le début d'une hausse plus durable de l'activité dans ce secteur ainsi que des pressions sur les prix. Un regain de dynamisme dans l'investissement résidentiel stimulerait momentanément l'activité économique, mais pourrait par ailleurs exacerber les déséquilibres existants dans le secteur des ménages, accroissant ainsi la probabilité et la gravité potentielle d'une correction à plus long terme. Si elle se matérialisait, une correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages pourrait avoir des répercussions considérables sur d'autres pans de l'économie et sur l'inflation.