



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2019



# 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 2016, 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 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), 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

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50<sup>e</sup> centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

<sup>1</sup> Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le *document d'information* publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

<sup>2</sup> La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

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, rue Wellington  
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, 2019



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

---

Janvier 2019

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

---

# Table des matières

---

<b>L'économie mondiale</b> .....	1
Les conditions financières .....	3
Les prix des produits de base.....	4
Les États-Unis.....	5
La zone euro.....	6
Les pays émergents.....	6
<b>L'économie canadienne</b> .....	7
Encadré 1 : L'incidence de la chute des prix du pétrole sur l'économie canadienne .....	9
L'évolution récente .....	11
Les pressions sur la capacité de production et l'inflation .....	12
Encadré 2 : Principaux éléments du scénario de référence .....	14
Les perspectives économiques.....	15
Les investissements des entreprises .....	16
Les exportations .....	17
Les dépenses des ménages.....	19
Les perspectives d'inflation .....	19
<b>Les risques entourant les perspectives d'inflation</b> .....	21

---

## L'économie mondiale

La croissance économique mondiale devrait décélérer pour s'établir à un taux plus soutenable d'environ 3½ % en 2019 et en 2020 (tableau 1). La Banque estime que le rythme de croissance au deuxième semestre de 2018 a ralenti un peu plus qu'elle ne l'avait prévu en octobre, essentiellement en raison de facteurs temporaires touchant la zone euro et le Japon. L'économie américaine a pour sa part continué d'afficher une croissance vigoureuse grâce à des mesures de relance budgétaire (graphique 1).

D'importantes incertitudes planent toujours sur les perspectives de l'économie mondiale. Malgré certaines avancées, les gouvernements des États-Unis et de la Chine ne sont pas encore parvenus à un accord sur les questions commerciales. Les différends entre ces deux pays pèsent sur leurs échanges de produits touchés par les augmentations de droits de douane (graphique 2) comme sur l'activité économique et la confiance à l'échelle mondiale. Parmi les autres tensions géopolitiques, l'avenir du Brexit est incertain à l'approche de la date prévue de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Il est difficile de prédire de quelle manière et quand ces

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

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2017	2018	2019	2020
États-Unis	15	2,2 (2,2)	2,9 (2,9)	2,4 (2,4)	1,6 (1,6)
Zone euro	12	2,5 (2,5)	1,9 (2,1)	1,5 (1,5)	1,7 (1,5)
Japon	4	1,9 (1,7)	0,8 (0,9)	1,0 (0,8)	0,4 (0,2)
Chine	18	6,8 (6,8)	6,6 (6,6)	6,2 (6,1)	5,8 (5,8)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	4,4 (4,4)	4,4 (4,4)	3,9 (3,9)	4,5 (4,4)
Autres pays§	18	1,3 (1,3)	2,0 (2,2)	2,0 (2,3)	2,5 (2,6)
Ensemble du monde	100	3,6 (3,6)	3,7 (3,8)	3,4 (3,4)	3,4 (3,4)

\* La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2017 publiées en octobre 2018 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

† Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

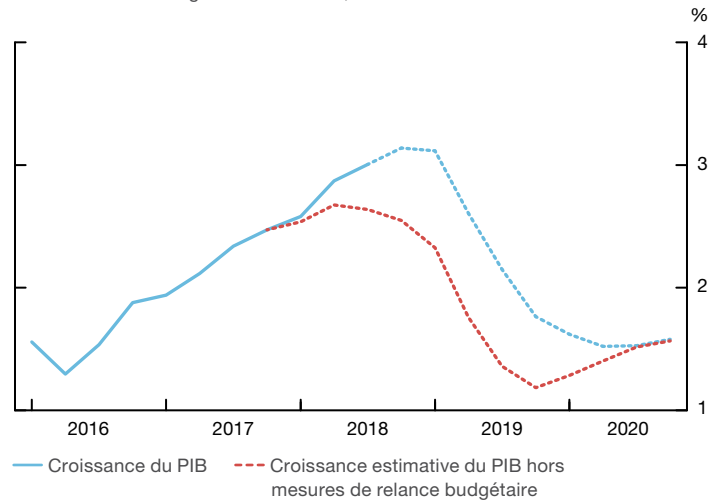
‡ Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud —, des pays émergents et en développement d'Europe ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

§ Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

### Graphique 1 : Aux États-Unis, les mesures de relance budgétaire ont stimulé la croissance du PIB

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

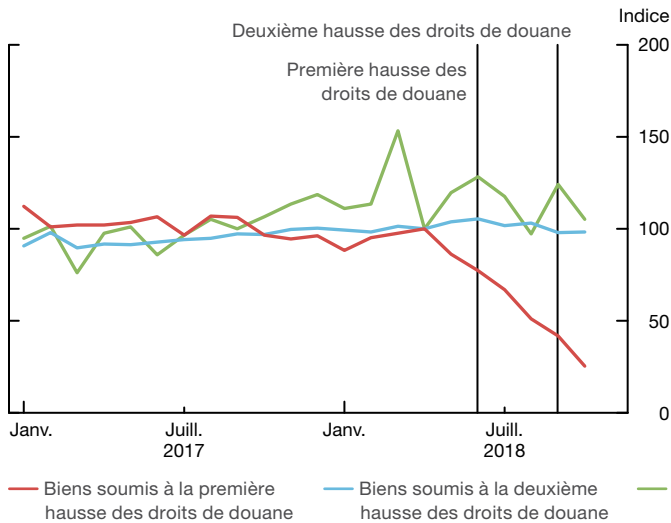


Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

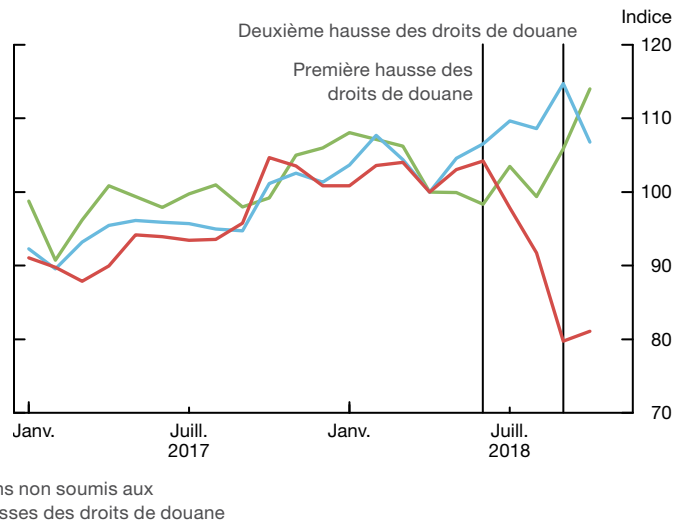
### Graphique 2 : Les exportations vers la Chine et les importations provenant de ce pays de biens soumis à des droits de douane plus élevés ont diminué

Base 100 de l'indice : avril 2018, données mensuelles

a. Exportations américaines à destination de la Chine



b. Importations américaines en provenance de la Chine



Nota : La première hausse des droits de douane décrétée par les États-Unis, d'un montant de 25 %, concerne des biens importés de la Chine totalisant 50 milliards de dollars américains. La Chine a réagi en faisant de même sur un lot d'importations provenant des États-Unis d'une valeur globale identique. La deuxième hausse des droits de douane américains, d'un montant de 10 %, a touché de nouveaux biens importés de la Chine d'une valeur de 200 milliards. À son tour, la Chine a imposé des droits de douane additionnels de 5 à 10 % sur de nouvelles importations provenant des États-Unis qui totalisent 60 milliards.

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

Dernière observation : octobre 2018

situations se dénoueront. En conséquence, la Banque continue d'intégrer dans ses perspectives les répercussions négatives de l'incertitude et l'incidence des augmentations de droits de douane<sup>1</sup>.

L'effet conjugué des conflits commerciaux, des tensions géopolitiques et des premiers signes de répercussions économiques qui en découlent amène les marchés à revoir les perspectives de croissance de l'économie mondiale et à réévaluer la plupart des catégories d'actifs. De nombreux prévisionnistes du secteur privé ont révisé à la baisse leurs prévisions pour l'économie mondiale. La Banque n'a pas modifié sa projection agrégée de croissance pour 2019 parce que celle-ci prenait déjà en compte les répercussions des tensions commerciales et géopolitiques.

Les prix du pétrole ont reculé depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre, sous l'effet d'une offre plus forte combinée à la crainte d'une moindre demande mondiale. On s'attend à ce que cette baisse des prix stimule un peu la croissance économique des pays importateurs de pétrole, mais pèse sur celle des pays exportateurs d'or noir.

## Les marchés financiers poursuivent leur réévaluation des risques

L'inquiétude des marchés quant à la croissance mondiale a contribué à un recul de l'ensemble des cours des actions et des rendements obligataires, à une volatilité accrue et à un élargissement généralisé des écarts de taux sur les obligations de sociétés (graphique 3). Le resserrement des conditions d'emprunt a été particulièrement marqué dans le secteur énergétique nord-américain en raison du recul des prix du pétrole.

En 2018, les banques centrales de nombreux pays ont amorcé une normalisation graduelle de la politique monétaire. Compte tenu des indications que les tensions commerciales et géopolitiques pèsent sur l'activité, les marchés s'attendent maintenant à ce que les grandes banques centrales réduisent la détente monétaire en 2019 à un rythme plus lent que prévu antérieurement. Conjointement avec la baisse des rendements des obligations d'État, la courbe des rendements américaine s'est encore aplatie.

Parallèlement, les entrées d'investissements de portefeuille ont repris dans les pays émergents depuis les liquidations survenues à la mi-2018, et la plupart d'entre eux ont vu leur monnaie s'apprécier par rapport aux faibles niveaux connus l'an dernier.

---

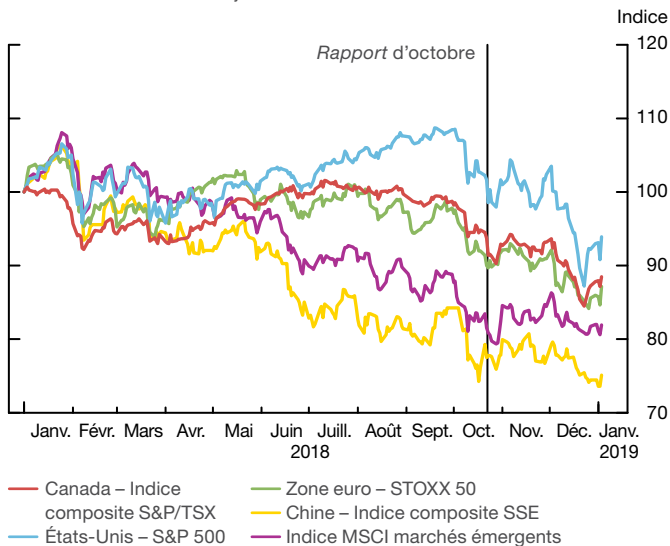
<sup>1</sup> Les effets des augmentations de droits de douane par les États-Unis et la Chine qui sont pris en compte dans le scénario de référence de la Banque sont ceux décrits dans la livraison d'octobre du *Rapport*, à la différence que la hausse des droits censée entrer en vigueur en janvier est reportée à mars. Par ailleurs, la Banque continue de supposer, dans son scénario de référence, que le processus du Brexit se déroulera de manière ordonnée et que l'incertitude qui l'entoure n'aura qu'un impact négatif modéré.

### Graphique 3 : Les marchés réévaluent les risques entre les différentes catégories d'actifs

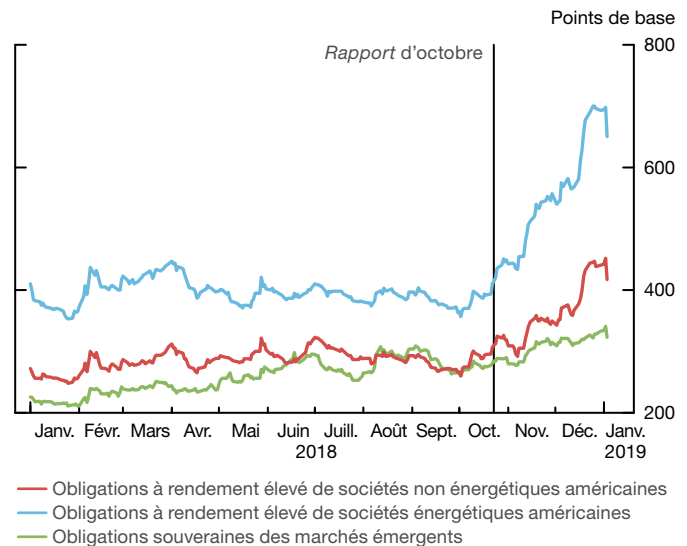
Données quotidiennes

a. Cours des actions

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2018



b. Écarts de taux par rapport aux obligations du Trésor américain



Nota : Les écarts de taux correspondent à la différence (corrigée en fonction des clauses optionnelles) entre les rendements des obligations libellées en dollars américains et ceux des obligations du Trésor américain.

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

Dernière observation : 4 janvier 2019

## Les prix du pétrole ont beaucoup baissé

En moyenne, les prix mondiaux du pétrole ont récemment atteint des niveaux d'environ 25 % inférieurs aux prévisions d'octobre. La hausse constante de la production américaine de pétrole a fortement contribué à la baisse des prix. On estime que la production mondiale d'or noir au quatrième trimestre de 2018 dépassait celle du même trimestre de 2017 de quelque trois millions de barils par jour, dont près des deux tiers sont attribuables à l'augmentation de la production américaine (**graphique 4**). Outre la crainte que les risques liés au commerce international et aux tensions géopolitiques pèsent sur la demande mondiale de pétrole, l'augmentation de la production aux États-Unis (pétrole de schiste) et chez les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a aussi contribué à la baisse des prix depuis octobre.

Pour résorber l'excédent d'offre, les pays de l'OPEP et certains pays producteurs hors OPEP ont convenu de diminuer leur production de pétrole au premier semestre de 2019. Au Canada, la limitation obligatoire de la production en 2019 instaurée par le gouvernement de l'Alberta au début de décembre a resserré l'écart entre les prix touchés par les producteurs de l'Ouest canadien et les prix de référence mondiaux (**encadré 1**, page 9).

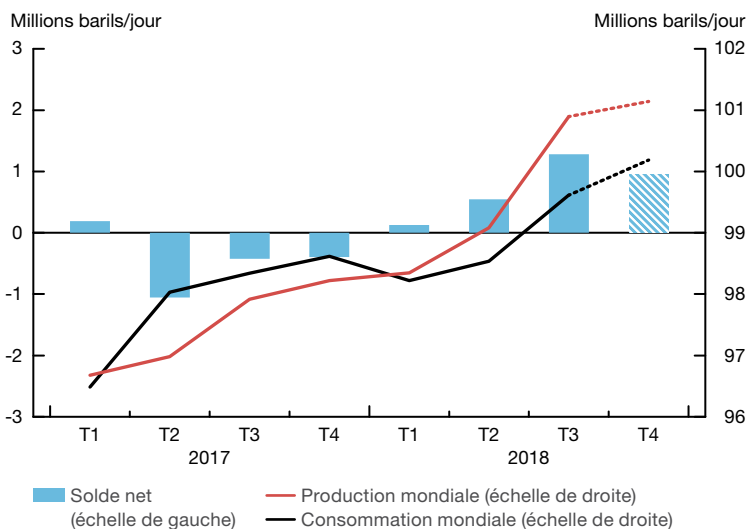
Une grande incertitude demeure quant à l'évolution future des prix mondiaux du pétrole. Les questions sont surtout de savoir si l'offre continuera de dépasser la demande et si les inquiétudes des marchés au sujet des différends entre les États-Unis et la Chine s'estomperont.

L'indice des prix des produits non énergétiques de la Banque a légèrement baissé depuis octobre. Les prix des métaux communs et des produits agricoles ont encore reculé sous l'effet de la réévaluation des perspectives de croissance mondiale par les marchés.



### Graphique 4 : L'offre mondiale a pesé sur les prix du pétrole brut

Données trimestrielles



Nota : Le solde net correspond à la différence entre la production et la consommation.

Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2018T4

## La croissance de l'économie américaine devrait ralentir et trouver un rythme plus soutenable

L'économie américaine a continué de croître à un rythme nettement supérieur à son potentiel ces derniers trimestres. La vigueur du marché du travail et les réductions d'impôt de 2018 ont stimulé la consommation. Les investissements des entreprises continuent de progresser à un bon rythme malgré un ralentissement récent. Sur le marché immobilier résidentiel, par contre, les investissements sont freinés par la détérioration des conditions d'accès à la propriété combinée à des contraintes d'offre. Les exportations et les importations de biens touchés par les augmentations de droits de douane — surtout les produits agricoles ainsi que les produits de l'acier et de l'aluminium — ont diminué ces derniers mois. Certains signes indiquent cependant que les producteurs américains soumis à des droits de douane chinois plus élevés ont trouvé de nouveaux débouchés, ce qui a permis d'atténuer l'impact de ces droits sur les exportations totales des États-Unis. Par exemple, les exportations américaines de produits agricoles vers des pays autres que la Chine ont fortement augmenté.

Au cours de la période de projection, la croissance du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis devrait décélérer et passer d'environ 2 1/2 % en 2019 à quelque 1 1/2 % en 2020. À la fin de la période de projection, la croissance de l'économie américaine devrait se situer un peu en deçà de l'estimation de la croissance de la production potentielle faite par la Banque. Ce ralentissement tient surtout au retrait des mesures de relance budgétaire, aux effets négatifs des mesures commerciales et de l'incertitude connexe, ainsi qu'à une politique monétaire moins expansionniste.

L'inflation fondamentale s'est maintenue près de 2 % au cours des derniers mois, et devrait demeurer proche de la cible fixée par la Réserve fédérale en raison du ralentissement attendu de la croissance.

## La croissance dans la zone euro a été décevante

La croissance dans la zone euro au troisième trimestre de 2018 a été plus faible qu'attendu. Le secteur automobile a grandement contribué à cette faiblesse en raison de l'adaptation des constructeurs à de nouvelles normes d'émission. Par ailleurs, les données d'enquêtes récentes indiquent un ralentissement plus généralisé de l'activité, tant dans le secteur des services que celui de la fabrication, ce qui donne à penser que les tensions géopolitiques et l'incertitude entourant les politiques commerciales commencent à peser sur l'économie. La confiance des consommateurs s'est détériorée par suite des difficultés budgétaires en Italie, du regain d'incertitude quant au processus du Brexit et de la contestation sociale en France. Le marché du travail a toutefois continué de s'améliorer, comme en témoigne une accélération de la croissance des salaires.

La Banque s'attend à ce que l'économie de la zone euro progresse à une cadence légèrement supérieure à celle de la production potentielle pendant la période de projection, notamment à la faveur d'une solide demande étrangère et de bas prix du pétrole. L'inflation fondamentale demeure modérée et ne devrait remonter que graduellement.

## La croissance des économies émergentes ralentit

La croissance de l'économie chinoise devrait ralentir : la Banque s'attend à ce qu'elle passe d'environ 6½ % en 2018 à un peu moins de 6 % en 2020. Les autorités chinoises continuent de soutenir l'activité économique pour contrecarrer les effets des tensions commerciales et de la réduction du levier d'endettement. Les effets néfastes des tensions commerciales ressortent plus clairement des données d'enquête sur le secteur de la fabrication en Chine. C'est pourquoi les autorités ont encouragé les banques à prêter davantage, notamment aux petites et moyennes entreprises, et annoncé des mesures de relance budgétaire.

Les tensions financières apparues en Argentine et en Turquie en 2018 devraient continuer à modérer la croissance des pays importateurs de pétrole en 2019; par la suite, elle devrait s'accélérer pour atteindre quelque 4½ % en 2020. Vu la chute des prix pétroliers, la Banque a révisé à la baisse la croissance des pays exportateurs de pétrole par rapport à sa projection d'octobre.

## L'économie canadienne

L'économie canadienne tourne près des limites de sa capacité depuis maintenant plus d'un an. En outre, la croissance de l'emploi a été forte, le taux de chômage est à son niveau le plus bas en 40 ans et l'inflation est proche de la cible. Les principaux changements apportés aux perspectives sont attribuables à l'évolution des marchés du pétrole.

On estime que la croissance du PIB affichera un ralentissement temporaire au quatrième trimestre de 2018 et au premier trimestre de 2019 surtout en raison des prix plus bas du pétrole (**tableau 2** et **tableau 3**). Dans l'ensemble, l'incidence de la baisse des cours du pétrole devrait correspondre environ au quart de l'effet qu'a eu l'épisode de 2014-2016 (**graphique 5** et **encadré 1**). Les cours ont moins diminué qu'en 2014 et la production de pétrole représente aujourd'hui, en termes nominaux, une moins grande proportion de l'économie canadienne.

Après ce ralentissement passager, le rythme de l'activité économique au Canada devrait s'établir, en moyenne, à un niveau supérieur à celui de la croissance de la production potentielle. L'activité devrait continuer à être

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

Points de pourcentage\*\*

	2017	2018	2019	2020
<b>Consommation</b>	2,0 (1,9)	1,3 (1,3)	1,0 (1,2)	1,0 (1,1)
<b>Logement</b>	0,2 (0,2)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (0,1)	0,1 (0,0)
<b>Administrations publiques</b>	0,7 (0,6)	0,7 (0,6)	0,2 (0,3)	0,4 (0,4)
<b>Investissements en capital fixe des entreprises</b>	0,3 (0,3)	0,5 (0,7)	0,2 (0,4)	0,4 (0,3)
<b>Total partiel : demande intérieure finale</b>	3,2 (3,1)	2,4 (2,5)	1,3 (2,0)	1,9 (1,8)
<b>Exportations</b>	0,4 (0,3)	1,0 (0,9)	1,0 (0,9)	0,8 (0,7)
<b>Importations</b>	-1,4 (-1,2)	-1,1 (-1,1)	-0,5 (-0,6)	-0,6 (-0,6)
<b>Total partiel : exportations nettes</b>	-1,1 (-0,9)	-0,1 (-0,2)	0,5 (0,3)	0,2 (0,1)
<b>Stocks</b>	0,8 (0,8)	-0,3 (-0,2)	-0,1 (-0,2)	0,0 (0,0)
<b>PIB</b>	3,0 (3,0)	2,0 (2,1)	1,7 (2,1)	2,1 (1,9)
<b>Pour mémoire (taux de variation)</b>				
Fourchette de la production potentielle	de 1,4 à 2,0 (de 1,4 à 2,0)	de 1,5 à 2,1 (de 1,5 à 2,1)	de 1,4 à 2,2 (de 1,4 à 2,2)	de 1,3 à 2,3 (de 1,3 à 2,3)
Revenu intérieur brut réel	4,1 (4,0)	2,2 (2,3)	0,9 (2,0)	2,2 (2,0)
Inflation mesurée par l'IPC	1,6 (1,6)	2,3 (2,4)	1,7 (2,0)	2,0 (2,0)

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

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

soutenue par la vigueur de l'emploi, la progression de la demande étrangère et les conditions financières expansionnistes. Les investissements des entreprises et les exportations hors du secteur de l'énergie devraient augmenter régulièrement, et ils bénéficieraient d'accords favorables conclus avec de nombreux partenaires commerciaux ainsi que des mesures fiscales ciblant les investissements qui ont été annoncées récemment par le gouvernement fédéral. Les gains affichés au chapitre de l'emploi et des salaires devraient continuer à soutenir la consommation, à mesure que les ménages s'ajustent au resserrement des règles régissant le crédit hypothécaire et aux hausses des taux hypothécaires. Dernièrement toutefois, l'activité dans le secteur du logement a été moins vigoureuse que prévu et elle devrait rester modeste au cours de la période de projection.

**Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**  
Taux de variation en glissement annuel\*

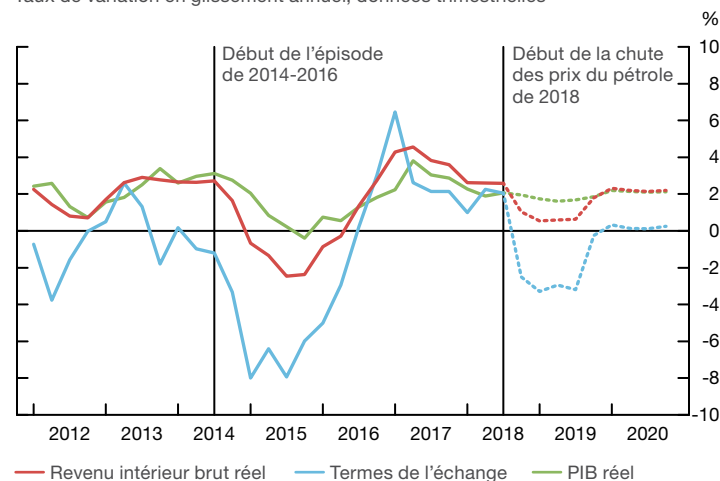
	2018			2019	2017	2018	2019	2020
	T2	T3	T4	T1	T4	T4	T4	T4
<b>Inflation mesurée par l'IPC</b>	2,3 (2,3)	2,7 (2,7)	2,0 (2,3)	1,7	1,8 (1,8)	2,0 (2,3)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
<b>PIB réel</b>	1,9 (1,9)	2,1 (2,0)	2,0 (2,1)	1,7	2,9 (3,0)	2,0 (2,1)	1,9 (2,0)	2,1 (1,8)
<b>Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)†</b>	2,9 (2,9)	2,0 (1,8)	1,3 (2,3)	0,8				

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'encadré 2 de la présente livraison.

† Le quatrième trimestre de 2018 et le premier trimestre de 2019 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation en glissement trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

### Graphique 5 : La récente chute des prix du pétrole entraînera une détérioration des termes de l'échange et un ralentissement de la croissance du revenu intérieur

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

Les perspectives sont assujetties à plusieurs sources d'incertitude, y compris la persistance de la baisse des prix du pétrole et l'ampleur des répercussions sur les régions qui n'en produisent pas, l'ajustement des dépenses des ménages au resserrement des règles du financement hypothécaire et aux taux d'intérêt plus élevés, ainsi que les enjeux géopolitiques et ceux liés aux politiques commerciales mondiales.

On estime que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est établie à 2 % au quatrième trimestre de 2018. La projection de la Banque concernant l'inflation mesurée par l'IPC est inférieure à celle présentée dans le *Rapport* d'octobre, ce qui tient aux prix plus bas de l'essence. On prévoit maintenant que l'inflation baissera temporairement avant de remonter à 2 % à la fin de 2019.

Encadré 1

## L'incidence de la chute des prix du pétrole sur l'économie canadienne

### Prix du pétrole canadien: les facteurs à l'œuvre

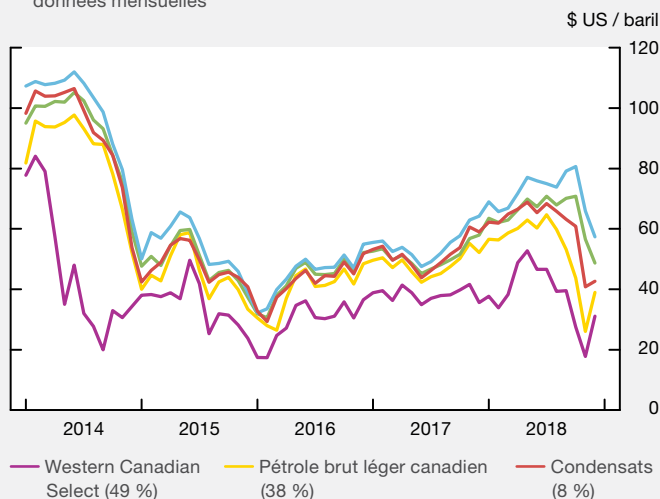
Les prix du pétrole canadien avaient chuté brutalement depuis l'été, avant de se redresser en partie au cours des dernières semaines (graphique 1-A). Cette évolution s'explique dans une large mesure par les mouvements des cours pétroliers mondiaux. Les prix du pétrole des provinces

de l'Ouest ont aussi été poussés à la baisse par une croissance de la production supérieure à celle de la capacité du réseau de transport. Au début de 2018, les contraintes liées au transport constituaient la principale cause des importantes décotes sur les prix du brut lourd canadien (Western Canadian Select). En août, toutefois, elles se sont

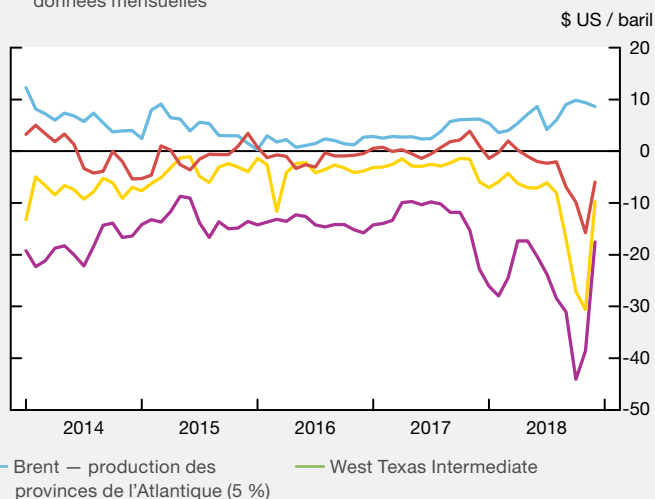
(suite à la page suivante)

### Graphique 1-A : Les capacités limitées de transport du pétrole exercent des pressions à la baisse supplémentaires sur les prix du pétrole dans l'Ouest canadien

a. Prix du pétrole brut pour les producteurs canadiens, données mensuelles



b. Écart de prix par rapport au West Texas Intermediate, données mensuelles



Nota : Les chiffres entre parenthèses représentent les proportions de la production canadienne de pétrole de 2017. Le pétrole brut léger canadien regroupe les pétroles légers conventionnels et synthétiques.

Sources : *Oil Sands Magazine*, Office national de l'énergie, places boursières par l'intermédiaire de Haver Analytics et de Bloomberg L.P. ainsi que calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2018

## Encadré 1 (suite)

conjuguées à l'effet de la fermeture temporaire de raffineries pour exercer aussi une pression baissière sur les prix du pétrole léger et des condensats<sup>1</sup>. Certains goulets d'étranglement devraient persister durant la période de projection, mais l'annonce par le gouvernement albertain d'une limitation de la production en 2019 a contribué à rapprocher de leurs moyennes de long terme les écarts entre les prix canadiens et les prix de référence.

### La baisse des prix du pétrole assombrit les perspectives économiques

Il ressort des consultations menées par la Banque auprès d'entreprises du secteur de l'énergie que la confiance de ces dernières s'est détériorée depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Même si l'annonce du programme albertain de limitation de la production a contribué à atténuer le creusement des écarts de prix, les perspectives à moyen terme restent une préoccupation pour ces entreprises. Par exemple, le manque persistant d'infrastructures d'exportation nuit toujours à la capacité de beaucoup d'entre elles à lever des capitaux sur les marchés d'obligations ou d'actions.

L'évolution des prix du pétrole canadien se répercute sur l'économie nationale par plusieurs canaux :

- Le Canada étant un exportateur net de pétrole, la baisse récente des prix de l'or noir provoque une détérioration des termes de l'échange, qui entraîne à son tour un amenuisement de la richesse et du revenu intérieurs. Les dépenses des ménages et les recettes fiscales devraient s'en ressentir, surtout dans les provinces productrices de pétrole. Cela aura sans doute aussi des effets d'entraînement sur les ventes et la production dans d'autres secteurs économiques et régions du pays, mais on prévoit actuellement que ces effets seront peu prononcés.
- La diminution des profits liés à l'extraction conduira vraisemblablement les entreprises à réduire leurs

investissements dans le secteur pétrolier et gazier. La Banque estime que ces investissements reculeront de quelque 12 % en 2019, alors que le recul prévu était de 1,5 % dans la livraison d'octobre. Il ressort aussi des consultations auprès des entreprises que certaines d'entre elles envisageraient de réduire encore la taille de leur effectif et s'efforceraient de réaliser de nouveaux gains d'efficience.

- La dépréciation du dollar canadien joue un rôle important : elle facilitera l'adaptation de l'économie au choc des prix du pétrole, notamment en favorisant les exportations hors énergie et l'emploi et en faisant office d'amortisseur pour les producteurs de pétrole.
- La chute des prix du pétrole fait baisser les prix de l'essence, l'une des composantes de l'indice des prix à la consommation.

Toutes choses égales par ailleurs, le fléchissement des prix pétroliers depuis l'été pourrait retrancher environ 0,5 % au niveau du produit intérieur brut (PIB) du Canada d'ici la fin 2020. On s'attend à ce que l'ampleur de ses effets sur l'économie canadienne soit environ quatre fois moins élevée qu'entre 2014 et 2016, pour trois raisons principales :

- L'indice des prix de l'énergie de la Banque a reculé d'environ 25 % depuis la parution du *Rapport* de juillet; par comparaison, ce même indice a chuté de quelque 70 % entre le deuxième trimestre de 2014, où il atteignait un sommet, et le premier trimestre de 2016, où il touchait un creux.
- On estime actuellement aux environs de 15 % la part du secteur pétrolier et gazier dans l'ensemble des investissements des entreprises, contre quelque 30 % en 2014. Parallèlement, la part du PIB nominal du Canada attribuable à la production de pétrole et de gaz a diminué, passant, selon les estimations, de 6 % en 2014 à 3½ % en 2018.
- Les entreprises du secteur de l'énergie sont plus à même d'exercer leurs activités dans un contexte de bas prix qu'en 2014, car elles ont innové et amélioré leur efficience, notamment en réduisant leurs coûts indirects.

<sup>1</sup> Les producteurs pétroliers pâtissent à divers degrés des pressions à la baisse qu'exercent les contraintes de transport sur les cours au comptant du pétrole canadien. Des décotes effectives moins élevées s'appliquent aux prix des producteurs qui disposent d'une capacité pipelinière réservée ou qui possèdent des raffineries aux États-Unis ou au Canada.

## La Banque estime que la croissance de la production affiche un ralentissement temporaire

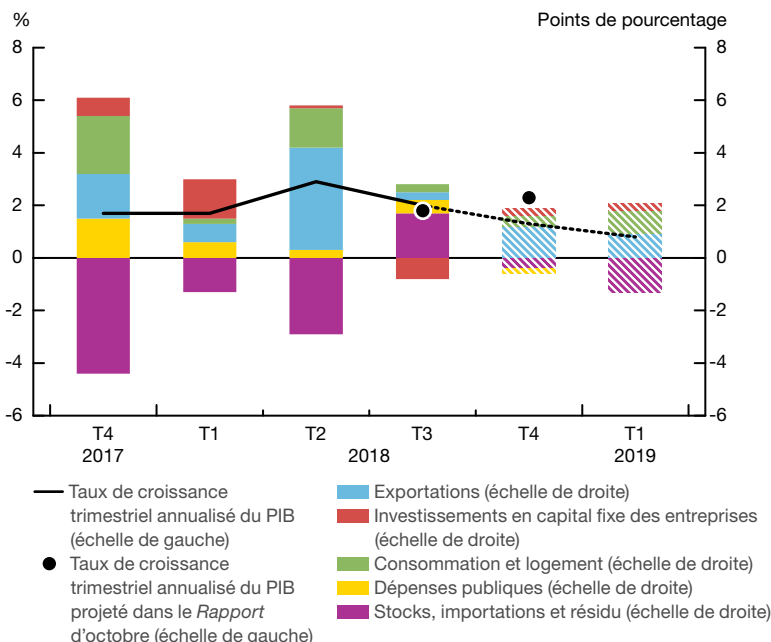
Le PIB réel a augmenté de 2 % au troisième trimestre de 2018, mais la composition de la croissance n'est pas conforme aux prévisions d'octobre. Les dépenses publiques et les exportations ont soutenu la croissance du PIB, alors que la demande intérieure privée a été faible. La progression de la consommation et de l'investissement résidentiel a ralenti de façon marquée. Les investissements des entreprises ont chuté au troisième trimestre : ils ont été particulièrement faibles dans le secteur de l'énergie et ont affiché une baisse passagère dans le secteur des avions et des autres types de matériel de transport. L'atonie des investissements s'explique aussi probablement en partie par l'incidence de l'incertitude élevée entourant les politiques de commerce extérieur.

La Banque estime que la croissance au quatrième trimestre de 2018 et au premier trimestre de 2019 s'établira à environ 1 % en moyenne, les bas prix du pétrole et l'ajustement du marché du logement faisant souffler des vents contraires (tableau 3 et graphique 6). Cette estimation est environ 1¼ point de pourcentage plus basse, en moyenne, que le chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre, le nouveau recul des prix du pétrole depuis octobre expliquant plus de la moitié de la révision.

Les politiques provinciales et municipales en matière de logement, le resserrement des règles du financement hypothécaire ainsi que les taux hypothécaires plus élevés continuent de peser sur l'activité dans le secteur du logement. Le ralentissement de l'activité dans certains marchés a été associé à une baisse de l'activité spéculative. Il est donc difficile d'évaluer la sensibilité de la demande non spéculative aux divers changements de politique. Les indicateurs mensuels laissent supposer que les dépenses

**Graphique 6 : La croissance devrait ralentir au premier trimestre de 2019**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

Dernière valeur du graphique : 2019T1

consacrées au logement se sont probablement contractées de nouveau au quatrième trimestre. L'activité plus faible que prévu dans le secteur du logement ces derniers mois et les analyses du personnel donnent à penser que l'effet combiné du resserrement des règles hypothécaires et des taux d'intérêt plus élevés a été plus important qu'on l'avait précédemment estimé. La Banque continuera à suivre l'évolution des marchés du logement afin d'évaluer la façon dont le secteur de la construction s'adapte au déplacement de la demande vers les logements de moindre valeur.

L'investissement dans le secteur de l'énergie devrait se contracter en raison des bas prix du pétrole et des réductions de la production en Alberta. À l'automne 2018, les pics historiques de production, conjugués aux fermetures temporaires de raffineries américaines à des fins de maintenance, ont contribué à une importante accumulation des stocks de brut et à un fléchissement des cours du pétrole de l'Ouest canadien comparativement aux cours de référence mondiaux. L'achèvement des travaux de maintenance dans les raffineries américaines et la baisse de production vers la fin du quatrième trimestre a enclenché une correction des stocks. Le déstockage devrait se poursuivre compte tenu des réductions obligatoires de la production de pétrole en Alberta qui sont entrées en vigueur au début de la nouvelle année. Ces variations des stocks ont contribué à la croissance du PIB au deuxième semestre de 2018 et devraient la freiner au premier trimestre de 2019. On s'attend donc à ce que la croissance du PIB réel reste lente au premier trimestre même si l'expansion de la demande intérieure finale devrait se redresser. En revanche, dans la plupart des secteurs, la solide demande étrangère, les pressions soutenues sur la capacité de production et la signature de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) devraient stimuler les investissements des entreprises.

## La plupart des secteurs de l'économie tournent près des limites de leur capacité

Les marchés du travail restent vigoureux : la croissance de l'emploi est forte et le taux de chômage est à son niveau le plus bas en 40 ans. Selon les résultats de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises, la plupart des entreprises à l'extérieur des régions productrices de pétrole continuent de signaler que quelques pressions ou de sérieuses pressions s'exercent sur leur capacité de production, et que les pénuries de main-d'œuvre s'intensifient. Ces pressions s'exerçant sur le marché du travail s'atténuent dans les régions touchées par la chute des cours du pétrole (**graphique 7**). Le ralentissement de la progression globale des salaires au cours de la dernière année est attribuable à l'évolution de la situation dans les régions productrices de pétrole. Ailleurs, la croissance des salaires est restée stable depuis le début de 2017 (**graphique 8**). Dans ce contexte, la réallocation de la main-d'œuvre s'est accrue, un signe encourageant pour la croissance future des salaires<sup>2</sup>.

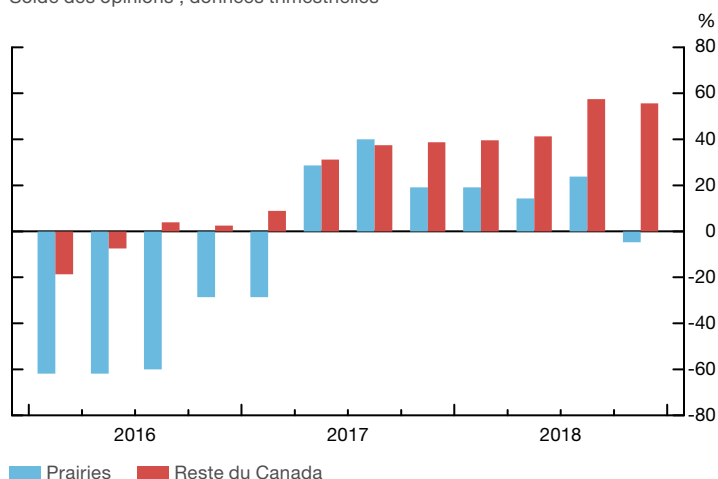
La Banque estime que l'écart de production se situait entre -1 et 0 % au quatrième trimestre de 2018 (**encadré 2**). Cette fourchette implique que les capacités excédentaires étaient plus importantes qu'on ne l'avait postulé dans le *Rapport* d'octobre, ce qui s'explique surtout par la croissance de l'économie qui aurait été plus lente que celle de la production potentielle au quatrième

<sup>2</sup> Voir O. Kostyshyna et C. Luu (à paraître), *The State of Labour Market Churn in Canada*, note analytique du personnel, Banque du Canada.



### Graphique 7 : Les pénuries de main-d'œuvre continuent de s'intensifier à l'extérieur des Prairies

Solde des opinions\*, données trimestrielles



\* D'après les résultats de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises qui font état de pénuries de main-d'œuvre plus intenses qu'il y a douze mois diminué du pourcentage de celles qui signalent des pénuries moins intenses

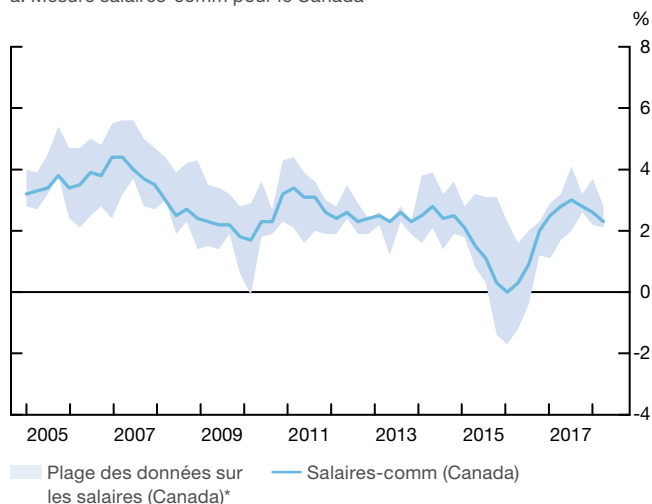
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2018T4

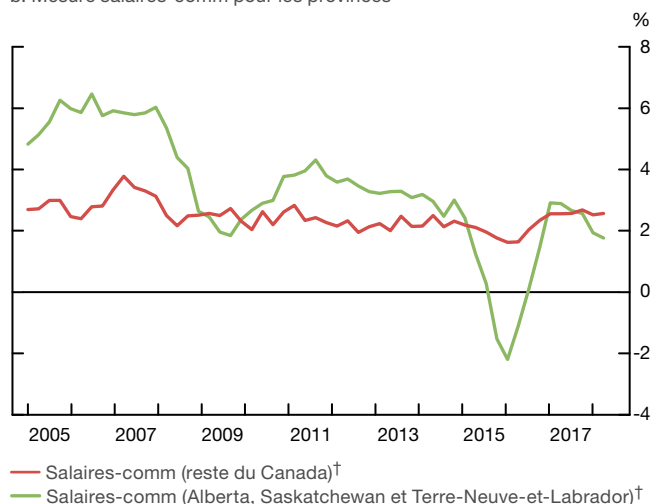
### Graphique 8 : La croissance des salaires a été plus modérée dans les régions productrices de pétrole

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Mesure salaires-comm pour le Canada



b. Mesure salaires-comm pour les provinces



Nota : Pour en savoir plus, voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018), *Wages: Measurement and Key Drivers*, note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada, et J. Lachaine (2018), *Étendre l'utilisation de la mesure salaires-comm aux provinces canadiennes*, note analytique du personnel n° 2018-16, Banque du Canada.

\* Les données sur les salaires pour le Canada proviennent de l'Enquête sur la population active, de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, des comptes nationaux et des comptes de productivité.

† Les données sur les salaires pour les provinces proviennent de l'Enquête sur la population active, de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail et des comptes nationaux. Comme ces ensembles de données sont différents, les mesures salaires-comm des provinces ne peuvent être directement comparées à la mesure salaires-comm calculée au niveau national. Elles sont pondérées en fonction des parts d'emploi publiées dans l'Enquête sur la population active pour permettre le calcul des mesures régionales agrégées.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T3

## Encadré 2

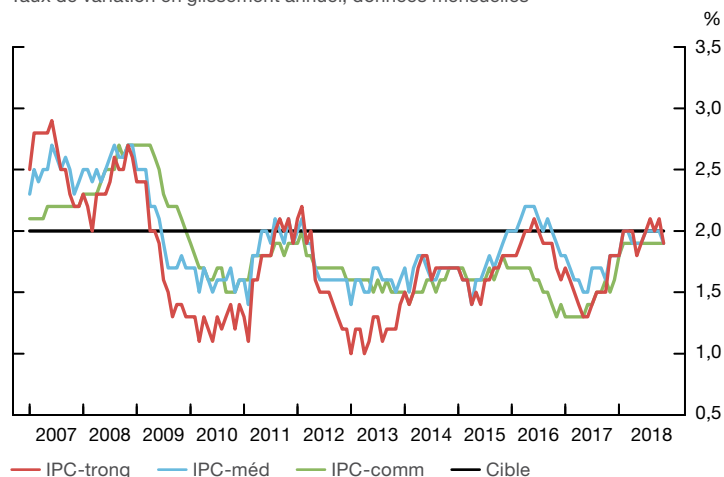
## Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci. Elle s'appuie actuellement sur les hypothèses suivantes :

- Il est supposé que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours moyens du Brent, du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canadian Select (WCS) se sont respectivement établis à près de 60, 50 et 30 \$ US le baril. Les cours du Brent et du WTI sont d'environ 20 \$ de moins que ceux postulés dans le *Rapport d'octobre*, tandis que le cours du WCS est inférieur d'environ 5 \$.
- Par convention, la Banque n'établit pas de prévision du taux de change dans son scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 74 cents américains durant la période de projection, soit près du niveau moyen observé récemment et un peu plus bas que les 77 cents américains postulés dans le *Rapport d'octobre*.
- Les révisions des données historiques remontant jusqu'en 2012 indiquent que le niveau des investissements et du produit intérieur brut (PIB) ces dernières années a été plus bas qu'on ne l'avait estimé précédemment. En conséquence, l'estimation que fait la Banque du profil de la production potentielle au cours des dernières années a été revue à la baisse comparativement au chiffre avancé dans le *Rapport d'octobre*. Ainsi, le niveau du PIB et celui de la production potentielle au deuxième trimestre de 2018 sont inférieurs de 0,8 et 0,6 %, respectivement.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette de -1,0 à 0,0 % au quatrième trimestre de 2018, alors qu'en octobre, elle postulait un écart de production de l'ordre de -0,5 à +0,5 % au troisième trimestre de 2018.
- Le taux de croissance annuel de la production potentielle devrait avoisiner 1,9 % en moyenne au cours de la période de projection (**tableau 2**). Ce profil est légèrement inférieur à l'hypothèse formulée dans le *Rapport d'octobre*, en raison de la trajectoire plus basse des investissements des entreprises. Des précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'annexe du *Rapport d'avril 2018*, et de nouvelles estimations seront présentées dans celui d'avril 2019.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec une production qui se maintient durablement à son potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de la cible d'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. La Banque estime qu'au Canada, le taux neutre s'inscrit dans une fourchette de 2,5 à 3,5 %. La projection économique est basée sur le point milieu de cette fourchette, soit sur le même taux que dans le *Rapport d'octobre*.
- Depuis avril 2017, le scénario de référence intègre le jugement quelque peu négatif que la Banque porte sur la croissance des investissements et des exportations pour tenir compte des effets de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et de la perte prévue de compétitivité du Canada en matière d'investissement causée par la réforme fiscale américaine. On s'attend à ce que l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur entraîne une réduction du niveau des investissements des entreprises et des exportations d'environ 0,5 et 0,2 %, respectivement, entre le quatrième trimestre de 2018 et le quatrième trimestre de 2020. L'incidence négative de la réforme fiscale américaine sur le PIB est essentiellement compensée par les conséquences favorables des mesures ciblant les investissements annoncées dans l'énoncé économique de l'automne du gouvernement fédéral.

**Graphique 9 : Les mesures de l'inflation fondamentale demeurent près de 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2018

trimestre, d'après les estimations<sup>3</sup>. Toutefois, il est probable que l'accroissement des capacités excédentaires soit limité aux régions productrices de pétrole.

Les mesures de l'inflation fondamentale sont demeurées près de 2 %, ce qui cadre avec une économie tournant à un niveau proche de sa capacité (graphique 9). L'inflation mesurée par l'IPC s'établissait à 1,7 % en novembre, l'effet modérateur induit par les prix de l'essence ayant plus que contrebalancé les incidences temporaires des droits de douane et des majorations passées du salaire minimum.

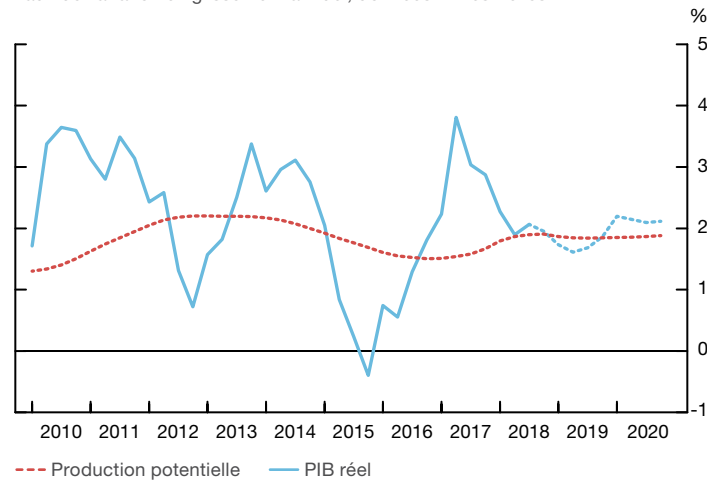
## Après deux trimestres d'atonie, la croissance devrait se redresser

La Banque prévoit que la croissance du PIB réel se redressera au deuxième trimestre de 2019 et qu'elle s'établira en moyenne un peu au-dessus de celle de la production potentielle jusqu'à la fin de la période de projection (graphique 10). Les bases solides qui ont soutenu l'expansion pendant une partie de 2018, notamment l'augmentation de la demande étrangère, les forts flux d'immigration et le bas taux de chômage, devraient continuer d'appuyer l'économie canadienne pendant que les régions productrices de pétrole s'ajustent à la baisse des prix de ce produit de base. À l'extérieur du secteur de l'énergie, les investissements et les exportations devraient progresser à un rythme soutenu. Parallèlement, on s'attend à ce que la croissance des dépenses des ménages soit plus modérée qu'en 2018. Ce ralentissement attendu s'explique principalement par l'adaptation des ménages au resserrement des règles hypothécaires et aux taux d'intérêt plus élevés, de même que par l'incidence des prix plus bas du pétrole sur le revenu réel et la richesse.

<sup>3</sup> L'écart de production au quatrième trimestre reflète également les révisions des données historiques, qui portent à croire que l'écart était un peu plus grand qu'anticipé aux trimestres précédents (encadré 2).

**Graphique 10 : La croissance du PIB réel devrait se redresser en 2019 et s'établir un peu au-dessus de la croissance de la production potentielle**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

La croissance du PIB réel en 2019 a été revue à la baisse de 0,4 point de pourcentage comparativement à ce qui était présenté dans le *Rapport* d'octobre (tableau 2). Les évolutions dans le secteur de l'énergie et la réduction de l'enveloppe budgétaire provinciale annoncée en Ontario devraient amplement contrebalancer les effets favorables des récentes mesures fiscales fédérales visant les investissements et l'incidence de la dépréciation du dollar canadien.

## Les investissements considérables à l'extérieur du secteur de l'énergie accroîtront la capacité

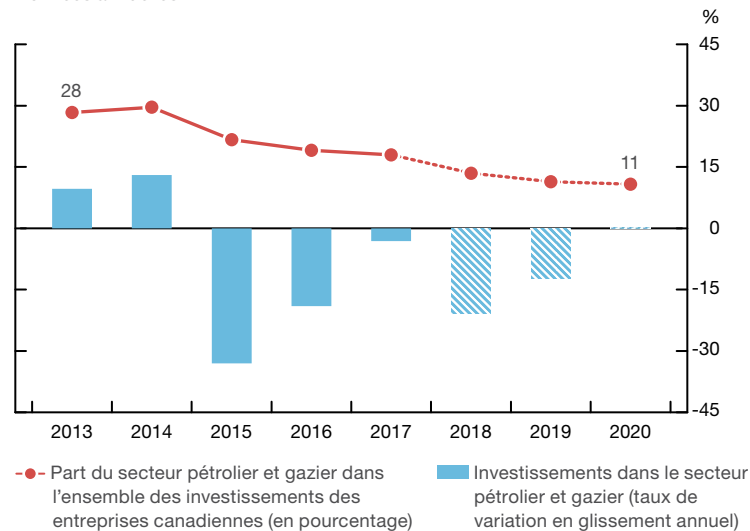
Dans l'ensemble, les investissements des entreprises devraient croître légèrement. Si la Banque s'attend à une contraction marquée des dépenses dans le secteur de l'énergie en 2019, la croissance des investissements dans les autres secteurs devrait être considérable.

On s'attend à ce que les entreprises des secteurs non énergétiques accroissent leurs investissements durant la période de projection, afin d'atténuer les pressions sur leur capacité de production et d'améliorer leur productivité. D'après les résultats de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises, les intentions d'investissement demeurent fermes. La numérisation continue de l'activité économique devrait favoriser les dépenses en capital dans des domaines comme la recherche-développement, les logiciels et le matériel informatique. En outre, des mesures fiscales annoncées récemment par le gouvernement fédéral permettent aux entreprises de radier une plus grande part du coût des actifs acquis pendant l'année où l'investissement est effectué. Ces modifications de la politique fiscale devraient accroître les investissements des entreprises et améliorer leur compétitivité<sup>4</sup>. La signature de l'ACEUM est une évolution positive et les investissements seraient encore plus vigoureux si ce n'était l'incertitude élevée entourant les politiques commerciales à l'échelle mondiale.

4 Voir l'Énoncé économique de l'automne 2018 pour obtenir des précisions sur les mesures annoncées.

### Graphique 11 : Les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient diminuer

Données annuelles



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

En revanche, la baisse des cours du pétrole laisse supposer un repli des investissements dans le secteur de l'énergie. On s'attend donc à ce que ces investissements soient nettement plus faibles durant la période de projection que ce que la Banque escomptait dans le *Rapport* d'octobre (graphique 11). Il ressort de consultations menées récemment que la confiance des entreprises du secteur s'est sensiblement détériorée et que l'on peut entrevoir une contraction des investissements en 2019 (encadré 1).

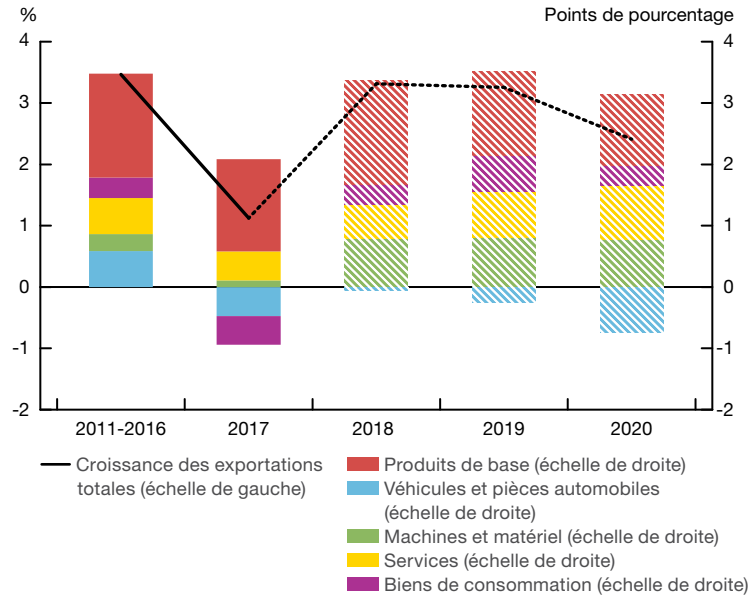
### Les exportations devraient progresser à un rythme vigoureux

Une progression de près de 3 % par année des exportations est attendue au cours de la période de projection — une cadence considérable par rapport à ce qui a été observé récemment. Cette perspective est portée par l'augmentation soutenue de la demande étrangère, par la dépréciation du dollar canadien et par la capacité de production grandissante. Les effets d'accords commerciaux conclus récemment sont pris en compte et devraient accroître les exportations. Il n'empêche que l'incertitude qui plane sur les politiques commerciales à l'échelle mondiale et les défis de compétitivité devraient peser encore sur les perspectives pour l'ensemble des exportations, alors que les capacités limitées de transport freinent l'expansion des exportations d'énergie.

La croissance des exportations hors produits de base devrait être relativement généralisée (graphique 12). Par exemple, la Banque prévoit que les exportations de machines et de matériel profiteront de l'augmentation des investissements des entreprises américaines. En outre, compte tenu de la numérisation continue, l'essor des exportations liées aux services devrait se poursuivre. Par contre, la redéfinition des mandats de production des constructeurs canadiens de véhicules automobiles, y compris la fermeture prévue de l'usine de General Motors à Oshawa en 2019, laisse présager une baisse des exportations du secteur automobile durant la période de projection.

### Graphique 12 : Les exportations de produits de base et de biens et services hors produits de base devraient s'accroître

Contribution à la croissance des exportations totales, données annuelles



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

Les exportations de produits de base devraient progresser à une cadence modérée. On s'attend à ce que la croissance des exportations de produits de base non énergétiques continue de bénéficier de l'expansion mondiale. Pour leur part, les exportations d'énergie devraient rester stables à court terme. Une fois que les stocks élevés auront diminué et que de nouvelles capacités de transport seront disponibles, les prix du pétrole de l'Ouest canadien seront plus susceptibles de rester près des niveaux récents sans réductions de la production. Les capacités de transport devraient s'accroître d'environ 560 000 barils par jour d'ici le troisième trimestre de 2019<sup>5</sup>. De plus, le gouvernement albertain augmentera la capacité ferroviaire d'environ 120 000 barils par jour au cours des trois premiers trimestres de 2020. Grâce à ces capacités de transport supplémentaires, la croissance de la production et des exportations de pétrole devrait se renforcer au second semestre de 2019 et continuer de s'accroître durant la période projetée. Cette expansion des capacités de transport dynamisera les exportations, mais il est peu probable qu'elle suffise à la production future.

La croissance des importations devrait ralentir en 2019, sous l'effet surtout de la dépréciation du dollar canadien et de l'affaiblissement de la demande intérieure, avant de rebondir en phase avec un redressement de l'expansion des investissements des entreprises.

<sup>5</sup> La capacité ferroviaire devrait augmenter de 190 000 barils par jour aux deuxième et troisième trimestres de 2019, et le remplacement de la ligne 3 d'Enbridge est appelé à accroître la capacité pipelinère de 370 000 barils par jour au troisième trimestre de 2019.

## Les dépenses des ménages s'ajustent aux changements réglementaires et de politique monétaire

Plusieurs facteurs devraient continuer de soutenir les dépenses des ménages au cours de la période de projection : la croissance démographique (stimulée par l'immigration), les bas taux de chômage, les solides gains salariaux et les bas prix de l'essence. Ces facteurs favoriseront les dépenses pendant que les ménages s'ajustent au resserrement des règles hypothécaires, aux taux d'emprunt plus élevés et aux incidences de la baisse des prix du pétrole sur le revenu et la richesse.

La Banque prévoit que la croissance de la consommation se modérera un peu en 2019-2020 par rapport à 2018. Cet affaiblissement tient en partie au fait que, pour certains ménages, l'effet des taux d'intérêt plus élevés sur la consommation suit avec retard les modifications des taux hypothécaires. Cette situation s'explique par le cycle de renouvellement des prêts hypothécaires à taux fixe. Par ailleurs, compte tenu des révisions à la baisse du revenu disponible ces dernières années, les estimations du taux d'épargne sont considérablement plus basses que par le passé, ce qui laisse entrevoir la possibilité de risques à la baisse en ce qui concerne la croissance future de la consommation. La construction résidentielle et l'activité de revente devraient demeurer relativement faibles durant la période de projection, les ménages continuant de s'ajuster aux changements réglementaires et de politique monétaire.

Les perspectives de la consommation et de l'investissement résidentiel sont assombries par la faiblesse attendue dans les provinces productrices de pétrole. En raison de la récente chute des cours du pétrole, la croissance du revenu dans ces provinces devrait continuer d'accuser un retard sur celle enregistrée dans le reste du Canada. En outre, les stocks de logements neufs vacants dans ces régions se sont fortement accrus ces dernières années, et l'épisode actuel pourrait entraîner d'autres augmentations.

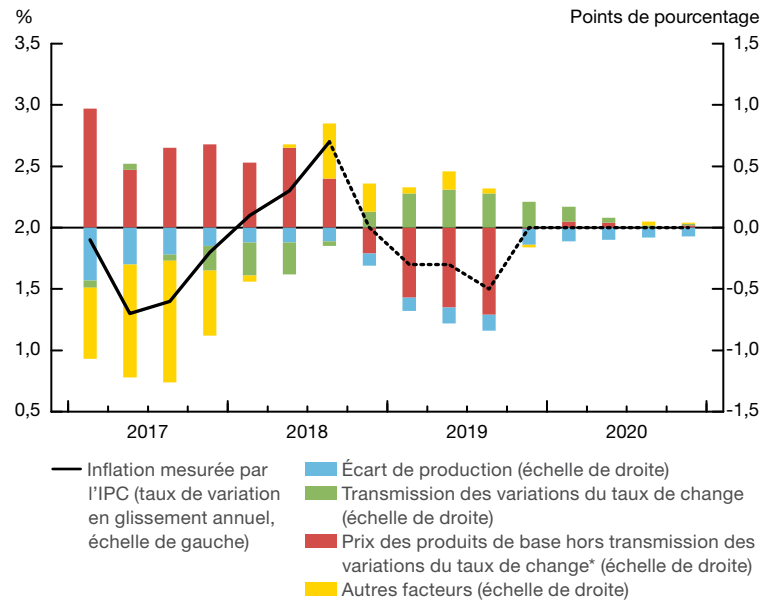
## L'inflation devrait se situer temporairement sous les 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC devrait fléchir temporairement, pour avoisiner 1½ % au troisième trimestre, avant de remonter aux alentours de 2 % à la fin de 2019 (**graphique 13**). Deux facteurs contribuent à un profil de l'inflation plus faible que celui présenté dans le *Rapport* d'octobre. Les effets de la récente baisse des cours du pétrole sur les prix de l'essence devraient amputer l'inflation d'environ 0,4 point de pourcentage jusqu'au troisième trimestre de 2019. De plus, l'affaiblissement de la croissance au quatrième trimestre de 2018 et au premier trimestre de cette année se traduit par un élargissement de l'écart de production et de modestes pressions désinflationnistes supplémentaires, qui diminuent graduellement durant la période de projection. Ces facteurs sont en partie contrebalancés par l'incidence de la dépréciation du dollar canadien.

Le scénario de référence donne le point de vue de la Banque à l'égard de l'évolution la plus probable de l'inflation. Cependant, toute projection est soumise à des incertitudes considérables. Un intervalle de confiance à 90 % autour de la projection concernant l'inflation passe de ±0,6 point de pourcentage au quatrième trimestre de 2018 à ±1,5 point de pourcentage à la fin de 2020.

### Graphique 13 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait fléchir en 2019, en raison principalement de la baisse des prix du pétrole

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, données trimestrielles



Nota : Les chiffres ayant été arrondis, la somme des éléments peut ne pas correspondre au total indiqué.

\* Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de la redevance sur le carbone en Alberta ainsi que de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut.

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

Cette projection cadre avec l'hypothèse que les attentes d'inflation à moyen et à long terme resteront bien ancrées. La plupart des répondants à l'enquête de cet hiver sur les perspectives des entreprises menée par la Banque sont d'avis que l'inflation se maintiendra, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. La majorité des entreprises pense que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette. Les compilations de Consensus Economics publiées en novembre 2018 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,3 % pour 2018 et de 2,1 % pour 2019, et d'attentes d'inflation annuelle à long terme se situant en moyenne à 2,0 % jusqu'en 2028.



## Les risques entourant les perspectives d'inflation

---

Les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs risques tant à la hausse qu'à la baisse. Globalement, la Banque estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. L'évolution des risques les plus importants depuis octobre est résumée au **tableau 4**. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte principalement sur les risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble pris en compte dans la projection.

### 1) Conflit commercial entre les États-Unis et la Chine

Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourraient empirer si les négociations en cours avortent, ce qui entraînerait des répercussions plus graves que ce qui est projeté. Le plus grand risque à la baisse serait une réaffectation considérable de la production, du capital et de la main-d'œuvre entre les secteurs et les pays. Les exportations et les investissements des entreprises canadiennes pourraient souffrir d'un affaiblissement marqué de la demande étrangère, d'une rupture des chaînes de valeur mondiales, d'une chute de la confiance des entreprises et d'une baisse des cours des produits de base. Parallèlement, des pressions inflationnistes pourraient survenir, résultant de l'augmentation du coût des intrants à l'échelle mondiale (associée à des droits de douane plus élevés), d'une productivité plus basse et d'un dollar canadien plus faible.

Par contre, si les États-Unis et la Chine parvenaient à un accord global pour régler leurs différends commerciaux, l'activité économique dans le monde et au Canada serait alors plus forte que dans le scénario de référence. En outre, les pressions haussières à court terme des droits de douane sur les prix disparaîtraient.

### 2) Perspectives pour les prix du pétrole

Une incertitude de taille demeure quant à l'évolution future des cours et de la production du pétrole canadien. D'une part, les cours mondiaux pourraient remonter au-dessus des niveaux postulés dans la projection si les craintes des marchés face au conflit entre les États-Unis et la Chine s'estompaient. D'autre part, les écarts sensibles sur les prix du pétrole de l'Ouest canadien pourraient recommencer à se creuser si les capacités de transport ne se développaient pas adéquatement.

### 3) Investissements et exportations des entreprises canadiennes plus élevés

La vigueur des exportations canadiennes pourrait se révéler plus durable que la Banque le suppose dans son scénario de référence, particulièrement en raison de la dépréciation du dollar canadien. Dans le contexte des pressions intenses exercées sur la capacité de production, une croissance soutenue de la demande en dehors du secteur pétrolier et une hausse des exportations pourraient amener les entreprises à accroître leurs investissements encore davantage en vue d'atténuer ces pressions. De plus, la ratification de l'ACEUM pourrait améliorer grandement la confiance des entreprises, ce qui pourrait conduire à des investissements et des exportations plus élevés que dans le scénario de référence. Ainsi, les exportations pourraient croître plus rapidement que la demande étrangère, permettant au Canada de regagner certaines parts du marché mondial des exportations qu'il avait perdues ces dernières années.

### 4) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

La croissance du PIB aux États-Unis pourrait être plus forte. Ainsi, les modifications récentes de la fiscalité et de la réglementation aux États-Unis seraient susceptibles de stimuler les investissements et la production potentielle à un rythme plus élevé que ce qui est envisagé dans le scénario de référence. Il est par ailleurs possible que l'administration américaine mette en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire pour éviter en 2020 une diminution soudaine de la croissance. Au Canada, tant les investissements que les exportations bénéficieraient d'une activité plus vigoureuse au sud de la frontière.

### 5) Resserrement marqué des conditions financières mondiales

Les conditions financières mondiales demeurent généralement expansionnistes, mais pourraient se resserrer subitement. Plusieurs éléments déclencheurs pourraient donner lieu à des primes de terme et de risque plus élevées. Ces éléments comprennent une escalade des tensions commerciales et un durcissement des conditions monétaires découlant d'un accroissement plus rapide que prévu des salaires et des prix dans les économies avancées. Des rendements obligataires plus hauts dans les économies avancées pourraient engendrer de plus grandes sorties de capitaux dans les pays émergents, ce qui aviverait les vulnérabilités propres à certains de ces pays. De tels rendements pourraient également entraîner un resserrement abrupt des conditions du crédit aux entreprises dans les économies avancées. Ces évolutions pourraient se traduire par un alourdissement du service de la dette, un recul de l'activité dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, une baisse des prix des produits de base et un affaiblissement de la croissance économique au Canada et à l'étranger.

## 6) Recul prononcé des prix des logements dans certaines régions du Canada

Par rapport à leur niveau d'il y a trois ans, les prix des logements dans la région de Toronto ont progressé de près de 40 %. Dans la région de Vancouver, la hausse est encore plus nette et s'établit à environ 50 %. La spéculation a été un facteur important dans l'emballement persistant des prix. Aujourd'hui, on observe moins de signes de spéculation sur certains marchés, sans doute en raison de l'incidence combinée des politiques provinciales et municipales en matière de logement, du resserrement des règles hypothécaires et du relèvement des taux hypothécaires. Les prix moyens des logements se stabilisent à Toronto et affichent un léger repli à Vancouver. Pour le Canada, la croissance annuelle globale des prix des habitations se situe à environ 2 %. Néanmoins, le niveau des prix reste assez haut dans les régions du Grand Toronto et du Grand Vancouver. Il subsiste donc un risque de recul prononcé des prix des logements sur ces marchés, mais aussi sur les marchés touchés par la baisse des prix du pétrole. Un tel recul pourrait freiner la consommation, la demande de logements et la construction.

**Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2018**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
<b>Conflit commercial entre les États-Unis et la Chine</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aux États-Unis, les exportations vers la Chine et les importations provenant de ce pays qui sont soumises à des droits de douane plus élevés ont diminué ces derniers mois.</li> <li>▪ Les autorités américaines ont repoussé l'entrée en vigueur de hausses de droits de douane jusqu'en mars pendant que se poursuivent les négociations commerciales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ L'évolution des politiques commerciales</li> <li>▪ Les échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine</li> <li>▪ Les prix à la consommation</li> <li>▪ La production et les investissements dans le secteur manufacturier</li> </ul>
<b>Perspectives pour les prix du pétrole</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Les cours mondiaux du pétrole ont reculé au cours des derniers mois.</li> <li>▪ Les prix du pétrole canadien ont diminué en raison des pressions grandissantes exercées sur le réseau de transport du pétrole de l'Ouest canadien.</li> <li>▪ La réduction de la production pétrolière annoncée par le gouvernement de l'Alberta a quelque peu fait remonter les prix.</li> <li>▪ Des entreprises du secteur de l'énergie ont revu à la baisse leurs dépenses en immobilisations prévues pour 2019.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Les annonces de dépenses d'infrastructures pour agrandir le réseau de transport du pétrole</li> <li>▪ Les annonces sur les intentions d'investissement et les dépenses en immobilisations</li> <li>▪ Les termes de l'échange, ainsi que le revenu et la richesse intérieurs</li> <li>▪ Le commerce interprovincial, la confiance des entreprises, les conditions sur le marché du travail et les dépenses dans le secteur de l'énergie et dans d'autres secteurs de l'économie canadienne</li> <li>▪ L'endettement des ménages, le taux de défaillance sur les prêts à la consommation et le taux d'épargne dans les provinces productrices de pétrole</li> </ul>
<b>Investissements et exportations des entreprises canadiennes plus élevés</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Malgré un fléchissement récent, les exportations réelles de biens continuent de s'inscrire à la hausse.</li> <li>▪ L'Accord Canada-États-Unis-Mexique a été signé.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ L'évolution des politiques commerciales</li> <li>▪ Les mesures de la demande étrangère</li> <li>▪ Les investissements des entreprises et les investissements résidentiels aux États-Unis ainsi que d'autres sources de la demande d'exportations canadiennes</li> <li>▪ Le commerce international de marchandises</li> <li>▪ Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes</li> </ul>

(suite à la page suivante)

**Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire d'octobre 2018* (suite)**

<p><b>Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Selon les statistiques économiques récentes, la croissance est solide.</li> <li>▪ Les mesures de la confiance demeurent élevées malgré l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur.</li> <li>▪ La croissance de la productivité demeure modeste malgré une hausse récente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La confiance des entreprises et des consommateurs</li> <li>▪ La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle</li> <li>▪ Le taux d'activité et la productivité du travail</li> <li>▪ Les annonces relatives à la politique budgétaire</li> </ul>
<p><b>Resserrement marqué des conditions financières mondiales</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Les tensions financières se sont soit stabilisées, soit allégées dans les pays émergents les plus vulnérables.</li> <li>▪ Les rendements des obligations d'État à long terme ont chuté à l'échelle mondiale.</li> <li>▪ Le dollar américain a continué de s'apprécier en valeur effective nominale.</li> <li>▪ Les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont élargis.</li> <li>▪ Les marchés des actions ont été volatils et ont enregistré un recul notable par rapport aux pics observés au milieu de 2018.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Les taux d'intérêt à long terme</li> <li>▪ Les primes de terme et de risque sur les obligations</li> <li>▪ L'augmentation des salaires et des prix dans les économies avancées</li> <li>▪ Les mouvements de capitaux</li> <li>▪ Les taux de change, particulièrement dans les pays émergents</li> <li>▪ Les marchés des actions</li> </ul>
<p><b>Recul prononcé des prix des logements dans certaines régions du Canada</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ L'augmentation des prix des logements a été modeste au cours des derniers mois.</li> <li>▪ Les reventes à l'échelle nationale ont ralenti en octobre et en novembre, après s'être redressées au troisième trimestre de 2018.</li> <li>▪ Le nombre de mises en chantier a augmenté en octobre et en novembre, malgré la baisse relative de la part des maisons individuelles.</li> <li>▪ La croissance du crédit hypothécaire est demeurée modeste.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Le prix des logements et l'activité dans le secteur</li> <li>▪ Les dépenses des ménages</li> <li>▪ Le cadre réglementaire</li> <li>▪ La croissance du crédit hypothécaire</li> <li>▪ L'emploi</li> <li>▪ La croissance démographique</li> </ul>
<p><b>Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens</b></p>	<p>Ce risque n'est pas traité parmi les principaux risques en raison des évolutions suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La croissance des dépenses de consommation s'est modérée en 2018, passant de 2,5 % au deuxième trimestre à 1,2 % au troisième trimestre.</li> <li>▪ Les données historiques révisées indiquent que le revenu disponible s'est affaibli au cours des dernières années.</li> <li>▪ La croissance du revenu au troisième trimestre de 2018 a été beaucoup moins vigoureuse qu'escompté.</li> <li>▪ Le taux d'épargne a chuté à aussi peu que 0,8 % au troisième trimestre de 2018.</li> <li>▪ Les ventes de véhicules automobiles ont encore pris du recul au quatrième trimestre de 2018.</li> <li>▪ La confiance des consommateurs s'est détériorée au quatrième trimestre de 2018.</li> </ul>	