



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2019



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 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 jour². Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et

les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

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

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

Le suivi de l'inflation

- 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^e 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.

¹ 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.

² 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.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2019



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 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, Paul Beaudry et Toni Gravelle.

Table des matières

L'économie mondiale	1
Le commerce mondial	2
Les conditions financières	3
Les États-Unis	4
La zone euro	5
Les pays émergents	5
Les prix des produits de base	6
L'économie canadienne	9
Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence	10
L'évolution récente	11
Les pressions sur la capacité de production et l'inflation	13
Les perspectives économiques	16
Les investissements des entreprises et les exportations	16
Les dépenses des ménages	18
Encadré 2 : Renouvellement des prêts hypothécaires dans le contexte actuel des taux d'intérêt	19
Les perspectives d'inflation	20
Les risques entourant les perspectives d'inflation	23
Encadré 3 : Scénario intégrant un ralentissement plus marqué à l'échelle mondiale	25

L'économie mondiale

Les conflits commerciaux affaiblissent l'économie mondiale. La croissance économique mondiale devrait s'essouffler pour s'établir en deçà de 3 % en 2019, soit le rythme le plus faible observé depuis la crise économique et financière mondiale de 2007-2009 (tableau 1). Le ralentissement a particulièrement touché les investissements des entreprises et le secteur manufacturier, et coïncide avec une contraction des échanges mondiaux (graphique 1). Malgré la décélération de l'activité manufacturière, le taux de chômage se maintient près de creux historiques dans de nombreuses économies avancées grâce à une croissance de l'emploi résiliente dans le secteur des services.

Depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de juillet, les États-Unis et la Chine ont annoncé la mise en place de mesures commerciales additionnelles. Malgré les signes de progrès observés récemment dans les négociations entre les deux pays, l'incertitude s'est accrue à l'échelle mondiale. Ces facteurs ont concouru à une détérioration supplémentaire des perspectives de croissance et à une chute des prix des produits de base. Compte tenu de l'assombrissement des perspectives de croissance et des attentes d'inflation plus faibles, de nombreuses banques centrales ont assoupli leur politique monétaire. Les mesures qu'elles ont prises ont contribué à maintenir des conditions financières qui favorisent la croissance.

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

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2018	2019	2020	2021
États-Unis	15	2,9 (2,9)	2,3 (2,5)	1,9 (1,7)	1,7 (1,6)
Zone euro	11	1,9 (1,9)	1,1 (1,2)	1,0 (1,4)	1,4 (1,6)
Japon	4	0,8 (0,8)	0,9 (0,6)	0,2 (0,2)	0,7 (0,7)
Chine	19	6,6 (6,5)	6,1 (6,1)	5,9 (5,9)	5,7 (5,8)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	4,3 (4,3)	3,2 (3,4)	4,0 (4,4)	4,3 (4,3)
Autres pays§	17	2,1 (2,1)	1,2 (1,4)	1,7 (1,8)	2,1 (2,2)
Ensemble du monde	100	3,7 (3,7)	2,9 (3,0)	3,1 (3,2)	3,3 (3,3)

* 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 2018, publiées en octobre 2019 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

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

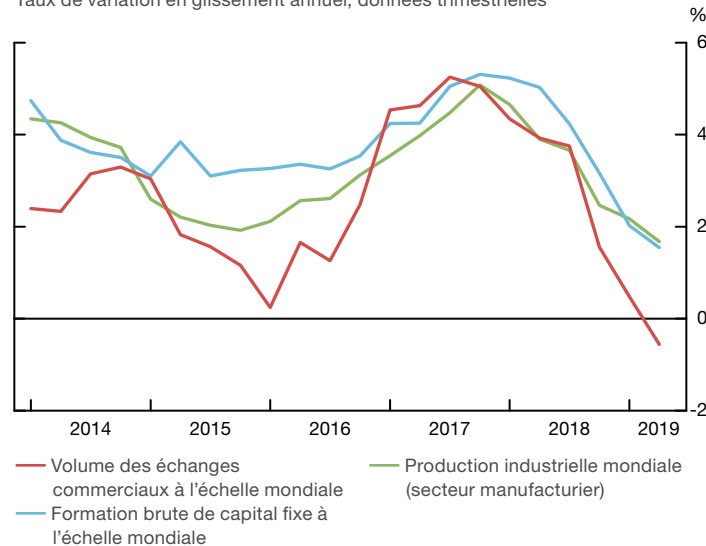
‡ Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud —, et des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

§ 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 : La croissance des investissements des entreprises, de la production manufacturière et du commerce a fortement décéléré à l'échelle mondiale

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les données sur le volume des échanges proviennent du Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas. La formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale est un agrégat calculé à partir de données provenant de 47 économies avancées et émergentes qui représentent environ 84 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat. La production industrielle mondiale (secteur manufacturier) est un agrégat calculé à partir de données provenant de 44 économies avancées et émergentes qui représentent environ 80 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat. Pour la formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale, il est possible que les données du dernier trimestre n'incluent pas tous les pays.

Sources : Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas, Fonds monétaire international et sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2019T2

La Banque prévoit que la croissance se raffermira quelque peu pour passer à environ 3 1/4 % d'ici 2021 : la reprise dans certaines économies émergentes devrait plus que compenser le ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Chine (tableau 1)¹.

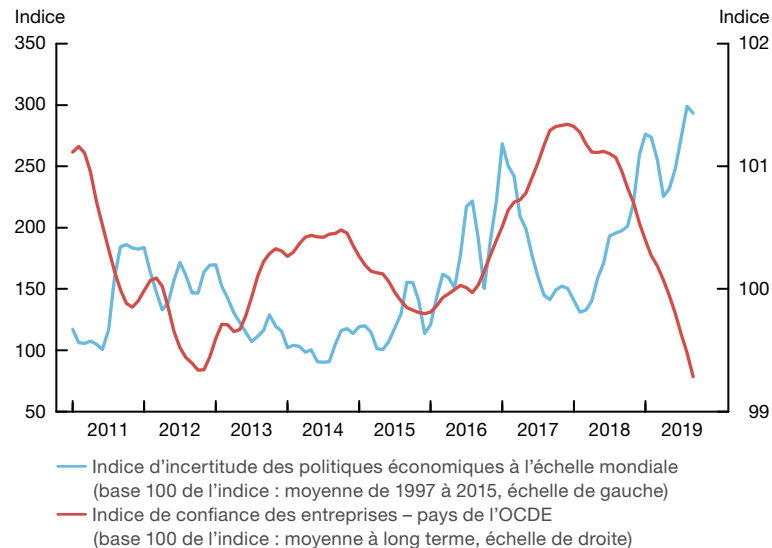
Les conflits commerciaux nuisent aux investissements à l'échelle mondiale

On s'attendait à ce que les investissements des entreprises et les échanges commerciaux ralentissent après avoir affiché une croissance non viable en 2017 et au début de 2018, mais les conflits commerciaux les ont freinés davantage. Les hausses de droits de douane et les mesures de représailles ont fait augmenter les coûts des entreprises, perturbé les chaînes d'approvisionnement mondiales, créé de l'incertitude quant aux relations commerciales futures, et miné la confiance des entreprises (graphique 2).

¹ 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 modeste. Le scénario de référence tient également compte de l'incidence de la nouvelle hausse des droits de douane imposés par les États-Unis et la Chine depuis la parution du *Rapport* de juillet. Ces droits devraient demeurer en vigueur durant la période de projection.

Graphique 2 : Les tensions commerciales ont accentué l'incertitude liée aux politiques internationales et ont ébranlé la confiance des entreprises

Moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et policyuncertainty.com

Dernière observation : septembre 2019

La Banque estime qu'en l'absence de mesures de politique monétaire, les mesures commerciales et l'incertitude qui en découle retrancheraient environ 1,3 % au produit intérieur brut (PIB) mondial d'ici la fin de 2021². Cette estimation est d'environ 0,5 point de pourcentage supérieure à ce qui était postulé dans le *Rapport* de juillet³.

L'évolution de la situation dans certains secteurs, notamment ceux de l'automobile et des appareils électroniques grand public, a aussi contribué à la tenue décevante des investissements des entreprises à l'échelle mondiale.

Les marchés financiers réagissent à la détérioration de la croissance mondiale

Plus de 35 banques centrales des économies avancées et émergentes ont assoupli leur politique monétaire depuis la livraison du *Rapport* de juillet compte tenu de l'assombrissement des perspectives de croissance et des faibles attentes d'inflation. Les marchés anticipent une accentuation de la détente monétaire au cours des prochains mois.

La guerre commerciale qui persiste entre les États-Unis et la Chine a fait augmenter l'intérêt des investisseurs pour les actifs de haute qualité depuis juillet. Par ailleurs, les investisseurs sont toujours en quête de rendements dans un contexte mondial de faibles taux d'intérêt. En conséquence, la demande d'obligations d'État américaines a augmenté. Leurs rendements ont baissé dans l'ensemble, mais se situent à un niveau supérieur aux creux qu'ils ont touchés récemment. Les rendements obligataires d'autres grands

² L'escalade des mesures commerciales et l'incertitude connexe pèsent sur l'économie mondiale depuis 2017. La Banque estime qu'environ le tiers de leur effet total s'est déjà répercuté sur le PIB mondial.

³ Le scénario optimiste présenté dans l'encadré 2 du *Rapport* de juillet peut servir d'estimation des effets modérateurs totaux des politiques commerciales et de l'incertitude connexe sur l'économie mondiale. Les différences entre ce que postule le scénario de référence actuel et ce qui est estimé dans l'encadré sont dues aux nouvelles mesures commerciales, à la montée de l'incertitude et à l'arrondissement des chiffres.

pays, quant à eux, sont sensiblement les mêmes qu'en juillet. La demande accrue d'actifs américains a aussi contribué à maintenir la vigueur du billet vert par rapport aux autres grandes monnaies. Parallèlement, le dollar canadien s'est négocié dans une fourchette étroite vis-à-vis du dollar américain et s'est apprécié par rapport à d'autres monnaies.

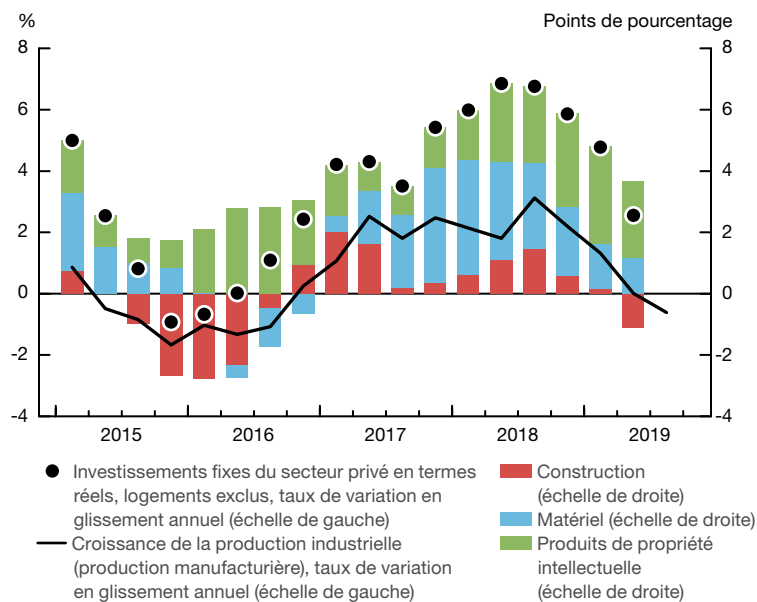
D'autres indicateurs financiers, dont le cours des actions et les écarts de crédit, restent près de leurs niveaux de juillet malgré la détérioration des perspectives de croissance mondiale. Cela pourrait être attribuable aux effets des mesures supplémentaires de détente monétaire. Dans l'ensemble, les indicateurs des marchés financiers concordent avec un léger ralentissement cyclique de l'activité à l'échelle mondiale.

La croissance de l'économie américaine devrait avoisiner son taux potentiel

L'économie américaine a crû à un rythme modéré, soutenue par des dépenses de consommation robustes, un marché du travail vigoureux et de solides hausses salariales. De plus, après une période de faiblesse prolongée, le marché du logement montre des signes d'amélioration. Toutefois, la montée du protectionnisme commercial a accentué l'incertitude ressentie par les entreprises. La croissance de la production manufacturière, importante source de demande d'exportations canadiennes, a diminué au cours de la dernière année et les investissements des entreprises ont nettement décéléré (graphique 3). La baisse de la production manufacturière, qui a été généralisée, s'est particulièrement fait sentir dans les secteurs dépendants des importations chinoises, comme ceux de la fabrication de produits

Graphique 3 : Les investissements et la production manufacturière ont ralenti aux États-Unis

Données trimestrielles



Nota : Les bandes représentent la contribution à la croissance des investissements réels.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernières observations :
2019T3 (production industrielle)
et 2019T2 (autres)

chimiques et de la fabrication de machines. L'activité dans les secteurs qui sont moins touchés par le conflit commercial, comme celui des services, est demeurée assez robuste.

L'inflation fondamentale mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages, qui avoisinait 1,5 % plus tôt cette année, est passée à 1,8 % en août. En ce qui concerne l'avenir, les hausses des droits de douane sur les importations chinoises annoncées en août visent une plus grande part de produits de consommation que par le passé. Leurs incidences sur les prix à la consommation devraient donc être plus importantes.

La Réserve fédérale américaine a accru la détente monétaire pour atténuer les effets négatifs de l'évolution de la conjoncture mondiale dans un contexte de faibles attentes d'inflation. La nouvelle entente budgétaire fédérale des États-Unis prévoit aussi une augmentation des dépenses publiques par rapport à l'hypothèse posée dans le *Rapport* de juillet. Dans l'ensemble, les perspectives de croissance du PIB établies par la Banque sont essentiellement les mêmes que celles présentées en juillet : la croissance devrait ralentir et se rapprocher de son taux potentiel au cours de la période de projection.

La croissance dans la zone euro s'essouffle

Selon des indicateurs récents, la croissance économique de la zone euro a été inférieure à la prévision de juillet. L'évolution des échanges commerciaux dans le monde et d'autres risques géopolitiques pèsent sur la confiance des entreprises et les exportations. Une contraction de la production manufacturière — et tout particulièrement les perturbations connues par l'industrie automobile — a accentué le risque de récession en Allemagne. Les dépenses des ménages et l'emploi non manufacturier ont relativement bien résisté à ces pressions jusqu'à présent, surtout dans les régions moins dépendantes des exportations.

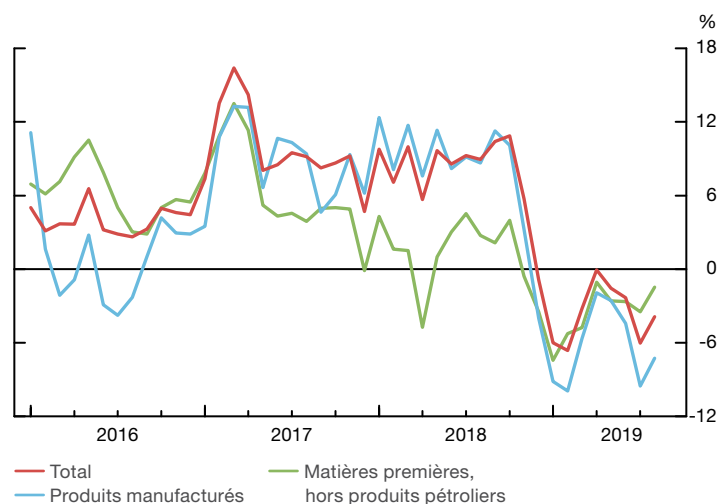
L'inflation fondamentale et les attentes d'inflation restent faibles. La Banque centrale européenne a réagi aux perspectives de croissance modeste et à la faiblesse persistante de l'inflation en abaissant le taux d'intérêt de sa facilité de dépôt et en reprenant son programme d'achat d'actifs (assouplissement quantitatif). Dans ce contexte, la Banque s'attend à ce que la croissance du PIB se chiffre en moyenne à environ 1 % en 2019 et en 2020, puis à ce qu'elle monte pour s'établir à près de 1½ % en 2021.

L'économie chinoise devrait continuer à ralentir

L'économie chinoise a fait face à d'importants vents contraires intérieurs et extérieurs. Les vulnérabilités du système financier provenant d'un niveau d'endettement élevé restent préoccupantes, et les mesures réglementaires prises pour les atténuer ont ralenti l'expansion économique. Or l'escalade du différend commercial sino-américain a accentué l'effet modérateur de ces mesures. Malgré des politiques de soutien économique qui ont en partie compensé cet effet, la production industrielle et l'investissement privé en capital fixe ont décéléré au cours de la dernière année. Il en est résulté une baisse des importations de produits manufacturés et de matières premières hors produits pétroliers (graphique 4). La hausse des droits de douane depuis juillet et l'incertitude qui en découle auront probablement d'autres effets négatifs sur l'économie chinoise.

Graphique 4 : Les importations de la Chine diminuent

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



Source : Administration générale des douanes de la Chine par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : août 2019

La croissance du PIB reste modérée dans les autres pays émergents importateurs de pétrole. L'activité économique dans les pays émergents d'Asie a été freinée par le ralentissement de la production manufacturière en Chine et une faible demande de produits électroniques. L'économie indienne est limitée par un resserrement du crédit, et la croissance reste anémique en Amérique latine. Néanmoins, la croissance des économies émergentes devrait se redresser légèrement au cours de la période de projection à mesure que l'activité économique se normalise en Inde et en Amérique latine.

Dans les pays exportateurs de pétrole, on s'attend à ce que la croissance se raffermisse durant la période de projection. La production de pétrole devrait se stabiliser à la suite de réductions de la production opérées par certains membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) au début de 2019⁴.

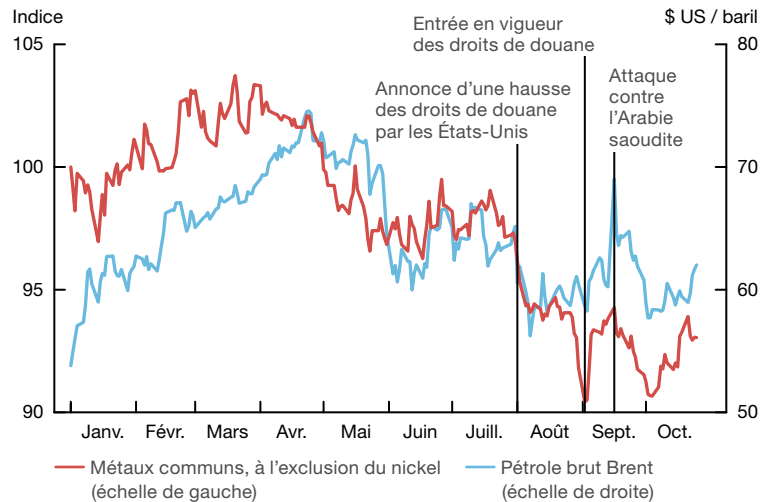
Les inquiétudes entourant la croissance pèsent sur les prix des produits de base

Les prix de nombreux produits de base ont reculé depuis juillet en raison de craintes de ralentissement de la demande mondiale (graphique 5). La perception changeante qu'ont les marchés de l'état des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine a également entraîné des variations marquées des prix de certains produits de base. Le cours moyen récent du baril de Brent, le pétrole brut de référence à l'échelle mondiale, est inférieur de 5 \$ US à celui que la Banque envisageait dans le *Rapport* de juillet (encadré 1, p. 10). L'or noir a baissé malgré les attaques contre des installations de traitement saoudiennes, qui ont temporairement perturbé la production et intensifié les tensions dans la région. Le cours du pétrole West Texas Intermediate (WTI), quant à lui, a peu changé, car une augmentation de la capacité pipelinière aux États-Unis a amélioré l'accès aux marchés.

⁴ L'actuel accord de l'OPEP sur la production de pétrole prendra fin en mars 2020. Dans son scénario de référence, la Banque postule que le niveau de la production des membres de l'OPEP en 2020 sera à peu près le même qu'en 2019.

Graphique 5 : Les inquiétudes entourant la demande mondiale pèsent sur les prix de nombreux produits de base

Données quotidiennes



Nota : Les chiffres des métaux communs correspondent au sous-indice des métaux de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB), à l'exclusion de l'or et des métaux précieux (base 100 de l'indice : 1^{er} janvier 2019).

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 25 octobre 2019

Une grande incertitude persiste quant à l'évolution future des prix du pétrole. Les prix pourraient encore diminuer si les membres de l'OPEP décident d'assouplir les réductions de la production pétrolière en 2020. Cependant, une montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient exercerait des pressions à la hausse sur les prix.

L'écart entre les cours du WTI et du Western Canadian Select est resté proche de 15 \$ US depuis juillet. Les stocks de pétrole dans l'Ouest du Canada ont baissé ces six derniers mois malgré l'assouplissement des limitations obligatoires de la production en Alberta. Cette baisse résulte de l'augmentation des expéditions par rail.

Les inquiétudes relatives à la croissance mondiale ont également exercé des pressions à la baisse sur les prix de nombreux métaux communs, sauf le nickel dont le prix a grimpé d'environ 40 % depuis juillet. Cette progression est attribuable au resserrement des politiques d'exportation de l'Indonésie, un des principaux fournisseurs de nickel.

L'économie canadienne

L'économie canadienne a progressé à un rythme modéré au cours de la dernière année, soutenue par la vigueur du marché du travail et le récent redressement du secteur du logement. Cependant, les conflits liés au commerce international et l'incertitude qui en découle ont freiné les exportations et les investissements des entreprises, investissements qui ont continué de baisser dans le secteur de l'énergie. L'effet qu'ont sur la croissance les vents contraires qui soufflent sur l'économie mondiale et les contraintes qui entravent le transport d'énergie devrait s'amoinrir, et l'expansion économique s'accélérer graduellement en 2020 et en 2021.

Le portrait global masque la volatilité d'un trimestre à l'autre. La croissance a été particulièrement forte au deuxième trimestre. La Banque estime toutefois que l'expansion est en train de s'affaiblir au second semestre de 2019, sous l'effet d'une nette diminution des exportations et des investissements des entreprises.

La Banque s'attend à ce que la croissance de l'économie canadienne avoisine son niveau potentiel en 2020 et en 2021. Les dépenses de consommation devraient augmenter à un rythme régulier, et l'activité dans le secteur du logement continuer à se raffermir. Dans l'ensemble, les investissements et les exportations devraient s'accroître modérément. Dans le secteur de l'énergie, on prévoit une stabilisation des investissements et une amélioration des exportations de pétrole facilitée par l'expansion progressive de la capacité de transport par pipeline et chemin de fer.

La croissance économique prévue a été révisée à la hausse pour 2019, mais à la baisse pour 2020 et 2021, par rapport à la projection de juillet (**tableau 2** et **encadré 1**). Au bout du compte, le PIB sera légèrement plus bas à la fin de 2021. La révision pour 2019 s'explique par une poussée inattendue des exportations au deuxième trimestre, en grande partie attribuable à des facteurs temporaires. En 2020 et en 2021, la demande étrangère plus faible, l'incertitude accrue entourant les politiques de commerce extérieur et le profil des dépenses plus modeste du dernier budget de l'Alberta pèseront sur la croissance, mais ces facteurs seront en partie compensés par des taux hypothécaires plus bas et une population en âge de travailler de plus grande taille.

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

	2018	2019	2020	2021
Consommation	1,2 (1,2)	0,9 (1,2)	1,1 (1,1)	1,0 (1,0)
Logement	-0,1 (-0,1)	0,0 (-0,2)	0,4 (0,2)	0,1 (0,1)
Administrations publiques	0,7 (0,7)	0,4 (0,3)	0,2 (0,2)	0,2 (0,4)
Investissements en capital fixe des entreprises	0,2 (0,2)	-0,4 (-0,1)	0,1 (0,3)	0,4 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	2,0 (2,0)	0,9 (1,2)	1,8 (1,8)	1,7 (1,9)
Exportations	1,0 (1,0)	0,6 (0,5)	0,3 (0,6)	0,7 (0,7)
Importations	-0,9 (-0,9)	-0,1 (-0,4)	-0,2 (-0,4)	-0,6 (-0,6)
Total partiel : exportations nettes	0,1 (0,1)	0,5 (0,1)	0,1 (0,2)	0,1 (0,1)
Stocks	-0,3 (-0,3)	0,1 (0,0)	-0,2 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	1,9 (1,9)	1,5 (1,3)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)
Pour mémoire (taux de variation)				
Fourchette de la production potentielle	de 1,5 à 2,1 (de 1,5 à 2,1)	de 1,5 à 2,1 (de 1,5 à 2,1)	de 1,3 à 2,1 (de 1,3 à 2,1)	de 1,2 à 2,4 (de 1,2 à 2,4)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	1,6 (1,2)	1,5 (1,8)	1,7 (1,9)
Inflation mesurée par l'IPC	2,3 (2,3)	2,0 (1,8)	1,8 (1,9)	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.

Encadré 1

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification a des répercussions sur les perspectives de l'économie 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 prix du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours moyens du Brent et du West Texas Intermediate (WTI) se sont respectivement établis à près de 60 \$ et 55 \$ US le baril. Le prix du Brent est d'environ 5 \$ US de moins que celui postulé dans le *Rapport* de juillet 2019, tandis que celui du WTI est sensiblement le même. La Banque fonde ses projections à l'égard de la production et des exportations de pétrole canadien sur la capacité de transport plutôt que sur une hypothèse du cours du Western Canadian Select.
- 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 76 cents américains durant la période de projection, ce qui est près du niveau moyen observé récemment et essentiellement conforme aux 75 cents américains postulés dans le *Rapport* de juillet.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette de 0 à -1 % au troisième trimestre de 2019, soit légèrement en deçà de ce qui était postulé pour le deuxième trimestre dans le *Rapport* de juillet.
- Il est supposé que la croissance de la production potentielle au Canada passera de 1,9 % en 2019 à 1,7 % en moyenne de 2020 à 2022. Ces taux de croissance hypothétiques se situent près des points milieux des fourchettes d'estimations de la Banque (**tableau 2**). Ce profil de croissance est, en moyenne, légèrement plus faible que celui envisagé en juillet, sous l'effet surtout d'une légère détérioration du profil d'évolution des investissements des entreprises sur la période de projection non entièrement compensée par l'expansion de la population en âge de travailler. Des précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'annexe du *Rapport* 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. Pour le Canada, la projection économique repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point milieu de la fourchette estimée de 2,25 à 3,25 %. Cette dernière a été réévaluée dans le *Rapport* d'avril.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont avoisiné 2 %, ce qui cadre avec une économie qui, à l'extérieur des régions productrices de pétrole, semble avoir tourné près de son potentiel. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait également demeurer autour de la cible durant la période de projection.

La croissance ralentit au deuxième semestre de 2019

L'économie a progressé de 3,7 % au deuxième trimestre de 2019, après deux trimestres de faible croissance. Ce rebond est attribuable à une poussée temporaire des exportations d'énergie et de certaines exportations hors énergie. Par contre, la demande intérieure finale s'est contractée et le rythme d'accumulation des stocks a ralenti, deux facteurs ayant considérablement restreint l'expansion.

La Banque estime que, pendant la deuxième moitié de 2019, le PIB réel ne croîtra que d'environ 1¼ % (**tableau 3** et **graphique 6**). Le secteur pétrolier reste aux prises avec des problèmes de transport et des contraintes de production. À l'extérieur de ce secteur, la faiblesse de la demande étrangère, l'escalade des conflits commerciaux à l'échelle mondiale et les tensions géopolitiques pèsent lourdement sur les investissements des entreprises et les exportations. De plus, la grève des travailleurs américains de l'automobile et l'arrêt prévu de la production de véhicules à l'usine de General Motors à Oshawa, en Ontario, réduisent l'activité de l'industrie automobile.

En revanche, l'emploi et les gains salariaux se sont montrés résilients et devraient le rester, soutenus par l'activité robuste dans le secteur des services. La croissance des dépenses de consommation s'établira, selon les estimations, à environ 1¾ %, ce qui est proche de son rythme moyen des quatre derniers trimestres. En outre, la progression des mises en chantier et des reventes est vigoureuse, le secteur du logement se redressant après une période d'ajustement aux politiques mises en place entre 2016 et 2018 (**graphique 7**).

Les marchés du logement sont généralement représentatifs de la conjoncture économique régionale. Les mises en chantier et les reventes ont été particulièrement robustes au Québec et en Ontario, provinces où le marché du travail a affiché une bonne tenue. Ces provinces demeureront probablement les principaux moteurs de la croissance de l'investissement

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

Taux de variation en glissement annuel*

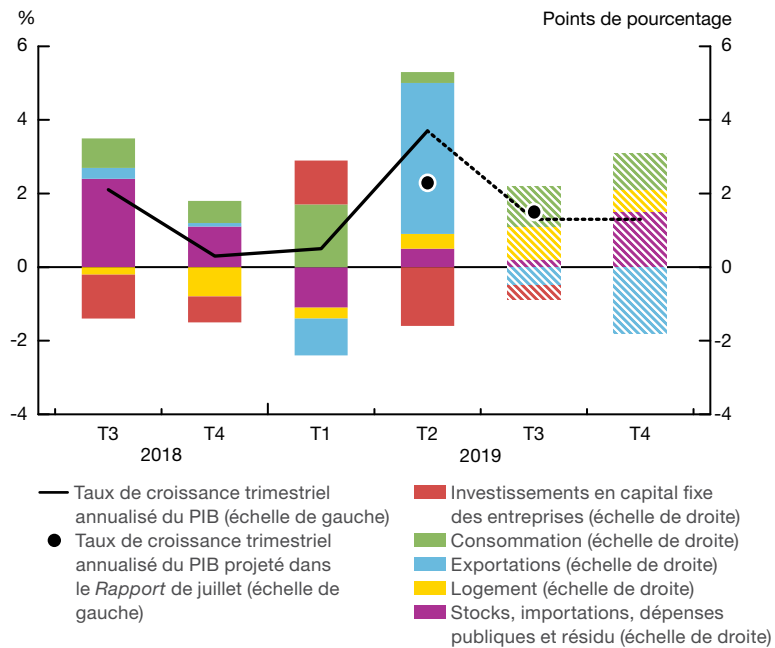
	2019				2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,6 (1,6)	2,2 (2,1)	1,9 (1,6)	2,1	2,1 (2,1)	2,1 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)
PIB réel	1,4 (1,3)	1,6 (1,3)	1,4 (1,1)	1,7	1,6 (1,6)	1,7 (1,5)	1,6 (2,0)	1,9 (2,0)
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)†	0,5 (0,4)	3,7 (2,3)	1,3 (1,5)	1,3				

* 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 1 de la présente livraison.

† Les troisième et quatrième trimestres 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. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Graphique 6 : Selon les estimations, la croissance est modeste au second semestre de 2019

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

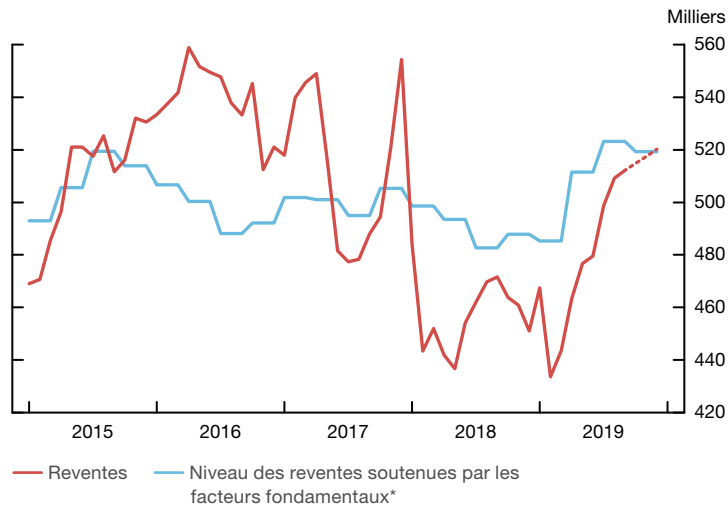


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2019T4

Graphique 7 : Les reventes de logements ont rebondi et rattrapent la demande sous-jacente

Données mensuelles annualisées



* Il s'agit du niveau de l'activité de revente estimé en fonction de facteurs fondamentaux tels que l'emploi à temps plein, l'accessibilité à la propriété et les flux migratoires. Pour en savoir plus, voir T. Webley (2018), *Fundamental Drivers of Existing Home Sales in Canada*, document d'analyse du personnel n° 2018-16, Banque du Canada.

Sources : Association canadienne de l'immeuble par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs et estimations de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : décembre 2019

résidentiel. En Alberta, où l'on s'attend à une stabilisation de l'industrie pétrolière, le marché du logement devrait légèrement s'améliorer. En Colombie-Britannique, l'investissement résidentiel s'est raffermi ces derniers mois et devrait rester proche des niveaux actuels, compte tenu des nouveaux ménages qui se forment.

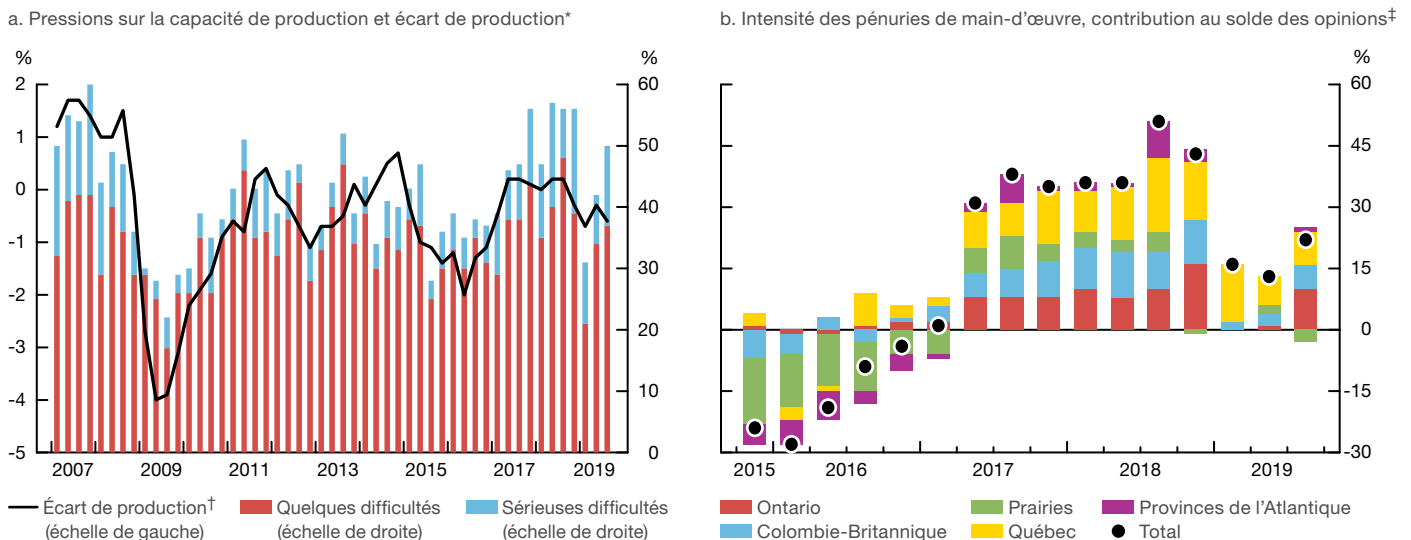
L'économie affiche une modeste marge de capacités excédentaires

La Banque estime que l'écart de production au Canada s'établissait entre 0 et -1 % au troisième trimestre (encadré 1). Une marge de capacités excédentaires semble persister dans les régions productrices d'énergie, alors qu'ailleurs les indicateurs des pressions sur la capacité de production et des pénuries de main-d'œuvre montrent peu de signes de ressources inutilisées. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet automne, les pressions sur la capacité étaient surtout liées aux pénuries de main-d'œuvre, et le marché du travail s'est resserré dans la plupart des régions (graphique 8).

Sur le plan national, les mesures des conditions du marché du travail restent bonnes. Le taux de chômage se trouve près d'un creux sans précédent, et le taux d'activité des travailleurs dans la force de l'âge frôle son sommet historique. La création d'emplois demeure robuste, particulièrement dans le secteur des services (graphique 9). Les gains au chapitre de l'emploi ont été les plus marqués parmi les postes à temps plein, surtout ceux offrant des

Graphique 8 : En dehors des Prairies, les indicateurs des pressions sur la capacité de production et des pénuries de main-d'œuvre montrent peu de signes de ressources inutilisées

Données trimestrielles



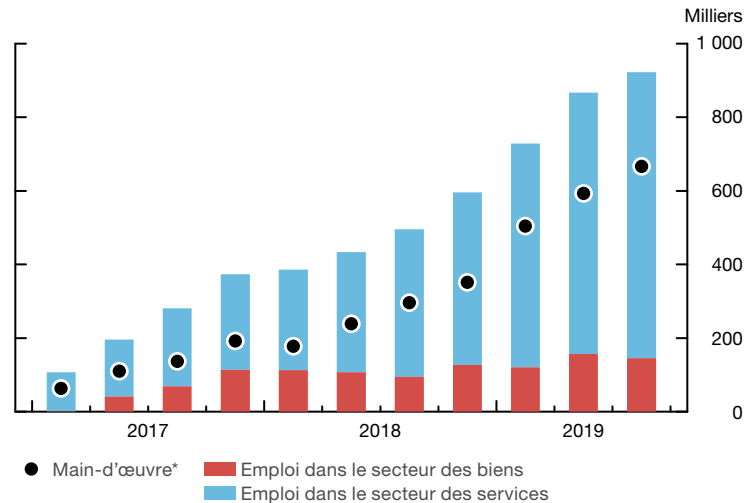
* D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises ayant signalé quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

† L'écart de production correspond à la moyenne de l'écart de production calculé à l'aide de la méthode du filtre multivarié élargi et de l'écart de production calculé selon l'approche du cadre intégré. Pour plus de précisions, voir L. Pichette, P. St-Amant, B. Tomlin et K. Anoma (2015), *Measuring Potential Output at the Bank of Canada: The Extended Multivariate Filter and the Integrated Framework*, document d'analyse du personnel n° 2015-1, Banque du Canada.

‡ D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises qui font état de pénuries de main-d'œuvre plus intenses qu'il y a 12 mois diminué du pourcentage de celles qui signalent des pénuries moins intenses

Graphique 9 : Les gains au chapitre de l'emploi sont surtout attribuables au secteur des services

Variation cumulée de l'emploi et de la main-d'œuvre depuis le quatrième trimestre de 2016, données trimestrielles



* Correspond à la variation du niveau d'emploi nécessaire pour obtenir le même taux de chômage qu'au quatrième trimestre de 2016

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2019T3

salaires moyens ou élevés⁵. Toutefois, des disparités régionales se manifestent sur le marché canadien du travail. Par exemple, les conditions ont été fragiles en Alberta : le taux de chômage est encore relativement élevé et la croissance de l'emploi est plus lente que dans les autres régions.

En phase avec les conditions sur le marché du travail à l'échelle nationale, la croissance des salaires s'est améliorée. Dans une perspective globale, la mesure composite des salaires de la Banque, appelée « salaires-comm », a augmenté, passant de 2,3 % au premier semestre à un taux estimatif de 3 % au troisième trimestre. Dans les régions productrices de pétrole, la progression des salaires s'est accentuée récemment et suit maintenant la moyenne nationale (graphique 10).

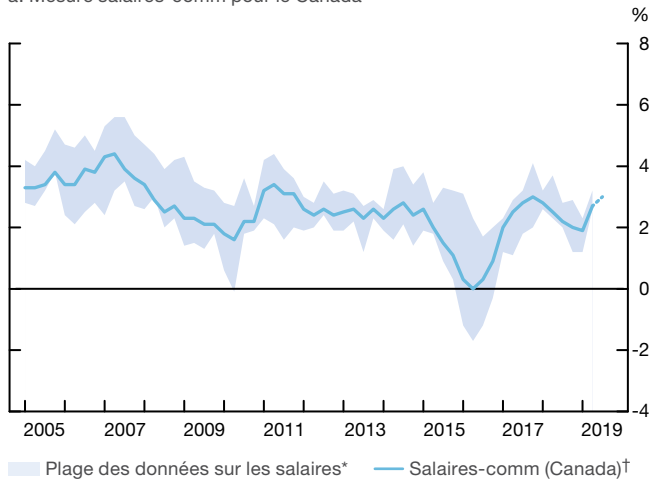
L'inflation fondamentale et l'inflation mesurée par l'IPC ont continué d'avoisiner les 2 % (graphique 11). Au troisième trimestre, l'inflation mesurée par l'IPC s'est chiffrée à 1,9 %, un taux plus élevé que prévu en juillet (tableau 3). Ce résultat est en grande partie attribuable aux prix plus élevés des billets d'avion, des légumes et des téléphones cellulaires. La Banque estime que l'inflation mesurée par l'IPC tournera encore autour de la cible de 2 % au quatrième trimestre.

⁵ Un salaire moyen désigne une rémunération représentant au minimum 85 %, mais moins de 115 % du salaire médian pour un emploi à temps plein, et un salaire élevé 115 % et plus.

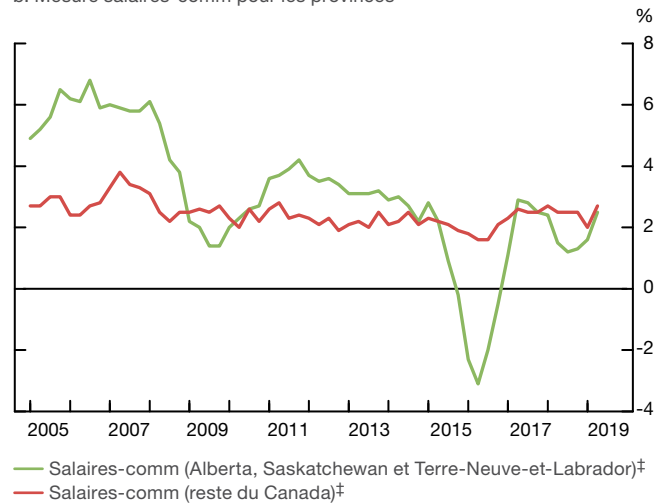
Graphique 10 : La croissance des salaires s'est renforcée récemment dans l'ensemble des régions

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 (EPA), de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH), des comptes nationaux et des comptes de productivité.

† L'estimation préliminaire pour le troisième trimestre de 2019 (ligne pointillée) est fondée sur les données de l'EPA et de l'EERH.

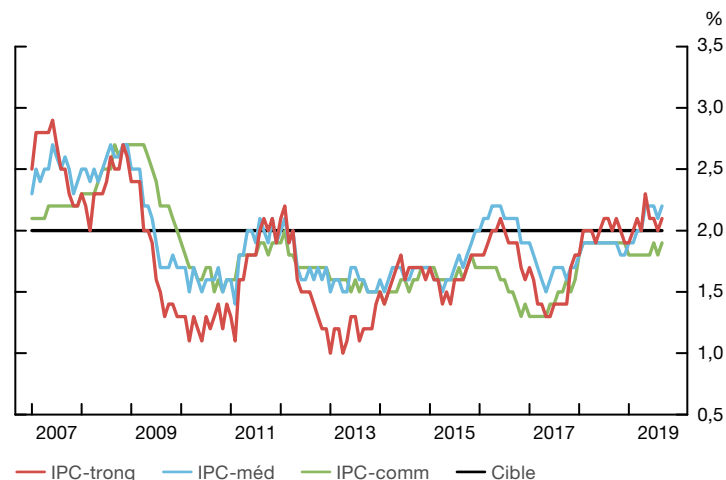
‡ Les données sur les salaires pour les provinces proviennent de l'EPA, de l'EERH et des comptes nationaux. Comme ces ensembles de données sont différents, les mesures salaires-comm des provinces ne peuvent être directement comparées à la mesure salaires-comm calculée au niveau national. Elles sont pondérées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

Dernières valeurs du graphique : 2019T2 (plage des données sur les salaires, salaires-comm pour l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador, et salaires-comm pour le reste du Canada) et 2019T3 (salaires-comm pour le Canada)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 11 : 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 : septembre 2019

L'économie devrait s'accélérer pour croître à un rythme proche de celui de la production potentielle

La Banque prévoit que la croissance économique s'améliorera progressivement et atteindra un rythme proche de celui de la production potentielle en 2020 et en 2021 (**tableau 2** et **encadré 1**). Les revenus en hausse, ainsi que la récente baisse des taux hypothécaires, devraient soutenir l'accroissement des dépenses de consommation et de l'activité dans le secteur du logement. On s'attend à ce que les entreprises s'adaptent au climat d'incertitude élevée et que la capacité de transport du pétrole augmente. Compte tenu de ces évolutions, les investissements des entreprises et les exportations devraient revenir à une croissance modérée. Néanmoins, les investissements en proportion du PIB devraient demeurer faibles.

Les tensions commerciales et l'incertitude qui leur est associée influent à la fois directement et indirectement sur l'économie canadienne. Elles exercent directement un frein supplémentaire sur les investissements et les exportations en renforçant l'incertitude et en minant la confiance des entreprises au Canada. Quant aux effets indirects, ils viennent de facteurs extérieurs qui se traduisent principalement par l'affaiblissement de la demande étrangère de produits canadiens et la baisse du prix des produits de base. La Banque estime que ces incidences abaisseraient ensemble le niveau du PIB canadien de quelque 2 % d'ici la fin de 2021 si aucune mesure d'atténuation n'était mise en place⁶. Cette estimation s'inscrit environ 0,4 point de pourcentage au-dessus de celle de juillet.

Les investissements des entreprises et les exportations devraient s'accroître modérément

Les investissements des entreprises et les exportations devraient reprendre leur expansion en 2020. Cette projection tient compte de la légère progression de la demande étrangère, et elle est limitée par l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et par les défis de compétitivité.

Dans le secteur pétrolier et gazier, l'amélioration de la capacité de transport et la levée des limitations de production devraient favoriser un rebond de la production⁷. On prévoit donc que les exportations d'énergie se redresseront en 2020 et en 2021 (**graphique 12**). De plus, la confiance des entreprises se renforçant progressivement avec les nouvelles capacités de transport, les investissements devraient se stabiliser en 2020 et augmenter en 2021. Selon les prévisions, la part du secteur pétrolier et gazier dans les investissements totaux des entreprises restera environ la moitié de ce qu'elle était en 2014, avant la chute des prix du pétrole (**graphique 13**).

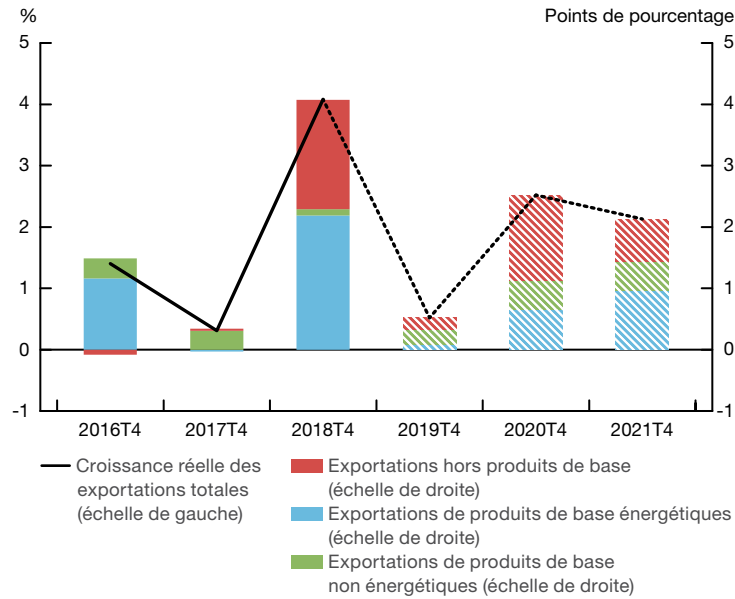
En dehors du secteur pétrolier et gazier, l'effet modérateur que subit la croissance des investissements des entreprises — en raison de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et des retards dans la livraison des

⁶ Les tensions commerciales et l'incertitude qui leur est associée ont commencé à peser sur l'économie canadienne en 2017 et se sont intensifiées sans cesse depuis. La Banque estime que le PIB a déjà encaissé plus de la moitié du recul attendu d'ici 2021 en raison de cette situation. Comme dans la section consacrée à l'économie mondiale, le scénario à la hausse présenté dans l'encadré 2 du *Rapport* de juillet peut servir à estimer l'incidence modératrice totale des politiques commerciales et de l'incertitude qui en découle sur l'économie canadienne. Les différences entre les hypothèses du scénario de base actuel et ce que laissait supposer cet encadré sont attribuables aux nouvelles mesures commerciales, à l'incertitude accrue et à l'arrondissement des chiffres.

⁷ L'augmentation de la capacité pipelinrière passera par plusieurs projets d'optimisation et d'expansion dont les travaux débiteront à la fin de 2019, et par la mise en service complète de la canalisation 3 d'Enbridge, prévue d'ici le milieu de 2021. Collectivement, ces initiatives devraient accroître la capacité de transport de pétrole, ajoutant jusqu'à 640 000 barils par jour.

Graphique 12 : Les exportations devraient se redresser

Contribution à la croissance réelle des exportations totales
(taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre)

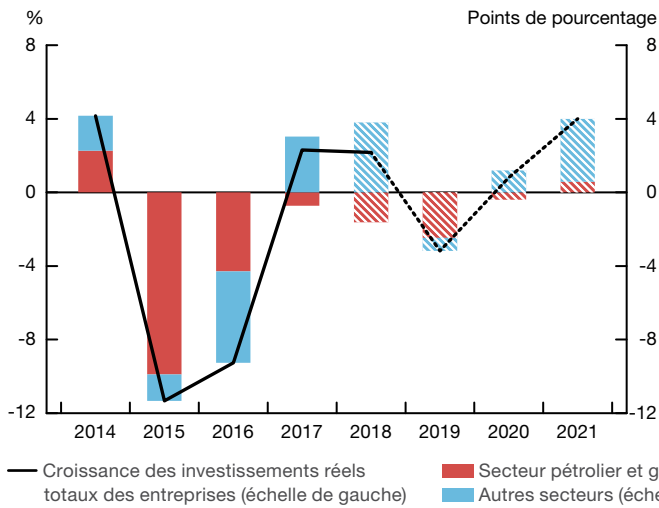


Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

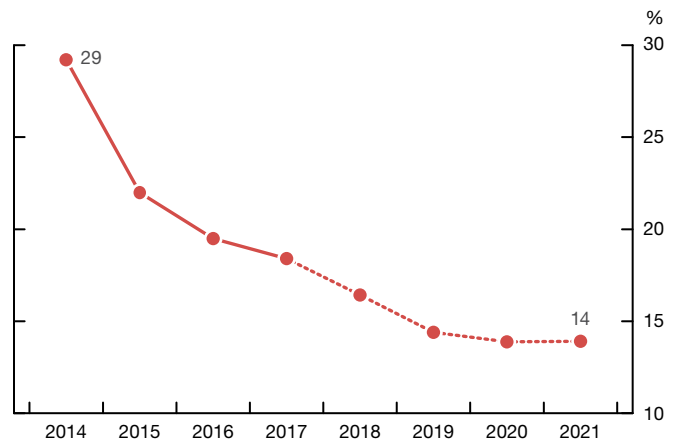
Graphique 13 : Les investissements des entreprises dans le secteur pétrolier et gazier devraient se stabiliser

Données annuelles

a. Contribution à la croissance des investissements réels totaux des entreprises



b. Part du secteur pétrolier et gazier dans l'ensemble des investissements des entreprises



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

Boeing 737 MAX — devrait se dissiper⁸. La vigueur du secteur des services et la numérisation de l'économie continueront de soutenir les investissements. Par exemple, les récentes annonces de nouveaux investissements directs donnent à penser que le Canada réussit à attirer les investissements d'entreprises étrangères dans des domaines fortement axés sur le savoir, comme les logiciels et les services numériques (jeux, applications pour téléphones intelligents, contenu Web, services de programmation informatique sur demande) et les services connexes aux entreprises. De plus, le projet LNG Canada continuera de stimuler les dépenses dans le secteur des transports.

Cette amélioration graduelle cadre avec les réponses recueillies lors de l'enquête de cet automne sur les perspectives des entreprises. Près de la moitié des participants ont déclaré avoir l'intention d'augmenter leurs dépenses d'investissement, dans bien des cas en technologies permettant d'accroître la productivité. Les intentions d'investissement des exportateurs étaient néanmoins modestes, ceux qui estiment que la demande étrangère soutient leurs projets de dépenses en immobilisations étant moins nombreux que dans les dernières enquêtes.

Les perspectives des exportations hors énergie sont contrastées d'une catégorie à l'autre. La Banque s'attend à ce que la croissance globale des exportations de produits de base non énergétiques reste peu vigoureuse, malgré un rebond des exportations de produits d'acier et d'aluminium à la suite de la levée des droits de douane nord-américains. Parmi les catégories d'exportations hors produits de base, la croissance des exportations de services et de biens de consommation (exception faite des automobiles) est appelée à demeurer vive, tandis que celle des exportations de machines et de matériel devrait être modeste. De plus, la production et les exportations de véhicules automobiles vont probablement diminuer encore, du fait que les constructeurs canadiens réduisent leur production en raison à la fois de la redéfinition de leurs mandats et de l'affaiblissement des ventes.

Après avoir ralenti au second semestre de 2019, la croissance des importations devrait se redresser en 2020 et en 2021, en concordance avec la hausse des investissements des entreprises et des exportations.

La résilience du marché du travail devrait soutenir les dépenses des ménages

Au cours de la période de projection, les dépenses des ménages devraient être soutenues par la solide croissance du revenu disponible, les taux hypothécaires plus bas et la population en âge de travailler de plus grande taille. Compte tenu de la baisse des taux, les ménages qui renouvellent leur prêt hypothécaire ne sont plus confrontés à des hausses importantes de leurs paiements d'intérêts (encadré 2).

Toutefois, on s'attend à ce que les ménages fassent preuve de prudence dans leurs décisions de dépenses vu leur niveau élevé d'endettement. Les dépenses de consommation devraient donc afficher un rythme de croissance un peu plus lent que celui du revenu disponible. Par conséquent, la projection comporte une augmentation progressive du taux d'épargne par rapport à ses bas niveaux actuels (graphique 14), et le ratio de la dette au revenu disponible des ménages devrait s'inscrire en légère baisse.

⁸ Les compagnies aériennes canadiennes devraient reprendre leurs importations de Boeing 737 MAX une fois que les autorités de réglementation auront approuvé la mise en service de ces avions. Jusqu'ici, Air Canada et WestJet ont reçu à peu près la moitié et le quart de leur commande totale, respectivement. La Banque estime que, sans l'interdiction de vol, les investissements en machines et matériel auraient pu être supérieurs d'environ 3 % au quatrième trimestre de 2019.

Encadré 2

Renouvellement des prêts hypothécaires dans le contexte actuel des taux d'intérêt

Les taux hypothécaires fixes au Canada sont en baisse depuis le début de 2019; ils suivent la même tendance que les taux d'intérêt du marché à l'échelle mondiale. Il est donc improbable que les versements hypothécaires des ménages qui ont renouvelé récemment leur prêt hypothécaire aient augmenté aussi fortement que le laissait entrevoir la simulation décrite dans l'encadré 3 du *Rapport* de juillet 2018¹.

Selon une analyse des microdonnées, les ménages qui ont déjà renouvelé leur prêt hypothécaire en 2019 ont subi en moyenne une hausse de taux d'environ 35 points de base par rapport au taux qui était en vigueur à l'émission du prêt. Toutefois, ces hausses se sont atténuées tout au long de l'année, passant de 80 points de base en janvier à seulement 10 points de base en août (graphique 2-A).

L'ampleur des hausses de taux au renouvellement a également varié en fonction du choix de produit hypothécaire. Par exemple, pour les ménages qui renouvelaient un prêt à taux variable, l'augmentation moyenne de taux était d'environ 65 points de base. Cette situation a incité bien des ménages à opter pour un prêt hypothécaire à taux fixe plutôt qu'à taux variable (graphique 2-B).

Les variations des taux hypothécaires ont entraîné des changements dans les coûts du service de la dette au renouvellement, mais d'autres facteurs ont aussi joué un rôle : 1) la mesure dans laquelle le ménage a remboursé son prêt hypothécaire plus rapidement qu'il n'était tenu de le faire; 2) la croissance du revenu du ménage entre l'émission et le renouvellement du prêt. Environ 20 % des ménages ont effectué des remboursements hypothécaires anticipés, ce qui a atténué l'incidence des taux d'intérêt plus élevés sur les versements hypothécaires². Par ailleurs, en supposant que le revenu entre l'émission et le renouvellement du prêt a progressé au même rythme que le revenu par travailleur dans l'ensemble de l'économie, les ratios du service de la dette hypothécaire des ménages renouvelant leur prêt hypothécaire en 2019 auraient baissé de 1,2 point de pourcentage, en moyenne.

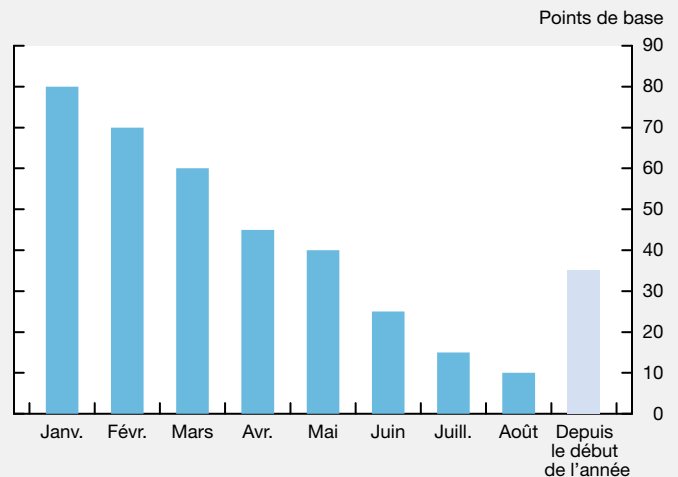
Si les taux hypothécaires devaient se maintenir près de leurs niveaux actuels, les ménages qui renouvelleront leur prêt hypothécaire en 2020 ou en 2021 ne subiront pas d'augmentation significative de taux. Prenons l'exemple des ménages dont le prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans devra être renouvelé en 2020 ou en 2021 et qui opteront de nouveau pour

un taux fixe de cinq ans. Ces ménages se verront imposer des hausses de taux de seulement 10 et 25 points de base environ, respectivement. Bien entendu, d'autres options de renouvellement sont aussi offertes, dont des taux fixes à plus court terme qui pourraient être inférieurs au taux à l'émission.

En moyenne, pour l'ensemble des ménages, les ratios du service de la dette hypothécaire au renouvellement continueront probablement à baisser.

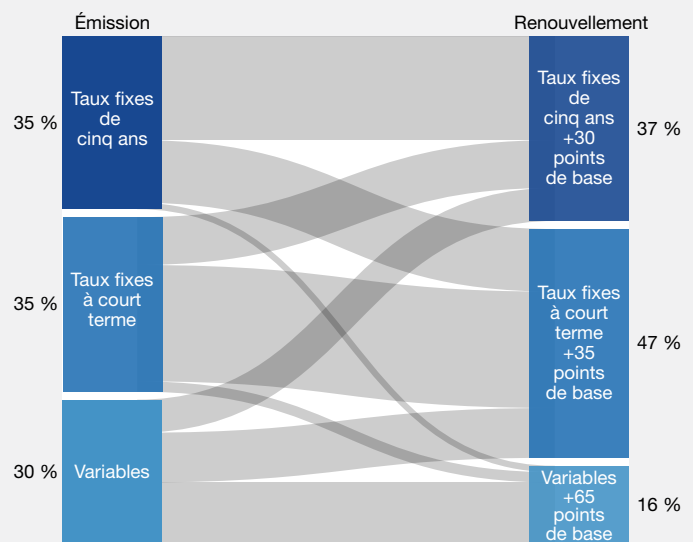
Graphique 2-A : Les hausses des taux hypothécaires au renouvellement se sont atténuées tout au long de 2019

Données mensuelles



Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : août 2019

Graphique 2-B : Les renouvellements hypothécaires en 2019 suggèrent que les ménages ont privilégié les taux fixes



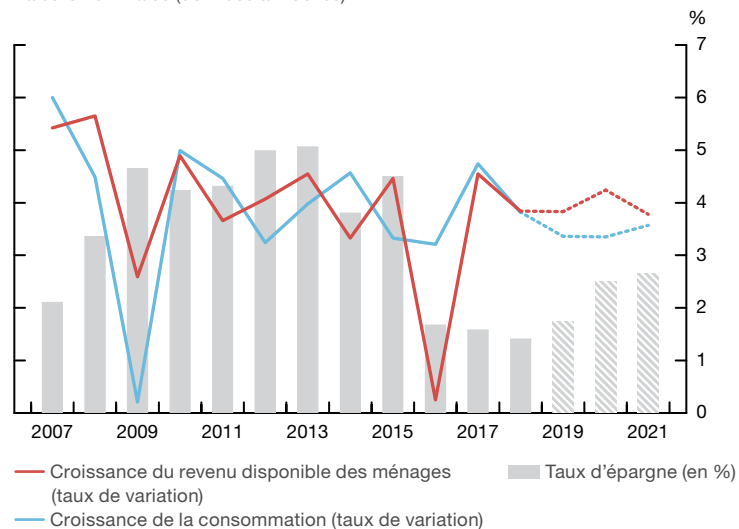
Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : août 2019

1 Dans son *Rapport* de juillet 2018, la Banque avait examiné l'incidence possible d'une augmentation des taux d'intérêt sur la part du revenu consacrée aux versements hypothécaires, pour les ménages renouvelant leur prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans en 2019 ou en 2020.

2 Les calculs reposent sur l'hypothèse voulant que les ménages ne modifient pas leur calendrier d'amortissement effectif au renouvellement. En principe, les remboursements anticipés peuvent servir à réduire la période d'amortissement, de sorte que les versements hypothécaires requis ne changent pas au renouvellement.

Graphique 14 : Le taux d'épargne devrait augmenter progressivement

Valeurs nominales (données annuelles)



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

Néanmoins, bien que les vulnérabilités du secteur des ménages soient appelées à s'atténuer, elles devraient demeurer élevées durant la période de projection.

La Banque s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement continue de remonter vers un niveau qui concorde avec la croissance solide du revenu, les bas coûts d'emprunt et la population grandissante. Cette remontée devrait se traduire par une forte croissance de l'investissement résidentiel de quelque 5 % en 2020. Par la suite, l'activité dans le secteur du logement devrait ralentir pour atteindre une cadence à peu près en phase avec celle de la demande sous-jacente de logements. En 2021, l'investissement résidentiel devrait augmenter d'environ 1 %.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait continuer d'avoisiner 2 %

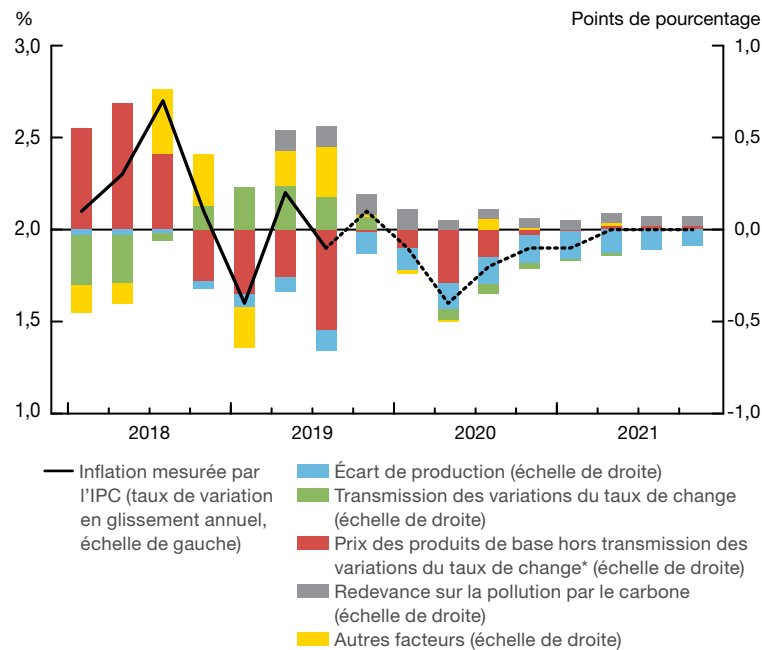
La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC se situera autour de la cible de 2 % durant la période de projection (tableau 2). Les capacités excédentaires au sein de l'économie devraient représenter une source de modestes pressions à la baisse sur l'inflation, pressions en grande partie contrebalancées par la petite impulsion donnée par la redevance fédérale sur la pollution par le carbone (graphique 15). En 2020, l'inflation devrait diminuer temporairement en raison d'un nouvel effet modérateur exercé par les prix de l'énergie.

Le scénario de référence donne le point de vue de la Banque sur l'évolution la plus probable de l'inflation. Cependant, toute projection est soumise à des incertitudes considérables. Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que $\pm 0,3$ point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection concernant l'inflation mesurée par l'IPC. Une perspective complémentaire à cet égard est fournie au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, qui laisse entrevoir un élargissement des intervalles de confiance à 50 % et à 90 % autour de la projection de référence, ceux-ci passant respectivement de $\pm 0,2$ et $\pm 0,6$ point de pourcentage au quatrième trimestre de 2019 à $\pm 0,6$ et $\pm 1,4$ point de pourcentage à la fin de 2021.

Cette projection cadre avec l'hypothèse que les attentes d'inflation à moyen et à long terme resteront bien ancrées. Presque tous les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises 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 plupart s'attendent à ce que l'inflation se situe dans la moitié inférieure de cette fourchette. Les compilations de Consensus Economics publiées en septembre 2019 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,0 % en 2019 et en 2020. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 1,9 % jusqu'en 2029.

Graphique 15 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 2 %

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



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

* Cette mesure prend aussi en compte l'incidence sur l'inflation 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

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs risques, tant à la hausse qu'à la baisse. Le principal risque pesant sur l'économie canadienne demeure lié aux politiques commerciales à l'échelle mondiale et à l'incertitude qui en résulte. Comme le scénario de référence de la Banque tient compte des effets négatifs des droits de douane annoncés précédemment et de l'incertitude élevée, ce risque va dans les deux sens mais il est orienté à la baisse.

Si les différends commerciaux actuels pouvaient se résoudre et les hausses des droits de douane décrétées ces deux dernières années être annulées, l'activité économique et l'inflation seraient alors plus fortes. Les conflits commerciaux pourraient aussi s'exacerber ou se généraliser, ce qui se répercuterait négativement sur le PIB canadien. L'incidence nette d'une recrudescence des tensions commerciales sur l'inflation au Canada dépendrait d'un certain nombre de facteurs : une demande globale plus faible que prévu modérerait les tensions inflationnistes, mais un fléchissement du dollar canadien et une baisse de la productivité feraient augmenter l'inflation. Par ailleurs, d'éventuelles hausses des droits de douane auraient une incidence directe sur les prix des importations⁹.

Les politiques commerciales protectionnistes influent sur l'offre en limitant la capacité de production et en exerçant des pressions à la hausse sur les prix. Le ralentissement prononcé de l'activité réelle et la faiblesse de l'inflation observés récemment laissent penser que l'incertitude associée aux conflits commerciaux et l'enlisement des négociations pèsent également beaucoup sur la demande. Le présent *Rapport* décrit un scénario illustratif dans lequel la faiblesse de l'activité mondiale est accentuée par un niveau d'incertitude à l'échelle du globe plus grand que ce que suppose le scénario de référence (**encadré 3**). Ce scénario met en évidence les divers canaux à travers lesquels l'activité économique et l'inflation au Canada seraient touchées.

Abstraction faite des risques liés aux politiques commerciales, la Banque estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. 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. L'évolution de certains des principaux risques depuis la parution du *Rapport* de juillet est résumée dans le **tableau 4**.

⁹ Le jeu des forces qui pourraient s'exercer est décrit dans deux scénarios extrêmes, l'un positif, l'autre négatif, et analysé dans l'encadré 2 du *Rapport* de juillet.

1) Resserrement marqué des conditions financières mondiales (↓)

Les primes de risque sont demeurées faibles, malgré un regain d'inquiétudes autour de la croissance. Comme il est de plus en plus manifeste que les conflits commerciaux dans le monde et l'incertitude qui leur est associée nuisent à l'activité économique, les cours pourraient vite s'adapter. Une brusque hausse des primes de risque, conjuguée à un durcissement d'autres conditions financières, pourrait également entraîner des sorties de capitaux dans les pays émergents en difficulté. Ces évolutions pourraient se traduire par un affaiblissement de la croissance au Canada et à l'étranger.

2) Consommation plus forte au Canada (↑)

Dans son scénario de référence, la Banque retient comme hypothèse que les consommateurs font preuve de prudence et que leur taux d'épargne augmente progressivement. Toutefois, la vigueur récente des salaires et de l'emploi pourrait raffermir la confiance des consommateurs et donner lieu à de plus fortes dépenses de consommation sur la période de projection.

3) Croissance plus solide de l'investissement résidentiel et hausse des vulnérabilités des ménages au Canada (↑ et ↓)

La croissance vigoureuse de l'emploi observée récemment et la baisse des taux hypothécaires pourraient engendrer une demande de logements plus forte que dans le scénario de référence. Une demande de logements plus ferme pourrait intensifier les tensions sur les prix déjà élevés des logements, faire croître le recours à l'emprunt et accentuer les vulnérabilités des ménages.

4) Expansion plus modérée dans les économies émergentes (↓)

En Chine, il pourrait se révéler difficile de contrer, par de nouvelles mesures de relance, les effets négatifs des conflits commerciaux en cours sans faire augmenter la croissance du crédit privé. Par ailleurs, une reprise plus hésitante que dans le scénario de référence pourrait être observée dans d'autres pays émergents importateurs de pétrole. Ainsi, l'assèchement du crédit en Inde et la persistance de difficultés d'ordre politique dans certains pays émergents pourraient avoir des conséquences plus importantes et plus durables. Ces évolutions pourraient peser sur les cours des produits de base.

5) Désinflation à l'échelle mondiale (↓)

Dans de nombreux pays, l'inflation s'est maintenue jusqu'à présent en deçà des cibles visées. Dans ce contexte, les prix des importations pourraient contribuer à une modération des perspectives d'inflation au Canada par rapport au scénario de référence.

Encadré 3

Scénario intégrant un ralentissement plus marqué à l'échelle mondiale

Dans ce scénario différent décrit ci-après, le niveau d'incertitude à l'échelle du globe est plus élevé que dans le scénario de référence tout en demeurant plausible, ce qui entraîne un ralentissement plus prononcé de l'économie mondiale¹. Dans ce scénario, la Banque suppose un surcroît d'incertitude qui cadre en gros avec les réductions supplémentaires futures du taux des fonds fédéraux anticipées par les marchés financiers². La modélisation et une évaluation fondée sur le jugement ont permis d'appréhender les principaux canaux à travers lesquels l'économie canadienne pourrait ressentir les effets de cette hausse du niveau de l'incertitude et d'en mesurer les incidences respectives. Le scénario table sur une absence complète d'intervention des autorités monétaires et budgétaires, aussi bien au Canada qu'à l'étranger, devant l'affaiblissement de l'activité. De cette manière, le scénario permet d'isoler les répercussions d'une plus grande incertitude à l'échelle mondiale et de cerner avec plus de précision l'ampleur du problème auquel pourraient faire face les autorités.

Les perspectives économiques mondiales s'assombriraient bien davantage

Une incertitude plus élevée ferait diminuer la confiance des entreprises et des ménages à l'échelle mondiale. Elle produirait en outre un resserrement des conditions financières, qui traduit la réaction des marchés financiers à un plus haut risque macroéconomique. En dépit de ce durcissement des conditions financières, le scénario postule qu'il ne survient pas de crise financière susceptible de dégrader davantage la conjoncture économique. La détérioration de la confiance et des conditions financières entraînerait dans le monde moins d'investissements de la part des entreprises et moins de dépenses du côté des ménages.

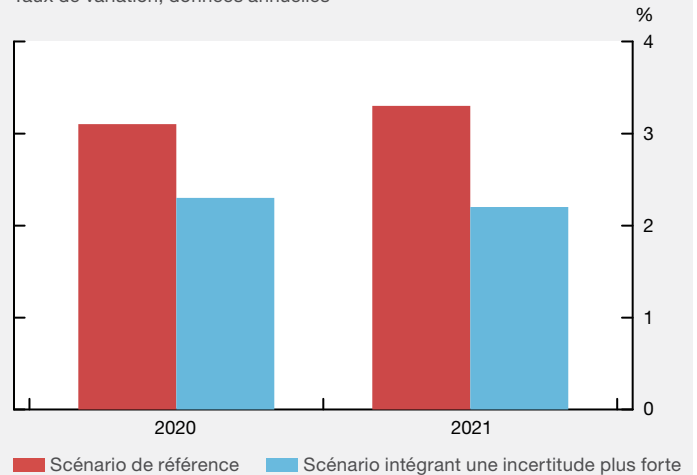
La croissance de l'économie mondiale serait nettement plus modérée qu'elle ne l'est dans le scénario de référence, tant pour 2020 que pour 2021 (graphique 3-A). D'ici la fin de 2021, le niveau du PIB mondial serait inférieur d'environ 2¼ % au niveau calculé dans le scénario de référence. Les cours des produits de base seraient moins élevés, soit une baisse de l'ordre de 20 à 25 % par rapport au scénario de référence, du fait de la contraction de la demande mondiale.

Les effets sur le Canada pourraient être importants

Un ralentissement plus marqué de l'activité mondiale toucherait le Canada par l'intermédiaire de plusieurs canaux.

Graphique 3-A : La croissance mondiale est nettement plus modérée dans le scénario intégrant une incertitude plus forte

Taux de variation, données annuelles



Source : Banque du Canada

Par exemple, un affaiblissement de la demande mondiale provoquerait une détérioration des termes de l'échange pour le Canada et un tassement de ses exportations. Les effets de revenu associés à ces retombées engendreraient une pression à la baisse sur la demande intérieure. Cette pression s'intensifierait à cause du durcissement des conditions financières et de la dégradation de la confiance des entreprises et des ménages associée à la montée de l'incertitude. La contraction conjuguée de la demande intérieure et de la demande étrangère ferait fléchir les trajectoires pour l'emploi, les salaires et le revenu des ménages. Par ailleurs, une demande plus basse de biens canadiens entraînerait une baisse du niveau des investissements en stocks plus appuyé que ce que suppose le scénario de référence, compte tenu en particulier du niveau actuellement haut des stocks. Une trajectoire moins élevée des revenus du côté des ménages contribuerait à faire baisser les prix des logements. Au final, les dépenses des ménages, les investissements des entreprises et les exportations seraient plus faibles, ce qui se traduirait par un recul d'environ 4½ % du PIB réel, à la fin de 2021, par rapport aux données du scénario de référence. Ce recul intègre un effet d'amplification associé à l'endettement élevé des ménages.

Le dollar canadien enregistrerait une dépréciation de l'ordre de 15 % en comparaison du scénario de référence. Cette dépréciation jouerait un rôle central pour faciliter l'adaptation de l'économie canadienne à l'assombrissement des perspectives économiques mondiales. Ainsi, l'affaiblissement du dollar canadien aiderait à en contenir les effets négatifs sur les exportations et le revenu des Canadiens. Parallèlement, cette dépréciation

(suite à la page suivante)

1 Cette incertitude est multiforme. Elle peut, par exemple, être de nature géopolitique ou concerner les politiques commerciales. À la différence de ce qui était décrit dans l'encadré 2 du Rapport de juillet, le scénario présenté ici n'intègre pas l'imposition de droits de douane supérieurs à ceux dont tient compte le scénario de référence.

2 Plus précisément, un modèle empirique a servi à estimer la hausse d'incertitude qui suffirait à induire un déplacement de la trajectoire du taux des fonds fédéraux d'une ampleur à peu près équivalente à la différence entre la trajectoire que laissent entrevoir les marchés à terme au 21 octobre 2019 et un profil semblable à celui que dessine le plus récent résumé des projections économiques du Comité de l'open market de la Réserve fédérale, paru le 18 septembre 2019.

Encadré 3 (suite)

renchérirait les biens et services en provenance de l'étranger et induirait dès lors une transformation de la composition de la demande au profit des biens et services canadiens. La baisse du dollar canadien exercerait également une pression à la hausse sur le taux d'inflation anticipé et concourrait ainsi à faire que les taux d'intérêt réels soient, pour les ménages et les entreprises, plus bas qu'ils ne le seraient normalement.

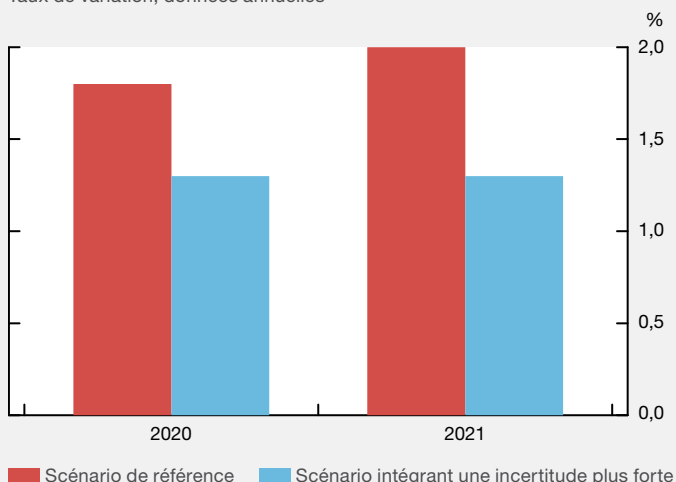
La production potentielle affaiblie par l'amointrissement des investissements des entreprises aurait des retombées négatives sur l'offre au sein de l'économie. Ces effets sur l'offre et le repli du dollar canadien atténueraient en partie l'incidence négative sur l'inflation qu'engendrerait un fléchissement de la demande globale. Au bout du compte, en 2021, l'inflation mesurée par l'IPC serait inférieure de 0,7 point de pourcentage à celle projetée dans le scénario de référence (graphique 3-B).

Il y aurait de la place pour des mesures macroéconomiques

Des mesures macroéconomiques à l'échelle mondiale pourraient considérablement réduire l'ampleur du ralentissement. Une série de mesures monétaires, budgétaires et, le cas échéant, structurelles et macroprudentielles pourraient être mobilisées.

Graphique 3-B : L'inflation mesurée par l'IPC au Canada est nettement inférieure dans le scénario intégrant une incertitude plus forte

Taux de variation, données annuelles



Source : Banque du Canada

Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du Rapport sur la politique monétaire de juillet 2019

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Tensions commerciales à l'échelle mondiale	<ul style="list-style-type: none"> Les États-Unis et la Chine se sont imposés réciproquement des droits de douane supplémentaires sur leurs importations le 1^{er} septembre. Les deux pays ont aussi annoncé que d'autres hausses de ces droits entreraient en vigueur le 15 décembre. Malgré quelques signes de progrès dans les négociations entre les États-Unis et la Chine, l'incertitude reste élevée. La croissance des investissements des entreprises et de la production manufacturière a fortement ralenti partout dans le monde dans la dernière année, tandis que le commerce international se contractait. 	<ul style="list-style-type: none"> L'évolution des politiques commerciales Les échanges commerciaux à l'échelle mondiale La production et les investissements dans le secteur manufacturier Les prix à la consommation
Resserrement marqué des conditions financières mondiales	<ul style="list-style-type: none"> Les rendements des obligations d'État à long terme ont baissé. Les cours des actions et les écarts de crédit restent près des niveaux atteints en juillet. Le dollar américain s'est apprécié par rapport à la plupart des grandes devises. 	<ul style="list-style-type: none"> Les taux d'intérêt à long terme Les primes de terme et de risque sur les obligations Les marchés des actions Les taux de change Les mouvements de capitaux

(suite à la page suivante)

Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de juillet 2019 (suite)

<p>Dépenses de consommation plus élevées au Canada</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La croissance de la consommation a ralenti au 2^e trimestre de 2019. ▪ L'augmentation des ventes de véhicules automobiles neufs, de même que la légère hausse du chiffre des ventes au détail, laisse entrevoir une croissance modérée de la consommation au 3^e trimestre de 2019. ▪ La progression des salaires s'est poursuivie au 3^e trimestre de 2019, mais le nombre total d'heures travaillées est resté pour sa part globalement inchangé, car la baisse du nombre moyen d'heures travaillées a neutralisé l'effet des créations d'emploi. ▪ La confiance des consommateurs a atteint en octobre son plus bas niveau depuis décembre 2018, mais dépasse encore sa moyenne historique. ▪ Il ressort des statistiques relatives aux voyages à l'étranger que les dépenses nettes hors du pays ont continué de fléchir. ▪ La croissance du crédit à la consommation s'est inscrite légèrement en hausse ces derniers mois. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail ▪ Les dépenses de consommation ▪ Les statistiques relatives aux voyages à l'étranger ▪ La confiance des consommateurs ▪ L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages ▪ L'emploi et les revenus
<p>Croissance plus solide de l'investissement résidentiel et hausse des vulnérabilités des ménages au Canada</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'activité dans le secteur du logement n'a cessé de se raffermir au pays, la plupart des régions ayant enregistré des gains au chapitre des reventes et des mises en chantier. ▪ Après avoir ralenti durant la majeure partie de la dernière année, la croissance des prix des logements en glissement annuel connaît un début de stabilisation parce que la croissance modérée enregistrée au Québec et en Ontario contrebalance la faiblesse observée dans l'Ouest canadien. À Vancouver, cependant, les prix désaisonnalisés se sont un peu accrus ces derniers mois. ▪ Les stocks de logements neufs demeurent élevés en Alberta. ▪ Relativement faible jusque-là, le taux d'épargne a légèrement augmenté au 2^e trimestre de 2019. ▪ La croissance du crédit hypothécaire s'est légèrement accélérée ces derniers mois. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les prix et l'activité dans le secteur du logement ▪ L'investissement résidentiel ▪ Le cadre réglementaire ▪ La croissance du crédit hypothécaire ▪ L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages ▪ L'emploi et les revenus ▪ La croissance démographique
<p>Expansion plus modérée dans les économies émergentes</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ En Chine, la croissance continue de ralentir, sous l'effet du recul de la production manufacturière dans le secteur privé. ▪ L'expansion du crédit en Chine s'est stabilisée à un rythme plus bas. ▪ La croissance dans les pays émergents d'Asie est freinée par la faiblesse de la demande en provenance de la Chine. ▪ L'économie indienne subit le contrecoup d'un assèchement du crédit. ▪ La récession dans laquelle l'Argentine est entrée en 2018 se poursuit. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La croissance du PIB en Chine et dans d'autres grandes économies émergentes ▪ Les indicateurs de la confiance des entreprises ▪ La croissance du crédit
<p>Désinflation à l'échelle mondiale</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les attentes d'inflation ont reculé dans la dernière année aux États-Unis et dans la zone euro, et l'inflation fondamentale reste sous la cible dans ces économies. ▪ Les prix à la production des biens ont fléchi dans la dernière année dans les grandes économies. ▪ Au Canada, l'inflation des biens semi-durables et durables a augmenté ces derniers mois. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'inflation fondamentale et les attentes d'inflation chez les principaux partenaires commerciaux ▪ Les prix à la production chez les principaux partenaires commerciaux ▪ Les prix au Canada des biens à contenu importé élevé (p. ex., les biens durables et semi-durables)