BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la **politique monétaire**

Octobre 2017

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

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[2]. 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 50e 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, 2017

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2017

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, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

Les conditions financières mondiales 2

Les États-Unis 3

Les autres économies avancées 4

L'inflation 4

Les pays émergents 5

Les prix des produits de base 6

L'économie canadienne 9

Encadré 1 : L'inflation au Canada : le rôle de la mondialisation et de la numérisation 11

Encadré 2 : Principaux éléments du scénario de référence 12

L'évolution récente 13

La marge de capacités excédentaires 15

Encadré 3 : Dynamique des salaires et pressions inflationnistes 16

L'inflation 18

Les conditions monétaires et financières 19

Les perspectives économiques 20

Les investissements des entreprises 21

Les exportations 23

Les dépenses des ménages 24

Les perspectives d'inflation 26

Résumé des grands enjeux liés à la projection 27

Annexe : Les récentes modifications du modèle TOTEM 28

Les risques entourant les perspectives d'inflation 31

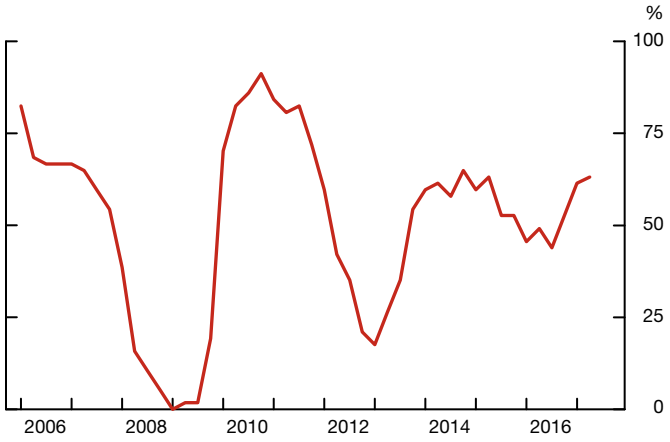
L'économie mondiale

La croissance économique continue de se renforcer et de s'étendre à un nombre grandissant de pays (**Graphique 1a**). La croissance de l'économie américaine a rebondi au deuxième trimestre, et l'expansion dans la zone euro semble s'être raffermie (**Graphique 1b**). On observe également des signes d'amélioration de l'activité économique dans certains pays exportateurs de pétrole et pays émergents qui étaient auparavant en récession. La croissance de l'économie mondiale devrait avoisiner 3½ % en moyenne au cours de la période 2017-2019, conformément aux projections énoncées dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire* (**Tableau 1**).

L'inflation s'est maintenue en deçà de la cible dans la plupart des économies avancées en raison de la présence antérieure de capacités excédentaires, de la croissance encore faible des salaires et, dans certains cas, de facteurs temporaires. L'augmentation des salaires et des prix devrait s'accentuer progressivement, à mesure que la marge de capacités excédentaires se résorbera.

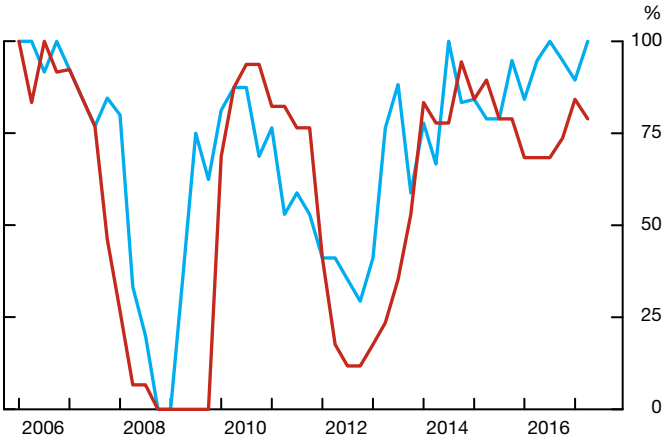
Graphique 1 : La croissance des pays est de plus en plus synchrone à l'échelle mondiale et dans la zone euro

a. Croissance du PIB réel des pays sélectionnés[a], données trimestrielles



Part des pays dont la croissance en glissement annuel est supérieure à la moyenne sur trois ans précédente

b. Croissance du PIB réel des pays de la zone euro, données trimestrielles



Part des pays dont la croissance en glissement annuel est supérieure à la moyenne sur trois ans précédente
Part des pays dont la croissance en glissement trimestriel est positive

a. La part des pays est établie sur la base de 57 économies avancées et émergentes représentant 87 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat.
Sources : sources nationales et Eurostat par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2017T2

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

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2016	2017	2018	2019
États-Unis	15	1,5 (1,6)	2,2 (2,2)	2,2 (2,1)	2,0 (1,8)
Zone euro	12	1,8 (1,7)	2,3 (1,9)	1,8 (1,7)	1,6 (1,5)
Japon	4	1,0 (1,0)	1,5 (1,1)	0,9 (0,8)	0,8 (0,8)
Chine	18	6,7 (6,7)	6,8 (6,6)	6,4 (6,3)	6,3 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	33	3,6 (3,6)	4,0 (4,0)	4,0 (4,0)	4,2 (4,2)
Autres pays[d]	18	1,0 (1,0)	1,4 (1,7)	2,2 (2,5)	2,8 (2,7)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,4 (3,4)	3,4 (3,4)	3,5 (3,4)

a. 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 2016 publiées en octobre 2017 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

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

c. 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 — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. 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

Les perspectives de l'économie mondiale restent entachées d'une incertitude substantielle, notamment en ce qui concerne la politique de commerce extérieur des États-Unis et l'évolution géopolitique. La Banque continue d'exercer son jugement de manière à tenir compte, dans son scénario de référence, des effets négatifs potentiels de l'incertitude qui plane sur les investissements.

Les conditions financières mondiales expansionnistes soutiennent la croissance

Les conditions financières mondiales restent expansionnistes. Les rendements des obligations d'État à long terme n'ont en moyenne guère varié depuis juillet; ils ont notamment fluctué à l'intérieur d'une fourchette étroite aux États-Unis, en Allemagne et au Japon. Les indices boursiers dans les économies avancées ont continué de grimper, dans un contexte d'amélioration du climat de confiance et de la conjoncture économique. Le processus de normalisation du bilan de la Réserve fédérale américaine, qui a débuté en octobre, devrait contribuer à une accentuation modeste et graduelle de la courbe des rendements aux États-Unis. L'annonce faite en septembre à ce propos a cependant eu une incidence minime sur les rendements.

Le dollar américain s'est affaibli en 2017 par rapport à un panier de devises, ce que l'on peut en partie attribuer à l'incertitude accrue entourant la politique de commerce extérieur et la politique budgétaire des États-Unis, et aux perspectives d'évolution de l'inflation plus modérées. Il a toutefois regagné du terrain récemment.

L'économie américaine devrait progresser à un rythme modéré

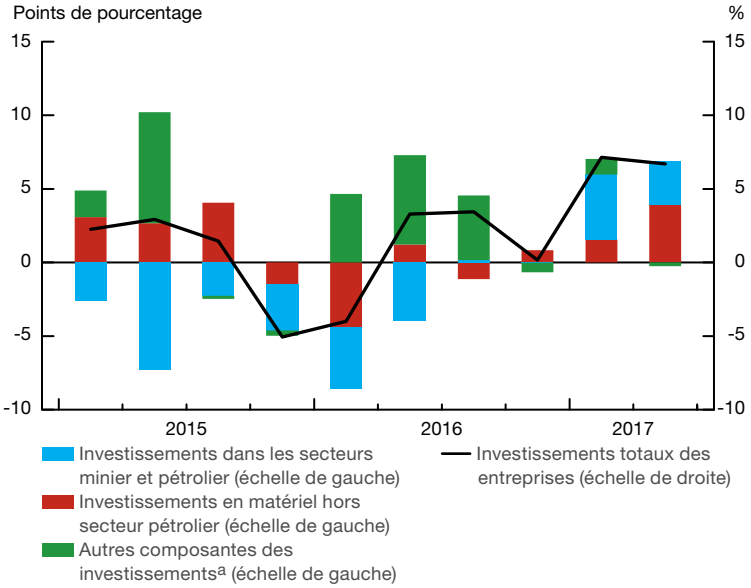
La croissance de l'économie américaine a rebondi au deuxième trimestre, comme la Banque le prévoyait dans le *Rapport* de juillet. L'expansion de la consommation s'est raffermie après avoir marqué le pas au premier trimestre. Le rythme de progression des investissements des entreprises est resté soutenu, grâce, entre autres, à la reprise des investissements qui s'opère dans le secteur de l'énergie (**Graphique 2**). En revanche, après deux trimestres de forte croissance, l'investissement résidentiel s'est contracté, sous l'effet d'une diminution des dépenses en rénovations et des commissions sur les ventes de logements existants.

Les perspectives de croissance économique pour le second semestre de 2017 sont sensiblement les mêmes qu'en juillet. Le passage récent d'ouragans a eu des effets dévastateurs sur les collectivités touchées ainsi qu'une incidence économique globale importante, quoique transitoire. La consommation, les investissements dans le logement et les investissements des entreprises risquent d'en souffrir, ce qui assombrit les perspectives de croissance du produit intérieur brut (PIB) au troisième trimestre. Les efforts de relèvement et de reconstruction devraient stimuler quelque peu l'activité économique à partir du quatrième trimestre.

Dans l'ensemble, les facteurs fondamentaux de l'économie américaine restent conformes au taux de croissance projeté du PIB, qui devrait s'établir à environ 2 % en moyenne au cours de la période 2017-2019. La Banque estime que les investissements des entreprises s'accroîtront à un rythme soutenu. Confortée par la solidité des conditions sur le marché du travail, la progression de la consommation devrait demeurer ferme. Il est cependant probable que les exportations nettes continuent de brider la croissance.

Graphique 2 : Aux États-Unis, le rythme de progression des investissements des entreprises est resté soutenu

Contribution à la croissance des investissements des entreprises (en glissement trimestriel, variation annualisée), données trimestrielles



a. Les autres composantes des investissements comprennent les structures non pétrolières et les produits de propriété intellectuelle.

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

Dernière observation : 2017T2

Comme en juillet, le scénario de référence de la Banque ne tient pas compte d'éventuelles nouvelles mesures budgétaires ou commerciales. Même si d'importantes réductions d'impôts sont sérieusement envisagées, il subsiste des incertitudes considérables quant à la conclusion d'un accord sur le train de mesures correspondantes et, le cas échéant, quant à leur ampleur, à leur calendrier de mise en œuvre et à leurs modalités. En cas d'adoption de mesures de relance, la croissance pourrait être plus forte que prévu. De manière analogue, elle pourrait être plus faible que prévu si des politiques commerciales protectionnistes entraînaient un recul généralisé de la coopération transfrontière.

L'économie de la zone euro a gagné en vigueur

Au deuxième trimestre, la croissance dans la zone euro a dépassé les attentes et les progrès ont continué d'être observés dans l'ensemble des pays membres. Les données recueillies depuis la parution du *Rapport* de juillet indiquent également que l'activité économique sera plus soutenue qu'escompté. Par conséquent, les prévisions de croissance pour 2017 s'établissent maintenant à plus de 2 %. Le rythme d'expansion devrait ralentir progressivement en 2018, pour avoisiner 1½ % en 2019, soit un niveau plus ou moins équivalent à celui de la production potentielle.

Au Japon, l'activité économique au deuxième trimestre s'est révélée bien plus vigoureuse que projeté, ce qui s'est traduit par une amélioration des perspectives économiques pour 2017. Cette expansion a été stimulée par une augmentation des investissements publics et une remontée de la consommation. Dans l'ensemble, le taux de croissance devrait descendre à environ 1 % en 2018-2019, en raison de facteurs démographiques et d'autres facteurs structurels, ainsi que de la lente progression des salaires nominaux.

L'inflation continue de se situer sous la cible dans les économies avancées

L'inflation est restée modérée et s'est généralement située sous la cible dans plusieurs économies avancées (**Graphique 3**). Compte tenu des décalages qui existent entre l'activité économique et l'inflation, on s'attend à ce que le dynamisme soutenu de la croissance contribue à une amélioration des conditions sur le marché du travail et, partant, à un raffermissement graduel de la hausse des salaires et des prix.

Le bas niveau de l'inflation fondamentale observé dans les économies avancées est principalement attribuable aux capacités excédentaires qui y étaient présentes antérieurement. Toutefois, contrairement à la situation qui prévaut aux États-Unis, le repli qui a débuté en 2016 dans de nombreux pays tenait probablement à l'appréciation passée de leur monnaie et à la chute des prix des biens importés de pays émergents, notamment la Chine[1]. Il semble que l'incidence de ces facteurs se soit largement dissipée, comme le laisse supposer la légère remontée de l'inflation enregistrée ces derniers mois dans la zone euro et au Japon.

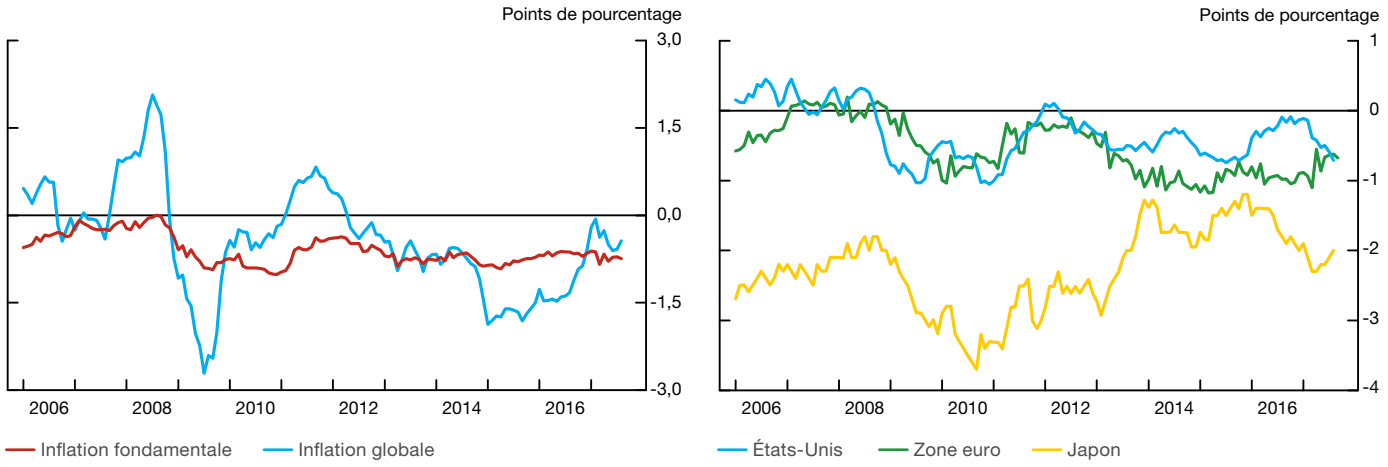
Aux États-Unis, l'inflation fondamentale a commencé à diminuer en 2017 malgré la dépréciation du dollar. Ce fléchissement est imputable en grande partie aux réductions de prix pratiquées dans le secteur des services, par

1 Pour un complément d'information, voir S. Bhatnagar, A.-K. Cormier, K. Hess, P. de Leon-Manlagnit, E. Martin, V. Rai, R. St-Cyr et S. Sarker (2017), *Low Inflation in Advanced Economies: Facts and Drivers*, note analytique du personnel nº 2017-16, Banque du Canada.

Graphique 3 : L'inflation reste sous la cible dans les économies avancées

a. Écart total des mesures de l'inflation en glissement annuel par rapport à la cible d'inflation globale des banques centrales[a], données mensuelles

b. Écart des taux d'inflation fondamentale en glissement annuel par rapport à la cible d'inflation globale des banques centrales, données mensuelles



a. L'écart total par rapport à la cible d'inflation globale est une moyenne pondérée sur onze économies avancées représentant environ 40 % du PIB mondial. Cette moyenne pondérée est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Les cibles d'inflation sont établies en fonction des cibles de 2017.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, Fonds monétaire international et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : août 2017 (toutes les séries, sauf celle portant sur la zone euro) et septembre 2017 (zone euro)

exemple dans les télécommunications. On s'attend à ce que l'inflation fondamentale atteigne 2 % dans ce pays d'ici 2019, du fait que le resserrement du marché du travail exerce des pressions haussières sur les salaires.

Bien que la Banque analyse la dynamique de l'inflation au regard des capacités excédentaires dans l'économie et des attentes d'inflation, le bas niveau persistant de l'inflation dans un certain nombre d'économies avancées mérite un examen plus approfondi. Cette situation pourrait s'expliquer par un changement de comportement de l'inflation dans les économies avancées, dans la mesure où celle-ci ne réagit plus autant à l'évolution des capacités excédentaires que par le passé[2]. Elle pourrait également s'expliquer par les avancées technologiques, comme la montée en puissance du commerce électronique et de l'économie numérique. Les données disponibles jusqu'à présent portent à croire que leur incidence globale sur l'inflation est minime, mais la Banque continuera d'examiner le rôle potentiel de ces facteurs technologiques, ainsi que d'autres facteurs (**Encadré 1**, page 11).

Les pays émergents continuent de soutenir la croissance mondiale

L'activité économique de la Chine a été un peu plus vigoureuse qu'escompté, la croissance du PIB ayant vivement progressé au troisième trimestre. Le rythme d'expansion devrait cependant ralentir au cours des prochains trimestres, compte tenu essentiellement de mesures antérieures de politiques publiques visant le marché du logement et le secteur financier, et d'une contribution moins importante de la politique budgétaire. Malgré les

2 Par exemple, dans sa livraison d'avril 2013 des *Perspectives de l'économie mondiale*, le Fonds monétaire international constate que la réactivité de l'inflation au chômage a progressivement diminué depuis le milieu des années 1970. L'aplatissement correspondant de la courbe de Phillips a été observé dans l'ensemble d'un échantillon de plus de 20 économies avancées. Il semblerait donc que les effets sur l'inflation de l'évolution de la marge de capacités excédentaires soient beaucoup moins marqués que par le passé.

progrès relevés dans la réduction du levier d'endettement du secteur financier, les risques liés à la stabilité financière demeurent élevés, car l'encours global des crédits augmente toujours à une cadence robuste. À plus long terme, la croissance économique devrait décélérer, passant de 6,8 % en 2017 à 6,3 % en 2019, l'économie chinoise continuant d'évoluer vers un rythme d'expansion et une composition de la croissance plus soutenables.

En ce qui concerne les pays émergents importateurs de pétrole, la conjoncture économique est demeurée généralement favorable, marquée par de faibles écarts de crédit et des entrées de capitaux soutenues. Le taux de croissance du PIB devrait se situer à environ 4 % en moyenne en 2017-2019, notamment grâce à la reprise en cours dans les pays qui étaient auparavant en récession et à l'avancement des réformes axées sur le renforcement de l'expansion. En Inde, la croissance économique a été freinée par les effets négatifs persistants de l'opération d'échange de billets qui a débuté à la fin de 2016, ainsi que par les coûts transitoires liés à l'instauration, en juillet, d'une taxe nationale sur les biens et services. En dépit de leurs répercussions sur la croissance à court terme, les réformes en question, en sus d'autres grandes réformes, devraient favoriser la croissance à moyen terme en Inde.

La croissance dans le groupe des « autres pays » devrait augmenter, pour passer d'environ 1½ % en 2017 à quelque 2¾ % en 2019. L'ajustement économique entamé dans les pays exportateurs de pétrole se poursuit, à mesure que s'estompe l'incidence du fléchissement passé des cours du pétrole.

Les prix du pétrole et des produits de base industriels ont augmenté

Par convention, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux moyens récents, en l'occurrence environ 55 $ US le baril pour le Brent, soit quelque 5 $ de plus qu'elle ne le supposait en juillet (**Encadré 2**, page 12). Les cours ont été soutenus par une demande plus vigoureuse qu'escompté au cours de l'été, la demande d'essence aux États-Unis ayant atteint son plus haut niveau en cinq ans. La diminution des stocks de brut au cours des six derniers mois, jumelée à la récente stabilisation du nombre d'installations de forage en activité dans ce pays, donne à penser qu'un rééquilibrage du marché pétrolier est en cours (**Graphique 4**).

À court terme, les risques liés à l'hypothèse concernant les cours du pétrole sont orientés à la baisse. Les prix sont susceptibles d'être inférieurs si l'offre excédentaire résulte d'une accélération des activités de forage des hydrocarbures de schiste aux États-Unis ou d'une détérioration de l'application des mesures de réduction de la production qui ont été convenues par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et d'autres pays.

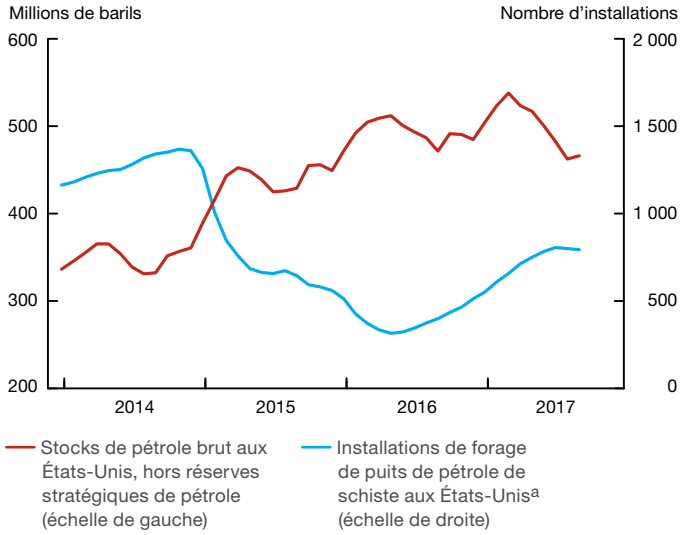
Les prix de certains produits de base non énergétiques ont aussi augmenté depuis juillet. Les cours au comptant des métaux communs ont progressé d'environ 12 % sous l'effet combiné d'un raffermissement de la demande mondiale et de facteurs d'offre propres aux produits de base. La vigueur de la production d'acier en Chine pendant l'été a favorisé le renchérissement de certains métaux communs, dont le fer, le nickel et le zinc. Par ailleurs, le relèvement des prix de l'aluminium a été soutenu par la réduction des capacités de production dans ce pays, tandis que les craintes entourant de nouvelles perturbations de l'activité minière aux Philippines ont alimenté la hausse des prix du nickel. Le bois d'œuvre a également pris de la valeur, en

raison surtout des feux de forêt survenus en Colombie-Britannique et dans l'ouest des États-Unis, et des perturbations de l'offre que laisse présager le passage de plusieurs ouragans dans ce dernier pays et dans les Caraïbes. Par contre, les prix des produits agricoles ont diminué, en raison d'une chute saisonnière des cours du bétail et de la hausse attendue des récoltes à l'échelle internationale.

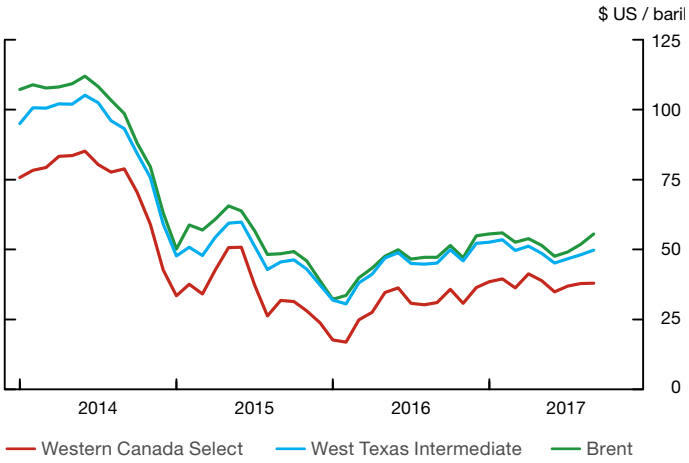
On s'attend à ce que les prix des produits agricoles se maintiennent près de leur bas niveau actuel, tandis que les métaux communs, à l'exception du fer, devraient connaître un léger renchérissement, soutenu par leur forte demande et par la baisse continue des stocks. L'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque du Canada devrait donc rester à peu près stable durant la période de projection, compte tenu de ces perspectives sous-jacentes contrastées.

Graphique 4 : La diminution des stocks de pétrole brut et la stabilisation du nombre d'installations de forage aux États-Unis ont fait monter les prix du pétrole depuis juillet

a. Stocks de pétrole brut et installations de forage aux États-Unis, données mensuelles



b. Prix du pétrole brut, données mensuelles



a. L'indicateur correspondant est défini selon le nombre d'installations de forage horizontal aux États-Unis, qui peut aussi tenir compte des installations de forage de puits de gaz de schiste et de certaines installations de forage traditionnelles.

Sources : Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis, prix du pétrole sur les places boursières relayés par Haver Analytics et Bloomberg L.P., Baker Hughes et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2017

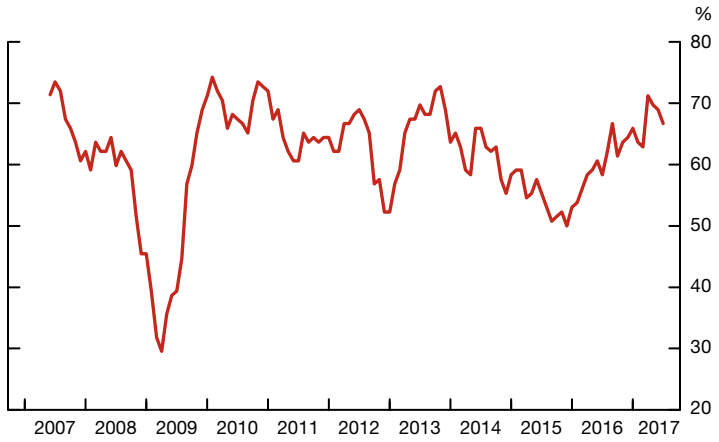
L'économie canadienne

L'activité économique a continué de croître rapidement au deuxième trimestre de 2017, dépassant les attentes formulées au moment de la parution du *Rapport* de juillet. La croissance est demeurée généralisée dans l'ensemble des régions et des branches d'activité, et s'est encore équilibrée entre les différentes composantes de la demande globale (**Graphique 5**). L'économie a connu une très forte expansion au premier semestre de l'année. La consommation et l'investissement résidentiel ont été vigoureux, et la croissance des exportations et des investissements des entreprises s'est redressée. Dans ce contexte, les capacités excédentaires ont diminué plus vite que prévu, et la Banque estime maintenant que l'écart de production se situait entre -0,5 et 0,5 % au troisième trimestre.

Dans l'avenir, le niveau de l'activité économique sera soutenu par la hausse de la demande étrangère, le raffermissement récent des prix des produits de base, les conditions monétaires et financières encore expansionnistes et les dépenses publiques en infrastructure. L'économie devrait progresser selon une trajectoire plus durable : la contribution totale apportée à la croissance par la consommation et l'investissement résidentiel devrait diminuer, en raison notamment des hausses récentes des taux d'intérêt, tandis que la contribution des exportations devrait s'améliorer et celle des investissements des entreprises rester stable.

Graphique 5 : La croissance demeure généralisée dans l'ensemble des branches d'activité

PIB aux prix de base, pourcentage de branches d'activité (sur les 22 grandes catégories) affichant une croissance positive en glissement mensuel, moyenne mobile sur six mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : juillet 2017

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
Points de pourcentage[a, b]

	2016	2017	2018	2019
Consommation	1,4 (1,4)	2,1 (1,9)	1,3 (1,3)	1,0 (1,0)
Logement	0,2 (0,2)	0,2 (0,3)	0,0 (0,0)	-0,2 (-0,1)
Administrations publiques	0,5 (0,5)	0,4 (0,5)	0,4 (0,3)	0,2 (0,0)
Investissements fixes des entreprises	-1,0 (-1,0)	0,2 (-0,1)	0,4 (0,3)	0,3 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	1,1 (1,1)	2,9 (2,6)	2,1 (1,9)	1,3 (1,3)
Exportations	0,4 (0,4)	0,5 (0,5)	0,6 (0,7)	0,8 (0,8)
Importations	0,2 (0,2)	-1,0 (-0,9)	-0,5 (-0,6)	-0,6 (-0,5)
Total partiel : exportations nettes	0,6 (0,6)	-0,5 (-0,4)	0,1 (0,1)	0,2 (0,3)
Stocks	-0,3 (-0,3)	0,7 (0,6)	-0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	1,5 (1,5)	3,1 (2,8)	2,1 (2,0)	1,5 (1,6)
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,1 à 1,5 (de 1,1 à 1,5)	de 1,0 à 1,6 (de 1,0 à 1,6)	de 1,1 à 1,7 (de 1,1 à 1,7)	de 1,1 à 1,9 (de 1,1 à 1,9)
Revenu intérieur brut réel	0,8 (0,8)	4,0 (4,0)	2,3 (1,5)	1,6 (1,5)
Inflation mesurée par l'IPC	1,4 (1,4)	1,5 (1,6)	1,7 (1,8)	2,1 (2,1)

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

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

Dans sa projection, la Banque tient compte des effets de trois changements importants survenus depuis juillet, à savoir les hausses du taux directeur en juillet et en septembre, l'appréciation du dollar canadien et le renchérissement des produits de base. Elle y intègre aussi son évaluation actuelle des grands enjeux suivants : le niveau et le rythme de croissance futur de la production potentielle; l'évolution des salaires et de l'inflation, en plus des conséquences possibles de la mondialisation et de la technologie (**Encadré 1**); et, enfin, la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt en raison de l'endettement élevé des ménages[3]. La Banque actualisera au besoin le jugement qu'elle porte sur ces enjeux à mesure que de nouvelles données seront disponibles.

Compte tenu surtout du rythme de croissance robuste affiché au premier semestre de l'année, le PIB réel devrait s'accroître de 3,1 % en 2017. Ce chiffre a été revu à la hausse par rapport à la projection de juillet, principalement à la lumière de la vigueur inattendue de la consommation des ménages et des investissements des entreprises au deuxième trimestre. Après un ralentissement au second semestre de 2017, la croissance du PIB devrait s'établir à 2,1 % en 2018 et à 1,5 % en 2019 (**Tableau 2** et **Encadré 2**). En conséquence, l'économie devrait continuer de fonctionner près des limites de sa capacité, et parfois peut-être légèrement au-dessus, selon l'évolution de l'offre.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est redressée dernièrement par rapport aux bas niveaux enregistrés précédemment, en raison de la hausse des prix de l'essence, de la dissipation de l'effet modérateur exercé par l'augmentation des prix des aliments ainsi que de l'amélioration des conditions économiques. La Banque prévoit que l'inflation continuera de remonter vers 2 % à mesure que les effets temporaires des fluctuations passées des prix des aliments et de l'électricité

3 S. S. Poloz (2017), *La « dépendance aux données » : le point sur la situation économique*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de St. John's, St. John's (Terre-Neuve-et-Labrador), 27 septembre.

Encadré 1

L'inflation au Canada : le rôle de la mondialisation et de la numérisation

La mondialisation et la numérisation ont reçu une attention croissante de la part des décideurs, l'une et l'autre étant perçues comme des causes possibles du bas niveau de l'inflation dans un certain nombre d'économies avancées. Dans ce contexte, la Banque a cherché à savoir si ces phénomènes mondiaux pourraient apporter un éclairage sur le bas niveau inexpliqué de l'inflation au Canada ces dernières années[1, 2].

La mondialisation ne contribue probablement pas de manière importante au bas niveau de l'inflation

Le Canada étant une petite économie ouverte, la mondialisation peut influer dans une large mesure sur l'inflation intérieure. Par exemple, l'accroissement des importations de biens en provenance de la Chine dans les années 2000 aurait, selon les estimations, fait reculer l'inflation au Canada[3].

Il y a plusieurs canaux par lesquels la mondialisation peut influencer l'inflation. De nouvelles analyses consacrées au bas niveau inexpliqué de l'inflation observé récemment se sont intéressées au rôle des prix des importations, y compris aux conséquences des capacités excédentaires à l'échelle internationale. Elles se sont penchées également sur l'effet de l'intégration du Canada aux chaînes de valeur mondiales sur la fixation des salaires et des prix intérieurs. Ces analyses n'ont pas dégagé de relation significative entre ces facteurs et le bas niveau inexpliqué de l'inflation; il n'est toutefois pas impossible qu'au fil du temps ces facteurs deviennent plus pertinents.

La numérisation semble avoir peu d'effets sur l'inflation au Canada, mais cela pourrait changer

Comme le relèvent le *Rapport* de juillet et Poloz (2017), des changements structurels liés aux progrès technologiques et la numérisation pourraient aussi influencer l'inflation mesurée par l'IPC mondialement[4]. Le personnel de la Banque a passé en revue la littérature sur les conséquences de la numérisation pour l'inflation et présenté les résultats d'une enquête menée auprès des entreprises sur la transformation numérique de certaines filières du secteur des services[5].

Cette analyse distingue trois principaux canaux par lesquels les technologies numériques peuvent influencer l'inflation :

- **Le fléchissement des prix des biens et des services liés aux technologies de l'information et des communications (TIC) peut influer sur l'IPC.** Conséquence des progrès technologiques, les prix de certains produits issus des TIC ont diminué rapidement depuis le début des années 1990. La tendance apparaît cependant un peu différente au Canada, en raison, entre autres, de la concurrence limitée dans le secteur canadien des télécommunications, qui a, par rapport à d'autres pays, neutralisé une partie des pressions à la baisse exercées sur ces prix[6].
- **Les technologies numériques peuvent changer les structures de marché.** Les technologies numériques peuvent permettre à certaines entreprises « vedettes » de dominer leur marché, mais elles peuvent aussi intensifier la concurrence, notamment par l'intermédiaire du commerce électronique, ce qui peut influer sur le mode de fixation des prix des détaillants. Les observations pour le Canada donnent à penser que les effets sur l'inflation sont vraisemblablement limités jusqu'à présent dans ce dernier cas du fait de la très faible part du commerce de détail en ligne détenue par les entreprises canadiennes et de la similarité des prix pratiqués en ligne et dans les établissements[7]. Dans la mesure où les technologies peuvent se substituer à la main-d'œuvre, elles sont susceptibles d'éroder le pouvoir de négociation des travailleurs et de freiner la croissance des salaires.

(*suite à la page suivante*)

1 Voir D. Brouillette et L. Savoie-Chabot (2017), *Global Factors and inflation in Canada*, note analytique du personnel n° 2017-17, Banque du Canada.

2 La Banque fonde son analyse sur une courbe de Phillips dans laquelle une mesure des capacités excédentaires de production, les attentes d'inflation, les variations des prix des produits de base et les mouvements du taux de change expliquent la dynamique de l'inflation.

3 Voir L. Morel (2007), *The Direct Effect of China on Canadian Consumer Prices: An Empirical Assessment*, document d'analyse n° 2007-10, Banque du Canada.

4 S. S. Poloz (2017), *La « dépendance aux données » : le point sur la situation économique*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de St. John's, St. John's (Terre-Neuve-et-Labrador), 27 septembre.

5 Voir W. Dong, J. Fudurich et L. Suchanek (à paraître), *Digital Transformation in the Service Sector — Insights from Consultations with Firms in Wholesale, Retail and Logistics*, note analytique du personnel, Banque du Canada; K. Charbonneau, A. Evans, S. Sarker et L. Suchanek (à paraître), *Digitalization and Inflation: A Review of the Literature*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

6 Voir notamment Banque de Suède (2015), « Digitalization and Inflation », *Monetary Policy Report*, février, p. 55-59.

7 Entre autres, voir A. Cavallo (2017), « Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers », *The American Economic Review*, vol. 107, n° 1, p. 283-303; Y. Gorodnichenko et O. Talavera (2017), « Price Setting in Online Markets: Basic Facts, International Comparisons, and Cross-Border Integration », *The American Economic Review*, vol. 107, n° 1, p. 249-282.

Encadré 1 (*suite*)

- **Les technologies favorisant l'efficacité opérationnelle donnent lieu à des gains de productivité.** Les innovations numériques peuvent créer des pressions désinflationnistes en abaissant les coûts de production. Or, les effets de la numérisation sur la productivité sont difficiles à discerner à partir des statistiques officielles[8]. Il ressort des consultations menées par la Banque que, dans l'ensemble, les entreprises ont constaté une certaine diminution de leurs charges d'exploitation, mais que des gains d'efficience doivent encore se concrétiser pour nombre d'entre elles.

Il apparaît que la numérisation aurait eu un effet modérateur sur l'inflation dans les économies avancées[9]. Cet effet semble être cependant peu prononcé au Canada. Le taux relativement faible d'adoption du commerce électronique et des technologies numériques comparativement à d'autres économies avancées pourrait être l'une des explications de la faiblesse de ces effets au Canada.

La Banque poursuivra son étude de l'évolution du rôle de facteurs mondiaux, en particulier en ce qui concerne la numérisation.

8 E. Brynjolfsson et A. McAfee (2012), « Race Against the Machine: How the Digital Revolution Is Accelerating Innovation, Driving Productivity, and Irreversibly Transforming Employment and the Economy », *The MIT Center for Digital Business Research Brief*.

9 Voir, par exemple, Banque de Suède (2015); M. Ciccarelli et C. Osbat (2017), *Low Inflation in the Euro Area: Causes and Consequences*, coll. « Occasional Paper Series », n° 181, Banque centrale européenne; Banque centrale européenne (2015), *Bulletin économique*, n° 2.

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.

- La Banque suppose que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select s'établissent respectivement à environ 55, 50 et 40 $ US le baril, ce qui représente une hausse de quelque 5 $ US par rapport à l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de juillet.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, soit 81 cents, comparativement au niveau de 76 cents postulé en juillet.
- La Banque estime que l'écart de production se situe à l'intérieur d'une fourchette de -0,5 % à 0,5 % au troisième trimestre. L'écart de production retenu dans le scénario de référence est le point milieu de cette fourchette[1]. Cette hypothèse se compare à celle de juillet, la Banque postulant alors un écart de production de -0,5 %, soit le point milieu d'une fourchette de -1 à 0 %, au deuxième trimestre de 2017.
- Au deuxième trimestre de 2017, les investissements des entreprises ont été plus soutenus que prévu, et cette vigueur devrait persister durant la période de projection. La Banque estime donc maintenant que le taux d'accroissement annuel de la production potentielle s'établit à 1,5 % pour la période 2018-2019, ce qui est légèrement au-dessus du taux postulé en avril 2017 (**Tableau 2**). De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'annexe de la livraison d'avril 2017 du *Rapport*; les résultats d'une réévaluation complète seront présentés en avril 2018.
- Le taux directeur nominal neutre est le taux d'intérêt réel compatible avec un niveau de production correspondant au niveau potentiel et un taux d'inflation égal à la cible une fois que les effets de tous les chocs cycliques se sont estompés; on ajoute 2 % à ce taux pour tenir compte de la cible d'inflation. Au Canada, le taux neutre se situerait entre 2,5 % et 3,5 %. La projection économique est basée sur le point milieu de cette fourchette, laquelle n'a pas changé.

1 D'après les estimations, le niveau de la production potentielle au deuxième trimestre serait plus élevé de 0,1 % environ à celui postulé dans la projection présentée dans le *Rapport* de juillet, et le niveau du PIB serait plus élevé de 0,3 %.

s'estomperont. Comparativement à la projection de juillet concernant l'inflation, le cours plus élevé du dollar canadien devrait exercer un effet modérateur en 2018, tandis que la résorption accélérée des capacités excédentaires dans l'économie devrait avoir l'effet contraire, quoique dans une moindre mesure. Dans ce contexte, l'inflation devrait augmenter pour s'établir près de 2 % durant l'année 2018 et avoisiner ce niveau jusqu'à la fin de 2019.

La Banque s'attend encore à ce que la croissance ralentisse au second semestre de 2017

L'économie a progressé à une cadence rapide au premier semestre de 2017, affichant en moyenne une croissance d'un peu plus de 4 % en rythme annuel (**Tableau 3** et **Graphique 6**). Ce dynamisme exceptionnel s'explique par l'expansion robuste des dépenses de consommation, alimentée par les conditions financières favorables et les gains enregistrés au chapitre de l'emploi et du revenu des ménages. La croissance de la consommation s'est généralisée davantage dans l'ensemble des régions, la remontée des revenus dans les provinces productrices d'énergie étant désormais plus fermement enracinée. Une hausse généralisée des investissements des entreprises et une envolée des exportations d'énergie ont également concouru à la croissance. L'activité dans le secteur du logement s'est toutefois repliée au deuxième trimestre, après avoir connu un premier trimestre vigoureux. Ce repli est attribuable à une contraction de l'activité de revente sur le marché de Toronto, qui faisait en partie suite aux mesures mises en place en avril par le gouvernement ontarien (**Graphique 7**). Globalement, la croissance du PIB réel au premier semestre de l'année était généralisée, plus des deux tiers des branches d'activité et la plupart des grandes composantes de la demande contribuant à l'expansion.

La croissance du PIB réel devrait décélérer pour s'établir à un taux annuel encore solide de quelque 2 % au second semestre de l'année, en raison du ralentissement de la croissance de la consommation et de l'investissement ainsi que du recul temporaire des exportations au troisième trimestre. La croissance de la consommation devrait cependant demeurer solide, grâce à la progression continue de l'emploi et du revenu et à la confiance élevée des consommateurs. L'Allocation canadienne pour enfants instaurée en 2016 soutiendra encore le niveau de la consommation, quoique ses effets sur la croissance se soient estompés. Les données récentes font état

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne
Taux de variation en glissement annuel[a]

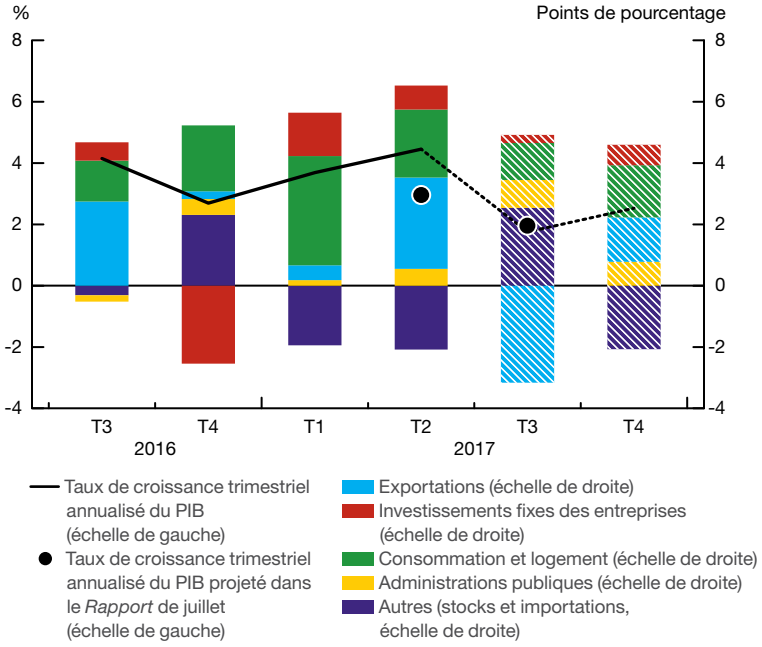
	2017				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,9 (1,9)	1,3 (1,4)	1,4 (1,3)	1,4	1,4 (1,4)	1,4 (1,6)	2,1 (2,0)	2,1 (2,1)
PIB réel	2,3 (2,3)	3,7 (3,4)	3,1 (2,8)	3,1	2,0 (2,0)	3,1 (2,7)	1,7 (1,8)	1,5 (1,5)
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)[b]	3,7 (3,7)	4,5 (3,0)	1,8 (2,0)	2,5				

a. 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**.

b. Les troisième et quatrième trimestres de 2017 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 projections en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Graphique 6 : La forte croissance enregistrée récemment devrait ralentir

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

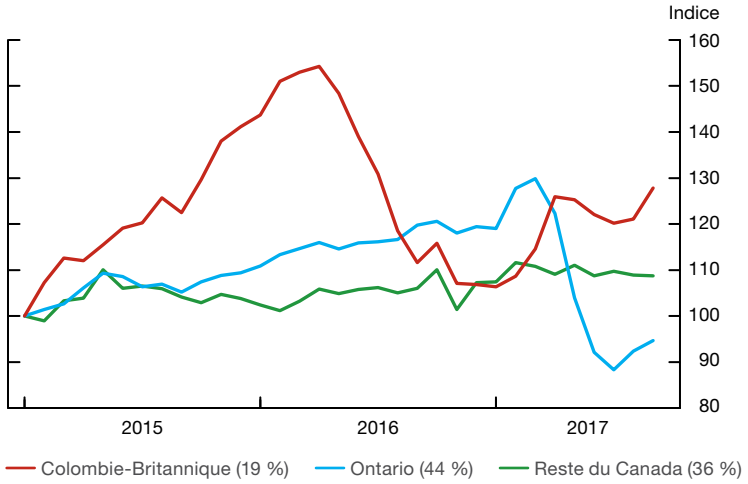


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017T4

Graphique 7 : La dynamique de l'activité dans le secteur du logement varie d'une région à l'autre

Ventes résidentielles réalisées par l'intermédiaire des systèmes Multiple Listing Service, base 100 de l'indice : janvier 2015, données mensuelles



Nota : Les chiffres entre parenthèses correspondent à la dernière moyenne mobile sur douze mois de la part des ventes résidentielles totales réalisées par l'intermédiaire des systèmes MLS. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des pourcentages n'est pas égale à 100.

Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2017

d'une baisse des activités de forage et d'une faiblesse des importations de machines et de matériel. La croissance des investissements des entreprises devrait néanmoins se raffermir plus tard dans l'année, à la faveur notamment de la mise en chantier de projets d'envergure[4].

Le recul temporaire des exportations au troisième trimestre est surtout dû à des réductions annoncées de la production de véhicules automobiles et à la disparition de facteurs transitoires qui ont stimulé la croissance au printemps[5]. En revanche, compte tenu de la dissipation de ces effets passagers, l'expansion des exportations devrait rebondir au quatrième trimestre, parallèlement à la demande étrangère. Selon les estimations de la Banque, l'activité dans le secteur du logement a encore diminué au troisième trimestre, bridée par le ralentissement en Ontario, mais elle devrait se renforcer au quatrième trimestre, les reventes ayant récemment commencé à se redresser.

L'économie fonctionne près des limites de sa capacité

La croissance robuste enregistrée ces derniers trimestres a contribué à un rétrécissement rapide de l'écart de production, et la Banque estime que l'économie canadienne fonctionne maintenant près des limites de sa capacité (**Encadré 2**)[6]. Cette estimation intègre une évaluation de l'incidence de la vigueur des investissements observée récemment sur la croissance de la production potentielle. La hausse marquée de la demande, conjuguée à la diminution des capacités excédentaires, incite fortement les entreprises à investir ainsi qu'à accroître leurs embauches. Il pourrait également y avoir création d'entreprises, ainsi qu'une augmentation du nombre d'heures travaillées ou du taux d'activité[7].

La progression de l'emploi est demeurée forte à l'échelle nationale et est généralisée dans l'ensemble des secteurs et des régions. Le taux de chômage a encore baissé, mais cette diminution exagère probablement l'ampleur du redressement du marché du travail (**Graphique 8**). En particulier, l'indicateur du marché du travail de la Banque, un indicateur composite, reste relativement élevé. Son niveau est représentatif de la situation actuelle : le taux de chômage à long terme demeure élevé, le nombre moyen d'heures travaillées reste bas et la croissance des salaires continue d'être modeste (pour en savoir plus sur la dynamique de la croissance des salaires, voir l'**Encadré 3**). Comme les récents gains de productivité dépassent les hausses salariales, les pressions sur les coûts de la main-d'œuvre ont été relativement faibles. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet automne laissent également entrevoir des signes nets d'une marge persistante de ressources inutilisées dans les régions productrices d'énergie. Pour leur part, les pénuries de main-d'œuvre ne semblent se manifester qu'en Colombie-Britannique et dans certains secteurs.

Considérées globalement, ces évolutions indiquent que le marché du travail ne représente pas encore une source de pressions inflationnistes et qu'il reste possible d'enregistrer de nouveaux gains au chapitre de l'emploi.

---

4 Plusieurs importants projets pluriannuels ont démarré vers la mi-2017, dont le projet West White Rose de Husky Energy à Terre-Neuve-et-Labrador, ainsi que les projets d'Enbridge concernant la ligne 3 en Alberta et en Saskatchewan et l'accroissement de capacité d'un gazoduc en Colombie-Britannique.

5 La redéfinition des mandats de production de multinationales de la construction automobile a lieu au second semestre de 2017.

6 Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne donnent également à penser que, même si la marge de ressources inutilisées varie selon les régions, les pressions sur la capacité de production se sont accrues ces douze derniers mois.

7 La réaction endogène du taux d'activité et du nombre d'heures travaillées à la forte croissance de la demande fait augmenter de 0,3 % le niveau de la production potentielle d'ici la fin de 2019. Cette réaction a d'abord été prise en compte dans la projection de la Banque présentée dans le *Rapport* d'avril 2016.

Encadré 3

Dynamique des salaires et pressions inflationnistes

Les pressions inflationnistes découlant des salaires sont faibles

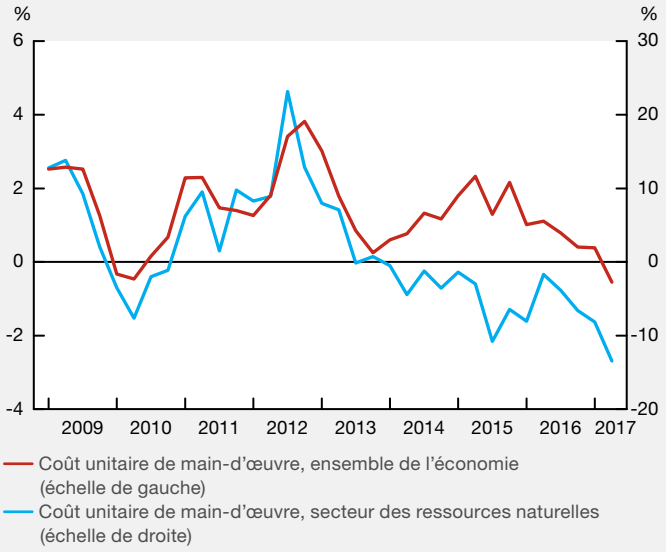
L'économie canadienne a bénéficié d'une augmentation marquée des créations d'emplois au cours de la dernière année. Pourtant, les chiffres témoignent de l'existence d'une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail. Par exemple, le nombre moyen d'heures travaillées, même s'il est en hausse, demeure inférieur à sa tendance[1]. Font aussi état de cette marge l'indicateur du marché du travail de la Banque du Canada, qui demeure élevé par rapport à son niveau d'avant la Grande Récession, et le taux de participation des jeunes, lequel demeure faible.

Le taux de croissance de la rémunération horaire et diverses mesures de la progression des salaires restent également inférieurs aux moyennes historiques. Par exemple, les coûts unitaires de main-d'œuvre à la fois dans le secteur des ressources naturelles et dans l'ensemble de l'économie s'inscrivent en baisse depuis 2016 (**Graphique 3-A**). Le coût unitaire de main-d'œuvre — soit la rémunération horaire rapportée à la productivité du travail — est considéré comme une mesure utile des pressions inflationnistes issues du marché du travail. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont diminué dernièrement, car la productivité du travail a crû plus rapidement que la rémunération horaire (**Graphique 3-B**). Ainsi, les pressions associées aux coûts de la main-d'œuvre augmentent à un rythme peu marqué, plus lent qu'habituellement à ce stade du cycle, de sorte que les pressions inflationnistes provenant des salaires restent modérées.

Un autre élément d'explication à l'absence de pressions induites par les salaires est la mondialisation[2]. La possibilité de délocaliser les activités de production vers des pays à bas salaire pourrait avoir affaibli le pouvoir de négociation des travailleurs dans les économies avancées et abaissé leurs attentes salariales. L'intégration plus poussée des économies et l'ouverture aux échanges internationaux peuvent à leur tour avoir intensifié la concurrence sur les marchés intérieurs, y restreignant davantage la progression des salaires.

Graphique 3-A : Récemment, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été modérée

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

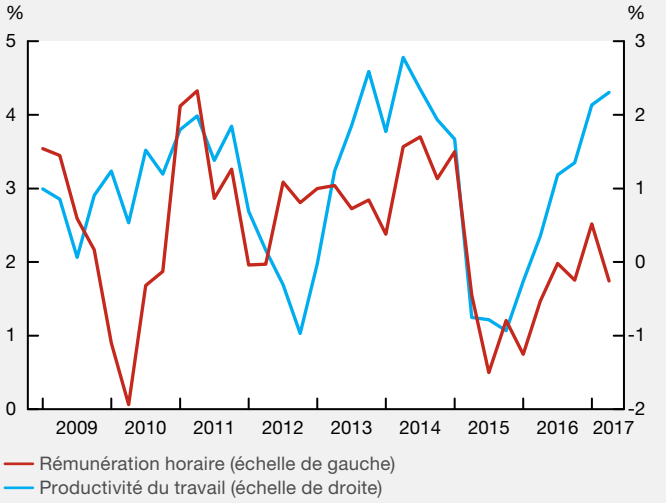


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2017T2

Graphique 3-B : Les coûts unitaires de main-d'œuvre diminuent quand la rémunération croît moins rapidement que la productivité du travail

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2017T2

1 Voir D. Brouillette, K. Gribbin, J.-D. Guénette, J. Ketcheson, O. Kostyshyna, J. Lachaine et C. Scarffe (2017), *A Canada–US Comparison of Labour Market Conditions*, note analytique du personnel n° 2017-4, Banque du Canada.

2 L'incidence de la mondialisation sur l'inflation est analysée dans l'**Encadré 1**.

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (*suite*)

La marge de ressources inutilisées sur le marché du travail pèse sur la croissance des salaires

D'après les résultats d'estimations d'un modèle de régression appliqué aux salaires, la marge de ressources inutilisées observée dans le passé sur le marché du travail serait le facteur déterminant qui freine la croissance des salaires depuis 2011, et les effets de cette marge sur la croissance des salaires se font le plus sentir avec un décalage d'un an environ[3]. L'incidence modératrice de la faible croissance de la productivité en 2015 a maintenant disparu, en raison du redressement de la productivité du travail au premier semestre de 2017. Mais d'autres facteurs pourraient être à l'œuvre : des travailleurs relativement bien payés du secteur gazier et pétrolier pourraient occuper des emplois moins bien rémunérés dans d'autres secteurs. Selon les estimations du personnel de la Banque, la baisse des cours des produits de base pourrait avoir retranché environ 0,5 point de pourcentage à la croissance des salaires à la mi-2016. Ces effets de réallocation semblent cependant s'estomper, tout comme l'influence modératrice d'autres facteurs d'atténuation de la progression des salaires.

3 Voir D. Brouillette, J. Ketcheson, O. Kostyshyna et J. Lachaine (2017), *Wage Growth in Canada and the United States: Factors Behind Recent Weakness*, note analytique du personnel n° 2017-8, Banque du Canada. La marge de ressources inutilisées sur le marché du travail est mesurée par l'écart du facteur travail — la différence, en pourcentage, entre le nombre total d'heures travaillées observé et le nombre tendanciel d'heures travaillées donné d'après la méthode d'estimation de la production potentielle et de l'écart de production retenue dans le Cadre intégré. 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.

Sous l'effet de la résorption de la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail, la croissance des salaires devrait s'accentuer

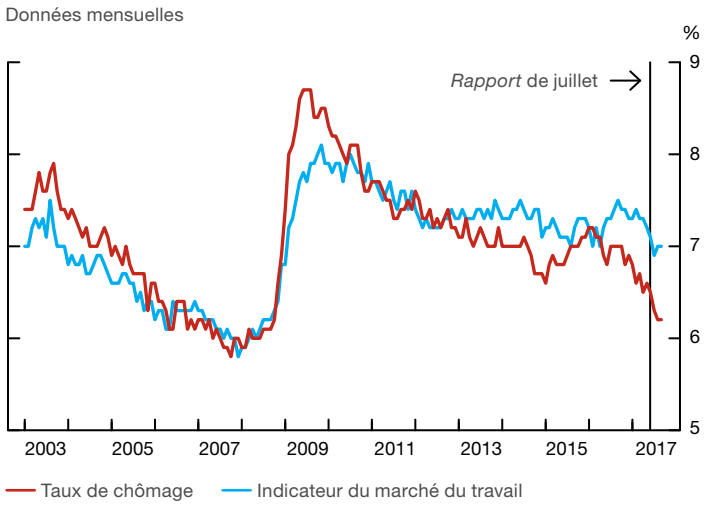
La croissance des salaires devrait s'amplifier à mesure que les effets retardés de la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail iront en diminuant au cours des prochains trimestres. En outre, si la croissance de la productivité demeure élevée, des hausses salariales pourraient s'ensuivre, surtout dans l'éventualité d'un resserrement du marché du travail. Cette croissance des salaires serait susceptible de s'accélérer si les pénuries de main-d'œuvre se généralisaient puisque, dans le passé, une forte croissance des salaires a été associée à une importante demande excédentaire sur le marché du travail.

Les hausses du salaire minimum annoncées récemment en Ontario et en Alberta pourraient avoir des effets proportionnellement beaucoup plus élevés sur les salaires des jeunes travailleurs. Cependant, elles ne devraient avoir qu'une légère incidence positive sur l'ensemble des salaires à l'échelle nationale.

Dans l'avenir, une croissance plus prononcée des salaires devrait contribuer à la hausse graduelle prévue de l'inflation au cours de la période de projection.

Graphique 8 : L'indicateur du marché du travail de la Banque est encore relativement élevé

Données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : septembre 2017

L'inflation a augmenté comme prévu et reste inférieure à 2 %

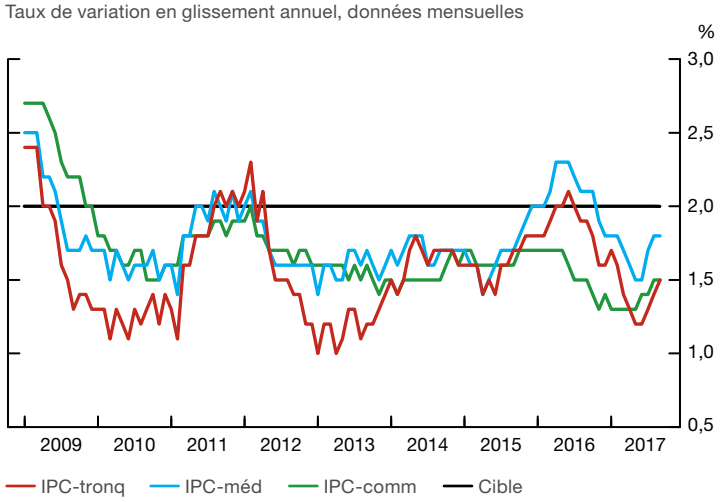
L'inflation mesurée par l'IPC s'est accrue ces derniers mois, sensiblement comme prévu. Elle est passée d'un creux de 1 % en juin à 1,6 % en septembre, sous l'effet principalement de la dynamique des prix de l'essence. Les perturbations de la capacité de raffinage provoquées par l'ouragan Harvey ont temporairement fait monter les prix de l'essence et, du coup, l'inflation de 0,2 point de pourcentage en septembre. La disparition des effets de facteurs tels que la faible hausse des prix des aliments et la résorption des capacités excédentaires au sein de l'économie ont aussi concouru à l'augmentation récente de l'inflation mesurée par l'IPC. Cela dit, ces deux facteurs, conjugués aux rabais accordés sur les prix de l'électricité en Ontario, contribuent encore à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC en deçà de la cible de 2 %. De plus, selon les estimations de la Banque, la récente appréciation du dollar canadien réduirait l'inflation projetée. Plusieurs autres facteurs, dont la numérisation de l'économie, exercent peut-être un certain effet modérateur sur l'inflation (**Encadré 1**).

L'inflation au second semestre de 2017 devrait être comparable en moyenne à ce qui était prévu en juillet. L'incidence de la variation du taux de change est légèrement plus grande, alors que celle des capacités excédentaires de l'économie l'est un peu moins.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont également commencé à augmenter ces derniers mois, en phase avec la réduction passée des capacités excédentaires et la diminution de l'effet modérateur exercé par la faible hausse des prix des aliments. La plage des mesures de l'inflation fondamentale allait de 1,5 à 1,8 % en septembre (**Graphique 9**). Ces niveaux concordent sensiblement avec les estimations de l'évolution des capacités excédentaires au cours des trimestres précédents.

Graphique 9 : Les trois mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque se sont inscrites en hausse, ce qui cadre avec la diminution des capacités excédentaires de l'économie

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2017

Les conditions monétaires et financières sont un peu moins expansionnistes

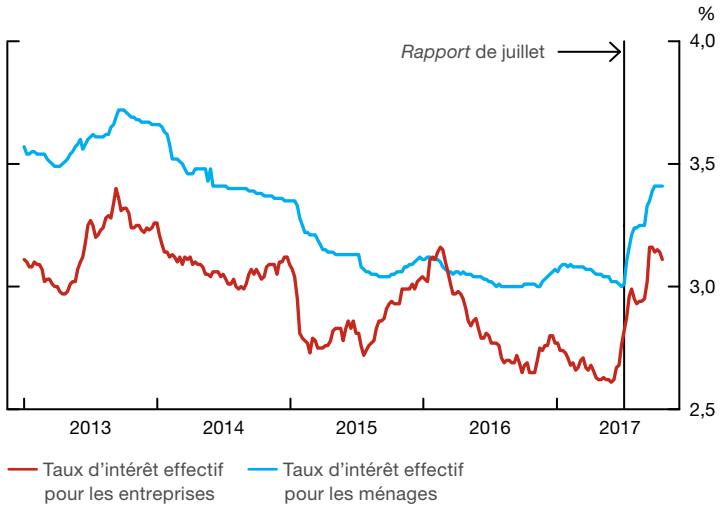
Les conditions financières, tant pour les ménages que pour les entreprises, restent globalement expansionnistes, mais le sont moins depuis le milieu de cette année (**Graphique 10**). Les taux d'intérêt du marché ont augmenté, notamment par suite de l'amélioration des conditions économiques au Canada et des relèvements connexes du taux directeur de la Banque en juillet et en septembre.

La hausse des coûts de financement des banques a conduit les institutions financières à majorer les taux des prêts hypothécaires et des prêts à la consommation. Par exemple, les taux hypothécaires fixes à cinq ans ont monté d'environ 50 points de base depuis la publication du *Rapport* de juillet, tandis que le taux effectif estimatif pour les entreprises s'est accru d'autant depuis le début de juin, parallèlement aux taux de base des prêts aux entreprises. Dans ce contexte, les enquêtes menées par la Banque sur les perspectives des entreprises et auprès des responsables du crédit révèlent toutes deux que, mis à part l'augmentation globale des taux d'intérêt, les conditions du crédit aux entreprises n'ont presque pas changé au troisième trimestre de 2017[8]. Ces enquêtes montrent que les bons résultats affichés dernièrement par les entreprises et la concurrence à laquelle se livrent les prêteurs ont aidé à assouplir les modalités non tarifaires des prêts aux entreprises, alors que certaines entreprises du secteur des produits de base et des branches d'activité connexes ont constaté une modeste hausse de leurs coûts d'emprunt.

Le dollar canadien s'est apprécié comparativement au dollar américain, sous l'impulsion du renchérissement des produits de base, du resserrement des écarts de taux d'intérêt États-Unis–Canada et de l'affaiblissement du billet vert. Le dollar américain reste légèrement plus bas qu'en juillet, bien qu'il se soit raffermi ces dernières semaines.

Graphique 10 : Les taux d'intérêt effectifs ont augmenté récemment

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, voir Statistiques > Conditions du crédit > Indicateurs financiers dans le site Web de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 20 octobre 2017

8 Dans les deux enquêtes, le coût du crédit représente l'écart par rapport aux taux de base plutôt que le niveau des taux.

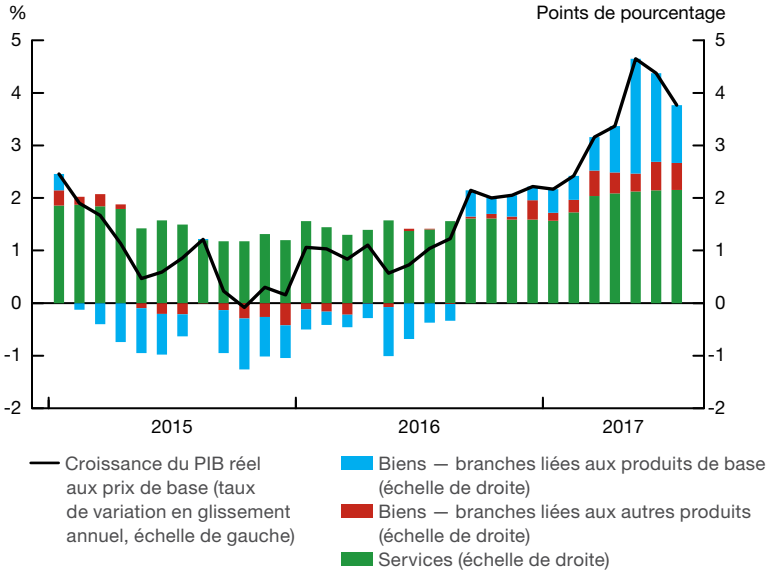
La croissance du PIB devrait ralentir pour s'établir à un rythme plus soutenable

La Banque prévoit que la croissance économique ralentira et que les taux de croissance trimestriels se situeront en moyenne près du rythme d'expansion de la production potentielle en 2018 et 2019 (**Tableau 3**). La composition de la croissance du PIB devrait rester relativement équilibrée. La forte progression de la demande étrangère devrait alimenter une hausse des exportations et favoriser les investissements des entreprises. La consommation et l'investissement résidentiel sont appelés à ralentir, les ménages réagissant aux conditions financières moins avantageuses, et les mesures macroprudentielles et en matière de logement continuant de peser sur l'activité dans le marché de l'habitation. Les dépenses publiques devraient stimuler la croissance dans les trimestres à venir, compte tenu des mesures budgétaires annoncées précédemment[9].

La Banque s'attend à ce que la croissance économique reste généralisée dans l'ensemble des secteurs. La solide expansion du secteur des services devrait se poursuivre et la vigueur récente des branches d'activité productrices de biens est maintenant plus fermement enracinée (**Graphique 11**). Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises donnent également à penser que le niveau élevé des indicateurs des ventes futures demeure généralisé dans l'ensemble des régions et des secteurs (**Graphique 12**).

Graphique 11 : Le secteur des services poursuit son expansion, tandis que la vigueur des branches d'activité productrices de biens est plus fermement enracinée

Contribution à la croissance du PIB réel aux prix de base, données mensuelles désaisonnalisées

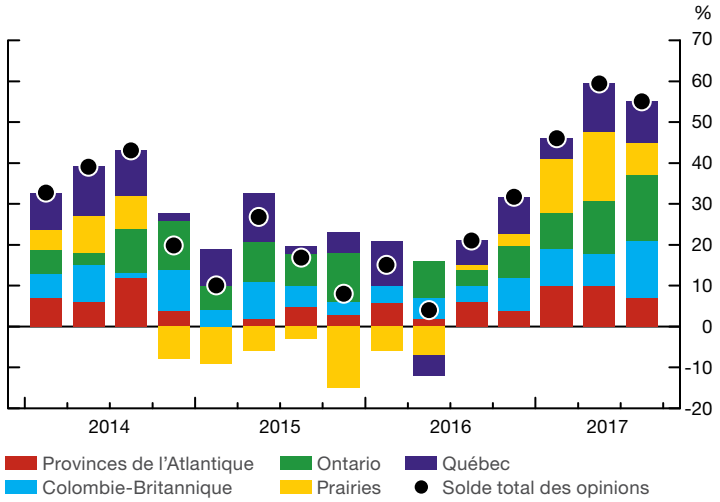


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : juillet 2017

9 Le scénario de la Banque tient aussi compte des mesures annoncées depuis la parution du *Rapport* de juillet 2017, dont les nouvelles dépenses contenues dans le point budgétaire de la Colombie-Britannique. En outre, la persistance des données plus faibles que prévu concernant les dépenses publiques en infrastructure laisse entrevoir un redressement plus modeste au cours de la présente année, et en conséquence des retombées moins importantes par la suite, qu'on ne le projetait en juillet.

Graphique 12 : Les indicateurs des ventes futures laissent encore entrevoir des perspectives de vente dynamiques dans l'ensemble des régions

Contribution au solde des opinions[a], données trimestrielles



a. D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises qui font état d'une amélioration des indicateurs récents (carnets de commandes, réservations, demandes de renseignements, etc.) par rapport à il y a douze mois, diminué du pourcentage de celles qui signalent une détérioration des indicateurs.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2017T3

La reprise des investissements des entreprises s'enracine plus fermement

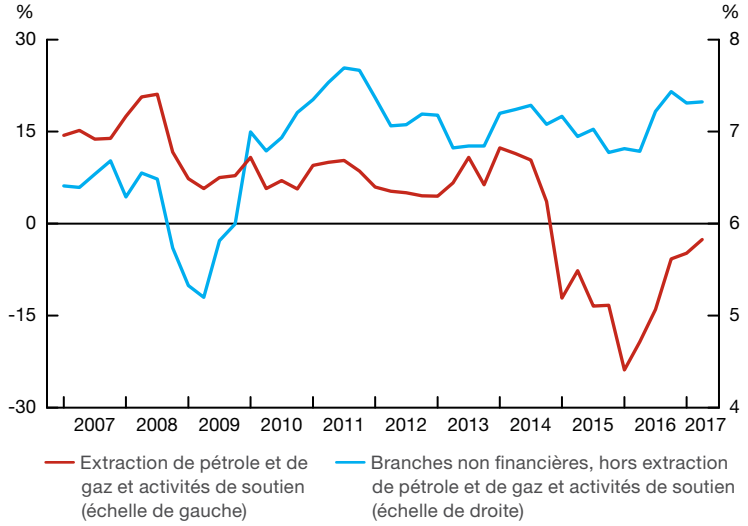
Après avoir rebondi durant les premiers mois de 2017, les investissements des entreprises devraient croître à un rythme plus modéré, mais stable, durant la période de projection. Comme l'économie fonctionne près des limites de sa capacité, la Banque s'attend à ce que la hausse en cours de la demande des ménages et de la demande étrangère, les fortes marges bénéficiaires ainsi que la solide confiance des entreprises soutiennent la croissance des investissements (**Graphique 13** et **Graphique 14**). Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet automne indiquent que, même si les intentions d'augmenter les investissements ont baissé par rapport aux niveaux élevés enregistrés récemment, elles restent répandues dans tous les secteurs et toutes les régions[10].

Les données sur les investissements ne rendent peut-être pas entièrement compte des dépenses engagées par les entreprises dans le but d'accroître la capacité et la productivité. Par exemple, les dépenses liées à l'infonuagique et à d'autres services relatifs aux infrastructures de technologies de l'information sont souvent considérées comme des charges d'exploitation plutôt que comme des investissements à proprement parler. Cependant, de telles innovations peuvent entraîner une productivité et une production potentielle accrues pour un niveau d'investissement donné. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises et ceux de consultations

10 L'enquête a été menée du 24 août au 19 septembre, soit avant que le département du Commerce des États-Unis ait rendu une décision préliminaire recommandant d'assujettir certaines exportations canadiennes d'aéronefs à des droits compensateurs et antidumping.

Graphique 13 : Les marges bénéficiaires des branches d'activité liées au pétrole et au gaz se redressent fortement, tandis que celles d'autres branches demeurent près des sommets historiques

Marge bénéficiaire opérationnelle, données trimestrielles

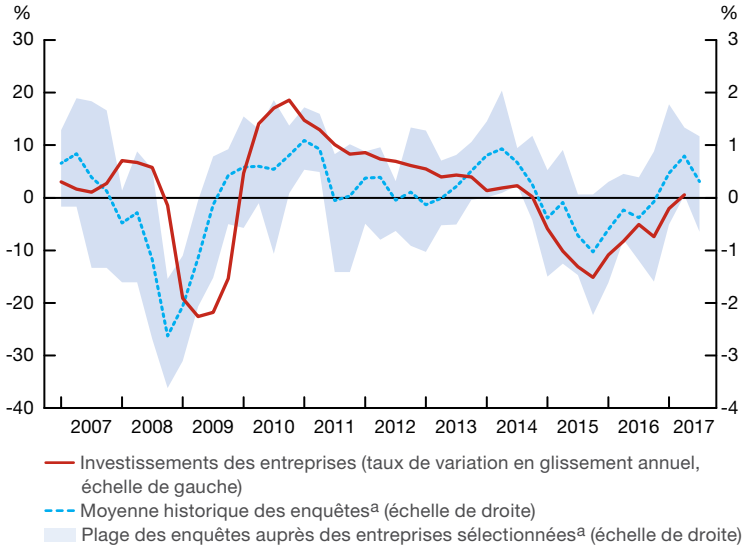


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2017T2

Graphique 14 : Les indicateurs de la confiance des entreprises se sont améliorés au cours des derniers trimestres

Données trimestrielles



a. Écart par rapport à la moyenne historique, établi selon l'écart-type

Sources : Statistique Canada, Conference Board du Canada, The Gandalf Group, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, IHS Markit, Comptables professionnels agréés du Canada, Exportation et développement Canada, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2017T2 (investissements des entreprises) et 2017T3 (plage et moyenne historique des enquêtes sélectionnées)

menées par la Banque donnent à penser que les entreprises s'attendent à continuer de compter sur ces technologies pour améliorer leur capacité de production[11].

Le raffermissement des cours mondiaux des produits de base et l'assainissement des bilans des sociétés pétrolières et gazières favoriseront une expansion graduelle des investissements liés à ces produits, mais les perspectives de croissance sont limitées compte tenu de l'évolution postulée des prix du pétrole (**Encadré 2**). Les investissements des entreprises hors produits de base devraient augmenter parallèlement à la progression de la demande des principaux partenaires commerciaux du Canada. Néanmoins, la Banque s'attend à ce que l'incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis et les difficultés d'ordre structurel, dont la faible croissance tendancielle de la population active et de la productivité attendue au Canada par rapport aux données historiques, continuent à limiter la croissance des investissements[12].

Les exportations devraient croître en phase avec la demande étrangère

Conformément aux prévisions de juillet, la croissance des exportations canadiennes a affiché une faiblesse temporaire ces derniers mois en raison, notamment, du repli escompté de la production d'automobiles au troisième trimestre. Durant la période de projection, on s'attend à ce que les exportations progressent plus ou moins en phase avec le renforcement de la demande étrangère (**Graphique 15**). La croissance des importations devrait ralentir, la demande intérieure décélérant. Cependant, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB pour 2018 et 2019 est légèrement inférieure aux prévisions du *Rapport* de juillet, à la suite de la récente appréciation du dollar canadien.

Au cours de la dernière année, la croissance des exportations de services, dynamisée par les services de transport et de voyage, a été solide et devrait se maintenir à peu près au même rythme. Les exportations de biens hors produits de base ont également remonté récemment et la Banque s'attend à ce que plusieurs types de biens — y compris les machines et le matériel industriels, les produits en caoutchouc et en plastique, ainsi que les aliments et les boissons — bénéficient de la croissance mondiale.

Quelques défis subsistent, lesquels devraient garder la croissance des exportations de biens hors produits de base à un niveau modéré. La dégradation de la compétitivité et la délocalisation de la production à l'extérieur du Canada par certaines multinationales ont contribué à la perte de capacité de production d'exportateurs canadiens de biens et à la réduction de leur part du marché mondial. Les changements survenus ces derniers temps dans l'industrie automobile en sont un bon exemple. De plus, on suppose que l'incertitude quant aux mesures commerciales proposées et au sort des accords commerciaux pourrait entraver la capacité du Canada de tirer parti de l'amélioration des perspectives mondiales.

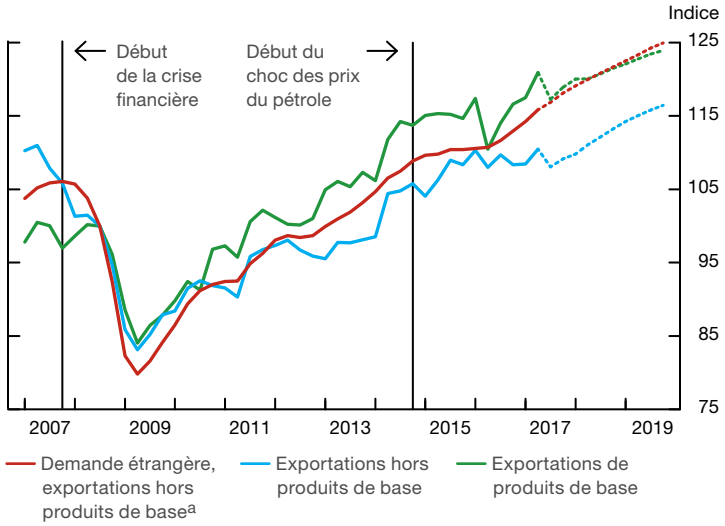
---

11 Voir, par exemple, OCDE (2017), *Key Issues for Digital Transformation in the G20*, 12 janvier; B. van Ark, C. Corrado, A. Erumban et G. Levanon (2016), *Navigating the New Digital Economy*, Conference Board du Canada; et W. Dong, J. Fudurich et L. Suchanek (à paraître), *Digital Transformation in the Service Sector — Insights from Consultations with Firms in Wholesale, Retail and Logistics*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

12 La prise en compte des effets de cette incertitude devrait retrancher environ 0,7 point de pourcentage de la croissance des investissements et quelque 0,2 point de pourcentage de celle des exportations canadiennes en 2017 et en 2018.

Graphique 15 : Les exportations devraient augmenter avec le renforcement de la demande étrangère

Dollars enchaînés de 2007, base 100 de l'indice : 2008T3, données trimestrielles



a. La mesure de la demande étrangère d'exportations canadiennes hors produits de base est fondée sur GRACE (base 100 : 2007). Pour en savoir plus, voir A. Binette, T. Chernis et D. de Munnik (2017), *Global Real Activity for Canadian Exports: GRACE*, document d'analyse du personnel nº 2017-2, Banque du Canada.

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

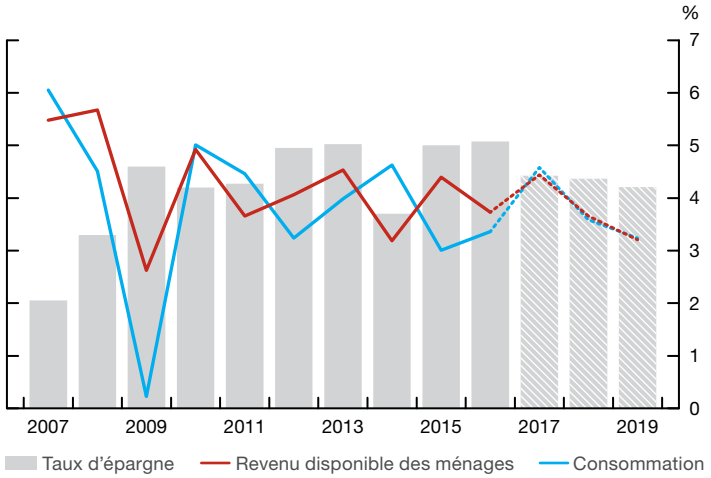
La croissance des exportations de produits de base devrait être modeste au cours des deux prochaines années, la production et les exportations ayant été bridées par les investissements limités dans de nouvelles capacités effectués dans ce secteur ces dernières années. À long terme, ces exportations pourraient croître plus vigoureusement si la hausse des prix des produits de base se poursuit, et que les investissements et la capacité de production augmentent.

Les dépenses des ménages devraient ralentir

La Banque prévoit une décélération de la croissance de la consommation et une modeste contraction de l'investissement résidentiel en 2018 et 2019. Plusieurs facteurs pèseront probablement sur les dépenses des ménages, notamment un ralentissement escompté de l'accroissement du revenu disponible (**Graphique 16**). En outre, bien que les conditions financières demeurent généralement expansionnistes, la hausse des taux d'intérêt a fait augmenter le coût des nouveaux emprunts et du service de la dette. Les coûts d'emprunt plus élevés sont susceptibles de freiner les dépenses des ménages, en particulier leurs achats de biens durables et de logements. Étant donné les niveaux globalement accrus d'endettement, de telles dépenses devraient être plus sensibles aux variations de taux d'intérêt qu'au cours des cycles économiques précédents (voir l'**Annexe** pour une description des changements apportés récemment à la modélisation de la consommation et de l'endettement des ménages). Les taux d'intérêt plus élevés sur le crédit à la consommation, les lignes de crédit garanties par l'avoir foncier et les prêts hypothécaires à taux variable ont des répercussions immédiates pour les emprunteurs, mais l'effet des hausses récentes de taux sur les détenteurs d'un prêt hypothécaire à taux fixe sera graduel. Les prêts hypothécaires assortis d'un taux fixe de trois à cinq ans représentent une

Graphique 16 : La croissance de la consommation devrait ralentir au même rythme que le revenu disponible

Taux de variation nominal, données annuelles



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

part importante de la dette totale des ménages, et les hausses de revenus devraient aider ceux qui ont souscrit un emprunt à taux fixe à continuer à le rembourser après son renouvellement[13].

La Banque s'attend aussi à ce que d'autres facteurs pèsent sur l'activité dans le secteur du logement. Elle prévoit une diminution du niveau des mises en chantier au cours des années à venir, de pair avec le ralentissement progressif de la croissance de la population qui est anticipé. De plus, on peut penser que l'adoption de mesures macroprudentielles et en matière de logement, bien que contribuant à rendre les profils d'endettement plus soutenables à l'avenir, aura aussi une incidence défavorable sur la demande de logements. Par exemple, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a récemment annoncé de nouvelles lignes directrices visant à resserrer les pratiques de souscription de prêts hypothécaires résidentiels. Ces lignes directrices devraient retrancher environ 0,2 % du niveau du PIB d'ici la fin de 2019[14]. Conjointement, les récentes hausses de taux d'intérêt et les changements apportés à la politique macroprudentielle viendront vraisemblablement modérer l'investissement résidentiel, puisque certains acheteurs éventuels contracteront un plus petit prêt hypothécaire alors que d'autres reporteront leur achat.

13 En particulier, vu les taux d'intérêt actuels, les ménages qui ont contracté un prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans sont en mesure de le renégocier et d'obtenir une baisse de taux. Ceux qui renouvelleront leur prêt durant la période de projection ont, pour la plupart, de bonnes chances de voir diminuer leur ratio du service de la dette, surtout à cause de l'augmentation cumulative de leurs revenus. Ainsi, ces emprunteurs hypothécaires seront probablement capables de s'adapter à une hausse des taux hypothécaires.

14 Le BSIF a publié, le 17 octobre, son examen de la ligne directrice B-20, intitulée *Pratiques et procédures de souscription de prêts hypothécaires résidentiels*, qui entre en vigueur le 1er janvier 2018. L'estimation que fait la Banque des effets de cette ligne directrice intègre des simulations ainsi que les conséquences passées des modifications apportées à la réglementation du secteur du logement. Une incertitude considérable entoure l'incidence globale de ces mesures sur l'économie, parce que les changements de comportement des emprunteurs et des prêteurs sont difficiles à prévoir.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait augmenter pour passer à environ 2 %

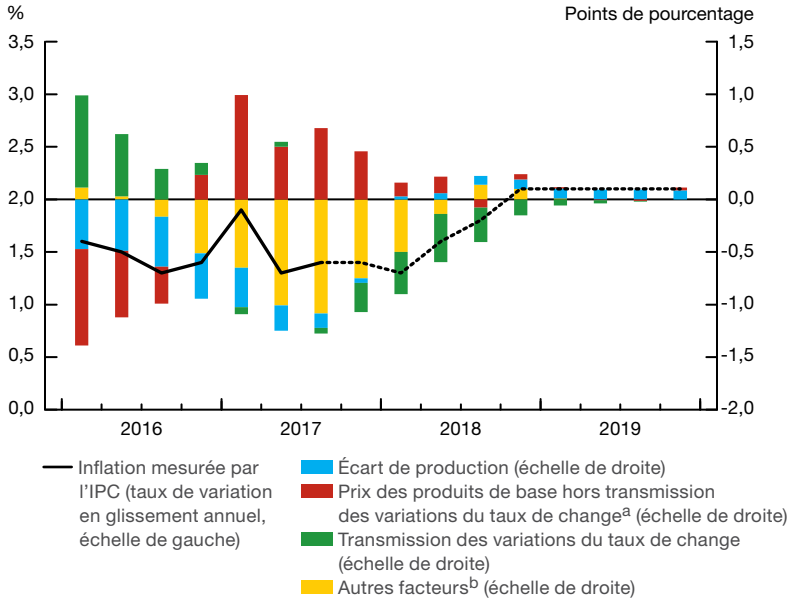
La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC se situe en moyenne à 1,4 % au quatrième trimestre et qu'elle remonte jusqu'aux alentours de 2 % au deuxième semestre de 2018, pour ensuite demeurer près de la cible (**Tableau 3** et **Graphique 17**).

Selon le scénario de référence, l'augmentation graduelle de l'inflation projetée témoigne avant tout de la disparition de facteurs temporaires. Les pressions à la baisse attribuables à une croissance inférieure à la moyenne des prix des aliments devraient s'être complètement dissipées d'ici au début de 2018, alors que celles résultant des rabais sur les prix de l'électricité en Ontario devraient subsister jusqu'au milieu de l'année. Après avoir amputé l'inflation de 0,2 point de pourcentage selon les estimations au second semestre de 2017, les répercussions de la vigueur accrue du dollar canadien devraient s'amplifier et culminer au deuxième trimestre de 2018, retranchant alors 0,5 point de pourcentage de l'inflation, avant de s'estomper d'ici la fin de 2018.

Cette projection cadre avec le maintien d'attentes d'inflation à moyen et à long terme bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en septembre 2017 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 1,6 % pour 2017 et de 1,9 % pour 2018. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 2 % jusqu'en 2027.

Graphique 17 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait augmenter et demeurer près de 2 % pendant la période de projection

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



a. Cette mesure tient aussi compte de 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, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Au final, du milieu de 2016 au début de 2018, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de l'inflation (inférieure à la moyenne) des aliments ainsi que l'incidence estimative sur les prix de l'électricité du plan ontarien pour l'équité dans le secteur de l'électricité.

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

Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ±0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. 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 ±0,3 et ±0,6 point de pourcentage au quatrième trimestre de 2017 à ±0,6 et ±1,5 point de pourcentage à la fin de 2019.

Résumé des grands enjeux liés à la projection

L'économie canadienne fonctionne près des limites de sa capacité et l'inflation devrait augmenter pour avoisiner 2 % au cours des prochains trimestres. Dans ce contexte, la Banque s'attache à évaluer l'importance de quatre grands enjeux.

- La Banque évalue dans quelle mesure la croissance potentielle augmente de pair avec la forte demande, étant donné que l'économie tourne presque à plein régime. Le scénario de référence tient compte dans une certaine mesure de l'effet d'une solide progression de la demande sur la production potentielle.
- Des facteurs mondiaux et technologiques ont fait diminuer l'inflation dans les économies avancées ces dernières années. À ce jour, leur incidence sur l'inflation canadienne ne semble pas considérable, mais les travaux se poursuivent dans ce domaine. La dynamique de l'inflation au Canada postulée dans la projection de la Banque témoigne des effets temporaires de facteurs sectoriels, de la transmission des variations du taux de change et de l'évolution des capacités excédentaires de l'économie.
- Malgré le récent redressement du marché du travail, les gains salariaux restent modérés et leur progression ne sera probablement que graduelle. La projection suppose qu'une augmentation du taux d'activité et du nombre d'heures travaillées pourrait survenir avant que les augmentations salariales n'exercent des pressions à la hausse appréciables sur l'inflation.
- Enfin, les dépenses des ménages sont influencées par les niveaux élevés d'endettement de ces derniers, ainsi que par diverses mesures, macroprudentielles et autres, visant le marché du logement. Le principal modèle macroéconomique de la Banque a été revu pour refléter le fait que les taux d'intérêt ont une incidence plus importante sur les dépenses des ménages lorsque ceux-ci sont lourdement endettés. La projection est aussi fondée sur les effets estimés des nouvelles mesures concernant le logement.

La Banque continuera de suivre l'évolution de tous ces enjeux, étant donné leur importance pour les perspectives d'inflation.

Annexe : Les récentes modifications du modèle TOTEM

Le modèle TOTEM (*Terms of Trade Economic Model*) est le principal modèle macroéconomique de la Banque du Canada. Depuis sa création en 2005, TOTEM a connu deux grandes séries de changements destinés à tenir compte des progrès accomplis dans le domaine de la modélisation économique, ce qui s'est traduit par l'élargissement de l'éventail de questions auxquelles le modèle peut apporter réponse. La première version actualisée (TOTEM II) a été réalisée en 2011. Parmi les changements qui ont été apportés, notons l'introduction de plusieurs taux d'intérêt et d'une structure plus générale des pratiques en matière d'établissement des salaires et des prix[15]. La seconde version (TOTEM III) sera mise en place cette année. Les nouveaux éléments du modèle mettent en relation, d'une manière cohérente, un endettement plus élevé des ménages avec une plus forte sensibilité de la production et de la consommation aux mouvements de taux d'intérêt, essentiellement du fait des variations de la consommation des emprunteurs. Un résumé des modifications les plus importantes qu'intègre TOTEM III est fourni dans la présente annexe.

Une meilleure modélisation de la dette des ménages

La Banque prend déjà en compte la dette des ménages dans deux de ses modèles affectés à la stabilité financière, à savoir le modèle MP2 (modèle d'analyse macroprudentielle et monétaire) et le modèle HRAM (modèle d'évaluation des risques dans le secteur des ménages), mais TOTEM III représente la première tentative d'incorporation de la dette des ménages dans le principal modèle macroéconomique de la Banque[16]. Dans le détail, les principaux éléments intégrés à TOTEM III qui concernent le secteur des ménages sont les suivants[17] :

Les ménages qui empruntent : Dans les versions précédentes du modèle TOTEM, un rôle particulièrement important était attribué à une catégorie de ménages (les épargnants) qui ont accumulé de la richesse et lissent leur consommation en se servant de leur épargne. Les ménages qui empruntent ont été ajoutés à TOTEM III et y occupent une place presque aussi importante que celle des épargnants. Ces emprunteurs se démarquent des épargnants par leur impatience et valorisent davantage la consommation immédiate que la consommation future. À l'équilibre, ce comportement crée une situation où les emprunteurs financent une partie de leurs dépenses en recevant des prêts en provenance des épargnants.

Les mouvements stocks-flux : Par hypothèse, la dette des ménages évolue avec les versements de capital et les nouveaux prêts. Les versements de capital reposent sur un taux d'amortissement fixe des prêts à un horizon qui est en adéquation avec les données.

Le rapport prêt-valeur et l'extraction de liquidités du patrimoine foncier : Dans TOTEM III, il existe une contrainte liée à la valeur des garanties. Les nouveaux prêts accordés aux emprunteurs correspondent à la somme

15 Voir J. Dorich, M. K. Johnston, R. R. Mendes, S. Murchison et Y. Zhang (2013), *ToTEM II: An Updated Version of the Bank of Canada's Quarterly Projection Model*, rapport technique n° 100, Banque du Canada.

16 Sur les modèles MP2 et HRAM, voir S. Alpanda, G. Cateau et C. Meh (2014), *A Policy Model to Analyze Macroprudential Regulations and Monetary Policy*, document de travail du personnel n° 2014-6, Banque du Canada; ainsi que B. Peterson et T. Roberts (2016), *Household Risk Assessment Model*, rapport technique n° 106, Banque du Canada.

17 L'activité des emprunteurs n'était pas intégrée à TOTEM II. De ce fait, rien n'était prévu dans le modèle pour les mouvements stocks-flux, le rapport prêt-valeur, l'extraction de liquidités du patrimoine foncier ou la combinaison de taux fixes et de taux variables appliqués à l'encours de la dette.

de deux composantes : a) la valeur des logements achetés par ces emprunteurs multipliée par le rapport prêt-valeur actuel et b) une part du montant actuel de l'avoir propre foncier. Le premier élément vise à appréhender les prêts hypothécaires, et le second, à rendre compte des marges de crédit hypothécaire. Le modèle intègre, de cette façon, la plupart des formes d'emprunts garantis contractés par les ménages dont font état les données. L'ensemble de ces emprunts représente plus de 80 % du volume de la dette des ménages au Canada.

La combinaison d'un taux fixe et d'un taux variable : Le taux débiteur effectif est la moyenne pondérée du taux effectif de la période précédente et du taux exigé sur les nouveaux prêts. Cette propriété permet au modèle de reproduire la combinaison de taux fixes et de taux variables appliqués aux emprunts garantis que l'on observe dans les données.

Une modélisation plus détaillée du marché du logement

TOTEM III a par ailleurs une structure du marché du logement plus détaillée. Côté demande, la principale innovation réside dans le fait que les emprunteurs participent dorénavant à l'évolution de la demande globale de logements, si bien que la dette hypothécaire peut maintenant influer sur les prix des habitations. En outre, comme les prix des habitations ont une incidence sur la contrainte liée à la valeur des garanties — vu qu'ils influencent les investissements résidentiels et l'avoir propre foncier —, le modèle possède un canal au travers duquel ces prix se répercutent sur la dette des ménages.

Parallèlement, on trouve désormais du côté de l'offre un secteur spécialisé dans la production des biens d'investissement résidentiels. Cet ajout permet au modèle de suivre l'évolution du déflateur des prix de l'investissement résidentiel, ce qui n'était pas le cas dans le modèle TOTEM II[18]. De plus, le secteur du logement dans TOTEM III est modélisé en combinant des structures résidentielles et des terrains. Ce choix permet d'établir une relation entre les prix des habitations et les prix des investissements résidentiels et des terrains[19].

Une meilleure méthode d'estimation

La plupart des paramètres de TOTEM III ont été estimés au moyen d'une méthode bayésienne, ce qui autorise l'intégration d'informations issues de microdonnées et d'autres sources. Dans TOTEM II, la majorité des paramètres étaient plutôt estimés au moyen de la méthode traditionnelle du maximum de vraisemblance.

De meilleures mesures des déterminants des exportations hors produits de base

Les exportations du Canada hors produits de base sont influencées par le taux de change réel et par le niveau de l'activité étrangère. Au cours des deux dernières années, les économistes de la Banque ont mis au point des mesures plus performantes de ces variables : TEC (indice du taux de change effectif du dollar canadien) et GRACE (pour *global real activity for Canadian exports*)[20]. Ces nouvelles mesures qui ont été intégrées à TOTEM III permettent au modèle de mieux expliquer la récente dynamique des exportations hors produits de base.

---

18 Dans TOTEM II, les biens d'investissement résidentiels étaient produits et fournis par le secteur de la consommation, de telle sorte qu'il n'y avait pas de différence entre le déflateur des prix à la consommation et le déflateur des prix de l'investissement résidentiel.

19 En revanche, dans le modèle TOTEM II, les prix des habitations étaient déterminés à partir d'une équation de forme réduite qui visait à bien décrire l'offre.

20 Voir R. Barnett, K. Charbonneau et G. Poulin-Bellisle (2016), *A New Measure of the Canadian Effective Exchange Rate*, document d'analyse du personnel n° 2016-1, Banque du Canada; ainsi que A. Binette, T. Chernis et D. de Munnik (2017), *Global Real Activity for Canadian Exports: GRACE*, document d'analyse du personnel n° 2017-2, Banque du Canada.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'éventualité d'une montée notable du protectionnisme à l'échelle internationale est la plus importante source d'incertitude en ce qui concerne les perspectives. Les évolutions récentes, dont le recours par les États-Unis à des mesures discrétionnaires ciblées, accentuent l'incertitude quant au sort des accords commerciaux actuels et futurs. Cependant, la Banque a décidé de ne pas quantifier complètement les répercussions de telles mesures protectionnistes. Il lui faut obtenir des précisions afin de réduire l'éventail des possibilités, plus particulièrement en ce qui concerne la nature exacte des changements envisagés et le moment où ils entreraient en vigueur. La Banque s'est néanmoins efforcée, comme en juillet, de mieux équilibrer les risques pesant sur les perspectives en intégrant à son scénario de référence au moins certains des effets négatifs qu'a l'incertitude élevée à l'échelle mondiale.

Mis à part l'incertitude se rapportant aux politiques commerciales à l'échelle internationale, les perspectives d'inflation formulées par la Banque sont soumises à plusieurs risques haussiers et baissiers liés tant à la conjoncture extérieure qu'à la situation économique intérieure. Globalement, l'institution estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur certains risques qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste de risques pris en compte dans la projection.

L'évolution des risques depuis juillet est résumée au **Tableau 4**. Le risque touchant les exportations plus faibles et l'atonie des investissements des entreprises au Canada a été modifié de façon à l'axer davantage sur la possibilité d'une montée du protectionnisme et les problèmes de compétitivité. Comme en juillet, le risque d'une production potentielle plus élevée est traité avec celui d'une faiblesse persistante de l'inflation et met en lumière l'incertitude associée aux effets sur l'inflation de facteurs structurels et d'une offre excédentaire prolongée[21].

1) Tendance au protectionnisme et faiblesse des exportations canadiennes

Bien que l'on ignore encore comment va évoluer la politique commerciale des États-Unis, plusieurs décisions discrétionnaires qui ont été prises par l'administration américaine en rendent déjà évidente la

21 Les risques associés à un niveau plus élevé des taux d'intérêt à long terme dans le monde et des prix des produits de base décrits dans les précédents rapports ne sont pas abordés dans la présente livraison, mais continuent de faire l'objet d'un suivi.

tendance protectionniste. Des droits compensateurs ont notamment été imposés sur les aéronefs canadiens, et l'incertitude entourant la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) est élevée. D'autres effets négatifs sont également à envisager si de nouvelles mesures sont mises en œuvre[22]. Même si la Banque est prudente dans sa projection concernant les exportations, il existe un risque que celles-ci se révèlent inférieures aux attentes en raison des pressions croissantes liées à la tendance au protectionnisme et des problèmes qui subsistent sur le plan de la compétitivité[23]. Dans ce contexte, les entreprises pourraient réagir à la progression de la demande étrangère en rehaussant leurs capacités de production extraterritoriales plutôt qu'en exportant à partir du Canada, ce qui pourrait s'avérer un frein supplémentaire pour les exportations et les investissements des entreprises canadiennes, étant donné que ces dernières s'abstiendraient d'augmenter leurs capacités de production au pays.

2) Incidence accrue sur l'inflation de facteurs structurels et d'une offre excédentaire prolongée

Même si les pressions inflationnistes modérées au Canada et dans la plupart des économies avancées au cours des dernières années s'expliquent en bonne partie par la présence de capacités excédentaires dans l'économie et de facteurs transitoires, il est possible que des facteurs structurels internationaux jouent un rôle plus déterminant qu'on ne le croit actuellement (**Encadré 1**). De même, la trajectoire de la production potentielle pourrait être supérieure aux prévisions. À mesure que l'économie se rapproche de sa pleine capacité, la croissance des investissements privés pourrait être plus forte que prévu, et cette activité supérieure aux attentes pourrait aussi entraîner la réintégration de travailleurs sortis de la population active ou ayant été sous-employés. Bien que ces effets soient entourés d'une incertitude considérable, le niveau de la production potentielle pourrait se situer jusqu'à 1 % au-dessus du niveau attendu d'ici la fin de 2020[24]. Plus ces effets seront intenses, plus il sera probable qu'une croissance économique supérieure aux prévisions se produise sans occasionner de pressions inflationnistes supplémentaires par rapport au scénario de référence.

Il subsiste par ailleurs une double incertitude, à savoir si l'offre excédentaire observée antérieurement continue d'avoir un effet sur l'inflation et si la relation entre l'écart de production et l'inflation s'est affaiblie.

3) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Les mesures de déréglementation envisagées et la réduction substantielle possible de l'impôt des entreprises et des particuliers à l'échelon fédéral aux États-Unis pourraient stimuler l'économie américaine. La déréglementation, si elle intensifie la compétitivité

22 Les possibilités sont multiples, et les canaux par lesquels ces mesures pourraient se répercuter sur l'économie sont complexes. Voir l'Encadré 1 de la livraison d'avril 2017 du *Rapport sur la politique monétaire*.

23 Par exemple, l'incidence des restrictions commerciales sur les exportations de bois d'œuvre résineux est intégrée au scénario de référence.

24 Pour un complément d'information, voir J. Yang, B. Tomlin et O. Gervais (2017), *Alternative Scenario to the October 2017 MPR Base-Case Projection: Higher Potential Growth*, note analytique du personnel nº 2017-18, Banque du Canada.

dans un contexte où se combinent des conditions financières expansionnistes, un niveau élevé des cours boursiers et des profits des entreprises, est susceptible de contribuer à réveiller des « esprits animaux ». Un nouveau regain de confiance des entreprises pourrait accélérer le rythme de progression des investissements, la création d'entreprises, l'innovation et la croissance de la productivité. De plus, les baisses d'impôt éventuelles pourraient alimenter légèrement la hausse de la consommation et des investissements, bien que leurs effets exacts dépendront du moment, de l'ampleur et de la répartition des réductions. L'accroissement des dépenses des ménages et des investissements publics et privés aux États-Unis aurait des retombées positives au Canada, aux chapitres de la confiance des entreprises, des investissements et des exportations.

4) Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens

La forte dépense, combinée au haut niveau de confiance des consommateurs, laisse entrevoir un dynamisme sous-jacent. Bien que les chiffres récents des ventes de véhicules automobiles et des ventes au détail indiquent la possibilité d'un ralentissement au cours des prochains trimestres, la robustesse de la consommation enregistrée dernièrement pourrait se maintenir si la croissance des salaires et des revenus des ménages continuait d'augmenter plus vite que prévu du fait que le marché du travail se rapprocherait du plein emploi. De surcroît, la vigueur récente de la croissance du crédit pourrait persister plus longtemps qu'escompté. Ce phénomène stimulerait l'activité économique, mais il pourrait accentuer davantage les vulnérabilités macroéconomiques et financières associées à l'important niveau d'endettement des ménages.

5) Recul marqué des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe

Les déséquilibres sur le marché du logement au Canada restent une vulnérabilité majeure, plus particulièrement dans les régions du Grand Toronto et du Grand Vancouver[25]. Dans le contexte d'un haut niveau d'endettement, les ménages pourraient être encore plus sensibles aux hausses des taux d'intérêt que ne le suppose le scénario de référence, ce qui pourrait entraîner une correction des prix des logements dans les régions où les évaluations foncières sont élevées. Une baisse généralisée de ces prix circonscrite à certaines régions aurait une incidence néfaste et importante sur l'investissement résidentiel, les dépenses de consommation connexes et les services immobiliers dans les régions touchées. Une telle chute des prix des logements pourrait également plomber davantage la consommation des ménages en produisant des effets défavorables sur la richesse et les garanties. En somme, un recul marqué des prix des logements dans certaines régions pourrait avoir une forte incidence négative sur les perspectives économiques de ces régions mais peu d'effets directs dans le reste du pays.

25 Pour un complément d'information, se reporter au Risque 2 de la livraison de juin 2017 de la *Revue du système financier*.

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

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Tendance au protectionnisme et faiblesse des exportations canadiennes	▪ L'incertitude mondiale demeure élevée ▪ Les exportations réelles de biens ont reculé de 5,9 % de mai à août ▪ Le gouvernement américain a imposé des droits compensateurs et des droits antidumping sur les exportations canadiennes d'aéronefs ▪ La renégociation de l'ALENA s'est amorcée en août	▪ Les mesures de la demande étrangère ▪ Les parts du marché des exportations ▪ Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de la demande d'exportations canadiennes ▪ Les faits nouveaux touchant les politiques commerciales
Incidence accrue sur l'inflation de facteurs structurels et d'une offre excédentaire prolongée	▪ Le taux d'accroissement de l'IPC et les mesures de l'inflation fondamentale ont augmenté au cours des derniers mois, mais restent en deçà de 2 % ▪ La croissance des salaires reste modérée ▪ La croissance du nombre moyen d'heures travaillées est faible ▪ La progression de la productivité du travail a été robuste au cours des derniers trimestres	▪ Les mesures de l'inflation fondamentale ▪ Les estimations de l'écart de production ▪ Les attentes d'inflation ▪ Les mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail, dont les salaires, le travail à temps partiel involontaire, le nombre d'heures travaillées, le taux d'activité chez les jeunes, le taux d'activité des travailleurs dans la force de l'âge et le chômage de longue durée ▪ L'adoption de nouvelles technologies et la croissance du commerce électronique ▪ La création d'entreprises, les investissements des entreprises et la productivité ▪ Les indicateurs des intentions d'investissements et de la confiance des entreprises canadiennes
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	▪ La confiance des entreprises et des consommateurs demeure élevée ▪ La création d'entreprises a augmenté, mais la croissance de la productivité du travail reste modeste malgré les récentes améliorations ▪ L'incertitude entourant les politiques économiques demeure élevée	▪ La confiance des entreprises et des consommateurs ▪ La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle ▪ Le taux d'activité et la productivité du travail ▪ La publication du budget et les autres annonces des autorités
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	▪ La consommation est restée élevée au deuxième trimestre de 2017 grâce à des ventes de véhicules automobiles et des ventes au détail supérieures aux attentes ▪ L'emploi et les revenus ont aussi augmenté, ce qui a entraîné une hausse des taux d'épargne au deuxième trimestre de 2017 ▪ L'endettement des ménages a continué d'augmenter	▪ Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail ▪ La confiance des consommateurs ▪ L'activité et les prix dans le secteur du logement ▪ L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Recul marqué des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe	▪ L'activité dans le secteur du logement et l'investissement résidentiel ont diminué au deuxième trimestre de 2017, sous l'effet des reculs enregistrés en Ontario ▪ La croissance des prix des logements a ralenti quelque peu au cours des derniers mois	▪ L'activité et les prix dans le secteur du logement ▪ La confiance des consommateurs ▪ Les dépenses des ménages ▪ Le cadre réglementaire ▪ Le crédit hypothécaire à l'habitation