



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2019



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour². Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et

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

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

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

Le suivi de l'inflation

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

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

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

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

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



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2019

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

Table des matières

L'économie mondiale	1
Encadré 1 : Évaluation annuelle de la croissance de la production potentielle mondiale	2
Le commerce international	3
Les États-Unis	4
La zone euro	5
Les pays émergents	6
Les conditions financières	6
Les prix des produits de base	7
L'économie canadienne	9
Encadré 2 : Principaux éléments du scénario de référence	10
Encadré 3 : Le taux neutre	11
L'évolution récente	12
Les pressions sur la capacité de production et l'inflation	14
La croissance de la production potentielle	16
Les perspectives économiques	17
Les dépenses des ménages	18
Les investissements des entreprises	20
Le secteur de l'énergie	21
Les exportations hors énergie	22
Les perspectives d'inflation	23
Les risques entourant les perspectives d'inflation	25
Annexe : La production potentielle au Canada	29

L'économie mondiale

La croissance économique mondiale a ralenti à travers le monde dans la dernière partie de 2018. La Banque s'attendait à une modération du rythme de croissance — qui dépassait celui de la production potentielle — en raison de facteurs cycliques et des répercussions des politiques commerciales. Le ralentissement a cependant été plus prononcé qu'elle ne l'escomptait en janvier, au moment de la parution du *Rapport sur la politique monétaire*. Les effets des conflits commerciaux et de l'incertitude qui leur est associée, ainsi que des facteurs temporaires propres à certains pays, ont été plus marqués que prévu précédemment.

Face à la multiplication des signes de ralentissement de l'activité, de nombreuses banques centrales ont signalé un rythme plus lent de normalisation de leur politique monétaire. La Chine a pour sa part réagi en annonçant de nouvelles mesures budgétaires et monétaires. Sous l'effet conjugué de ces changements et des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine perçues comme allant bon train, les conditions financières mondiales se sont améliorées et les prix des produits de base ont augmenté.

La Banque suppose que l'incertitude engendrée par le différend commercial entre les États-Unis et la Chine et d'autres tensions de même nature continuera de peser sur la confiance, les échanges commerciaux et les investissements, et qu'elle freinera donc l'activité à l'échelle mondiale. Compte tenu de tous ces facteurs, la croissance mondiale devrait se raffermir au premier semestre de 2019, à mesure que les effets des facteurs temporaires se dissiperont. Elle devrait avoisiner 3¼ % en moyenne au cours de la période de projection, soit un rythme globalement équivalent à celui de la croissance potentielle (**tableau 1** et **encadré 1**).

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

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2018	2019	2020	2021
États-Unis	15	2,9 (2,9)	2,3 (2,4)	1,7 (1,6)	1,7
Zone euro	12	1,8 (1,9)	1,2 (1,5)	1,5 (1,7)	1,5
Japon	4	0,8 (0,8)	0,5 (1,0)	0,6 (0,4)	0,7
Chine	18	6,6 (6,6)	6,2 (6,2)	5,9 (5,8)	5,9
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	4,3 (4,4)	3,7 (3,9)	4,3 (4,5)	4,3
Autres pays§	18	2,1 (2,0)	1,7 (2,0)	2,2 (2,5)	2,2
Ensemble du monde	100	3,7 (3,7)	3,2 (3,4)	3,3 (3,4)	3,3

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

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

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

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

Source : Banque du Canada

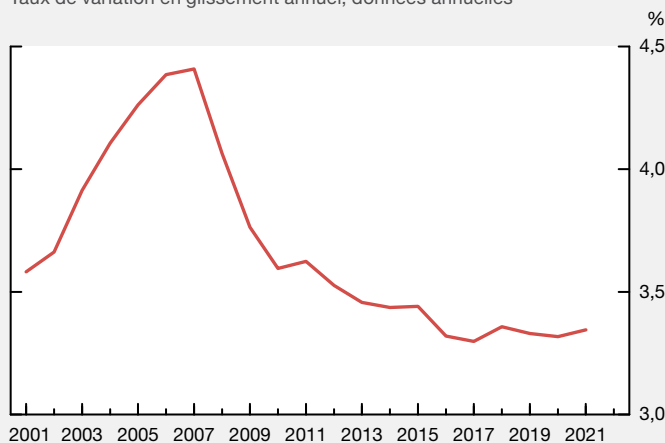
Encadré 1

Évaluation annuelle de la croissance de la production potentielle mondiale

La production potentielle mondiale devrait croître à un rythme régulier d'environ 3¼ % au cours de la période de projection (**graphique 1-A**)¹. Cette croissance devrait être alimentée surtout par un fort accroissement de la productivité totale des facteurs et une importante accumulation du capital en Chine et dans d'autres pays émergents. Aux États-Unis,

Graphique 1-A : La production potentielle mondiale devrait progresser à un rythme stable

Taux de variation en glissement annuel, données annuelles



Source : calculs de la Banque du Canada

la croissance de la production potentielle devrait s'établir en moyenne tout juste sous 2 %, principalement en raison de l'accumulation du capital et de la progression de la productivité totale des facteurs. Dans la zone euro, la production potentielle devrait croître à un rythme légèrement plus lent tout au long de la période de projection à mesure que l'effet du vieillissement de la population s'accroît.

La Banque a abaissé ses prévisions de croissance de la production potentielle mondiale comparativement à celles présentées dans la livraison d'avril 2018 du *Rapport*. Cette baisse d'environ 0,1 point de pourcentage pour 2019 ainsi que pour 2020 s'explique notamment par deux facteurs. Premièrement, les perspectives de croissance de la production potentielle en Chine et aux États-Unis ont été revues à la baisse à cause de l'incidence des différends commerciaux entre ces pays sur la productivité des entreprises². Deuxièmement, la croissance de la production potentielle dans les économies appartenant au groupe « Autres pays » a été abaissée tant pour la période récente que pour la période de projection. Cette révision prend en compte l'effet négatif plus important que prévu du recul passé des prix du pétrole sur le stock de capital et la productivité des pays producteurs d'or noir.

1 Pour en savoir plus, voir F. Bounajm, J.-P. Cayen, M. Francis, C. Hajzler, K. Hess, G. Poulin-Bellisle et P. Selcuk (à paraître), *Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale*, avril 2019, note analytique du personnel, Banque du Canada.

2 Les effets du différend commercial entre les États-Unis et la Chine sur la croissance prévue du PIB avaient été pris en compte dans la livraison de janvier 2019.

La croissance des échanges commerciaux et des investissements a ralenti

Le ralentissement généralisé récent de l'activité mondiale a touché tout particulièrement le commerce international et les investissements des entreprises (**graphique 1** et **graphique 2**). Les politiques commerciales et l'incertitude qui les entoure ont joué un rôle central dans ce ralentissement synchronisé. La Banque estime que les nouveaux droits de douane imposés ces deux dernières années par les États-Unis et d'autres pays et l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur devraient réduire le produit intérieur brut (PIB) mondial de 0,4 % d'ici la fin de 2021, ce qui est un peu plus élevé que le chiffre avancé dans le *Rapport* de janvier¹.

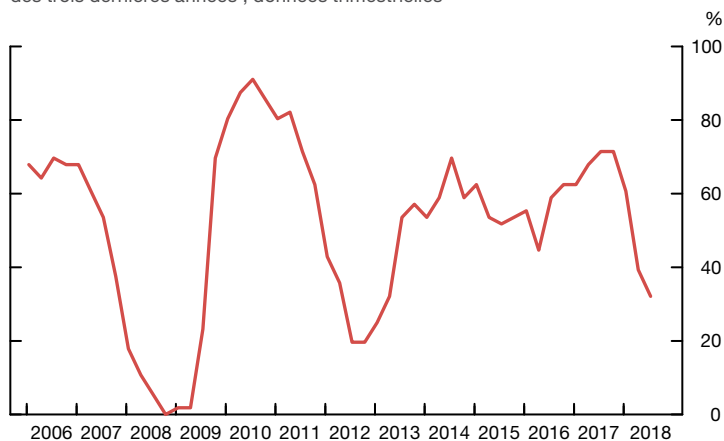
Les importations américaines de produits chinois visés par les hausses des droits de douane décrétées en 2018 ont reculé. Les exportations américaines vers la Chine de biens soumis à de nouveaux droits de douane se sont légèrement redressées au début de 2019, portées par les progrès des négociations entre les deux pays, mais elles demeurent nettement inférieures à ce qu'elles étaient avant l'imposition de ces droits.

D'autres facteurs régionaux ont pesé sur les échanges commerciaux. Le ralentissement de la demande intérieure en Chine freine les importations de ce pays, surtout depuis le quatrième trimestre de 2018. Des modifications apportées en septembre 2018 aux tests d'émissions pour les véhicules neufs ont provisoirement fait reculer les exportations dans la zone euro.

Par ailleurs, la faiblesse des échanges se trouve vraisemblablement accentuée par une moindre demande de remplacement de vieux appareils électroniques par de nouveaux modèles : les livraisons à l'échelle mondiale de téléphones cellulaires et d'ordinateurs personnels ont baissé en 2018.

Graphique 1 : Le ralentissement de la croissance mondiale a été généralisé

Part des pays dont la croissance en glissement annuel est supérieure à la moyenne des trois dernières années*, données trimestrielles



* La part des pays est fondée sur 56 économies avancées et émergentes qui représentent 87 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat.

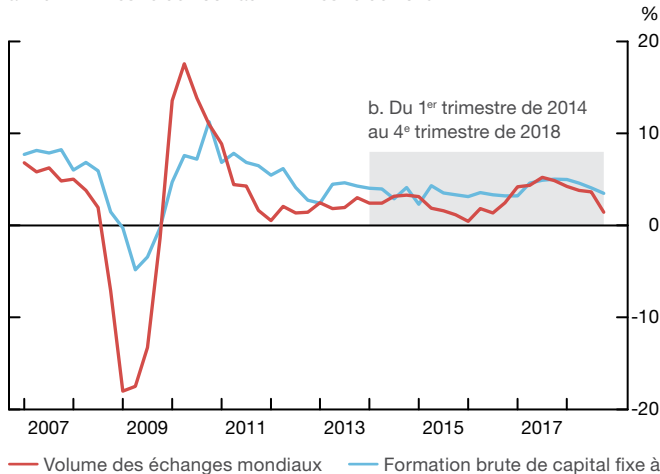
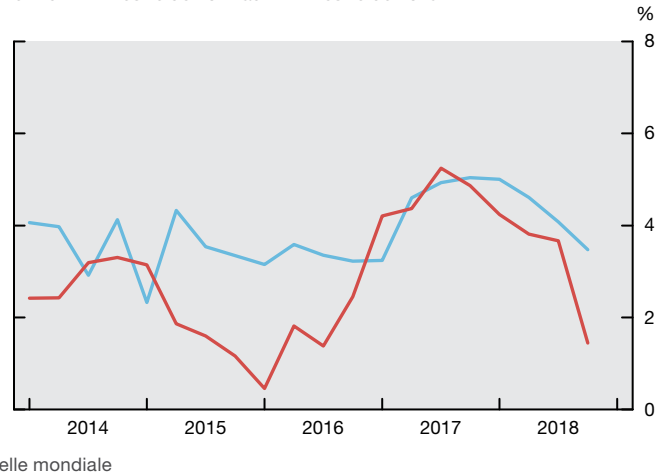
Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T4

¹ La Banque continue de supposer, dans son scénario de référence, que le processus du Brexit se déroulera de manière ordonnée et que l'incertitude qui l'entoure n'aura qu'un impact négatif modéré. L'entrée en vigueur des hausses des droits de douane américains sur les produits chinois prévues pour mars a été suspendue pendant que les négociations commerciales sont en cours. Par convention, la Banque suppose que les mesures annoncées prendront effet. En l'absence de leur annulation officielle, elle postule, dans son scénario de référence, que ces hausses des droits entreront en vigueur au deuxième trimestre de 2019.

Graphique 2 : La croissance des échanges commerciaux et des investissements a ralenti à l'échelle mondiale

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Du 1^{er} trimestre de 2007 au 4^e trimestre de 2018b. Du 1^{er} trimestre de 2014 au 4^e trimestre de 2018

Nota : La formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale est un agrégat calculé à partir de données provenant de 48 économies avancées et émergentes qui représentent environ 84 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat. Les données sur le volume des échanges mondiaux proviennent du Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas.

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

Dernière observation : 2018T4

La dynamique récente du commerce international amplifie le ralentissement attribuable à des causes structurelles. Par exemple, une des causes de la contraction des échanges tient aux relocalisations dans le pays d'origine ou dans un pays voisin, conjuguées au passage à des activités de production plus fortement dépendantes de la technologie^{2, 3}.

La croissance de l'économie américaine ralentira pour s'établir à un rythme plus soutenable

L'expansion de l'activité aux États-Unis a ralenti à la fin de 2018, en partie sous l'effet des répercussions de hausses passées des taux d'intérêt sur les dépenses des ménages. L'investissement résidentiel s'est contracté pour un quatrième trimestre consécutif en raison d'une détérioration de l'accessibilité à la propriété. De plus, les droits de douane et les tensions commerciales ont exercé un effet modérateur croissant sur les exportations et les importations. Parallèlement, les investissements des entreprises ont continué de croître à un rythme soutenu, à la faveur des changements fiscaux votés en 2018 et des mesures de déréglementation (graphique 3).

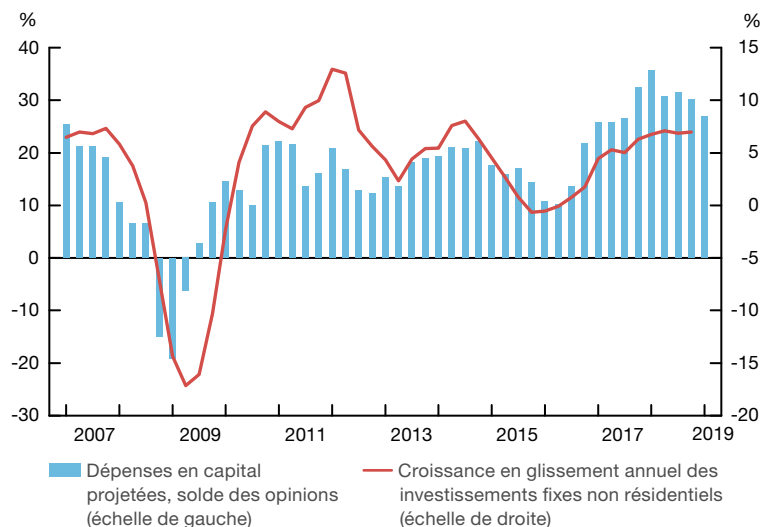
Des indicateurs récents portent à croire que la croissance s'est poursuivie à un bon rythme au premier trimestre de 2019, et ce, malgré les perturbations causées par la paralysie partielle de l'État. L'activité économique aux États-Unis est soutenue par les gains appréciables des derniers mois au chapitre de l'emploi, une accélération de la croissance des salaires, et le niveau élevé de confiance des consommateurs comme des entreprises.

² Voir S. S. Poloz, *Une période agitée pour commercer*, discours prononcé devant la Chambre de commerce régionale de Baffin, à l'occasion du Symposium minier du Nunavut, Iqaluit, Nunavut, 1^{er} avril 2019.

³ La relocalisation consiste à réinstaller dans leur pays d'origine ou dans un pays voisin des unités de production préalablement délocalisées.

Graphique 3 : Aux États-Unis, les investissements des entreprises ont continué de croître à un rythme soutenu

Données trimestrielles



Nota : Les dépenses en capital projetées sont mesurées en utilisant la moyenne pondérée des soldes des opinions concernant les intentions en matière de dépenses en capital exprimées pour les six prochains mois, tirées des enquêtes sur les industries manufacturières conduites par les banques fédérales de réserve de New York, Philadelphie, Richmond, Dallas et Kansas City.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis; banques fédérales de réserve de New York, Philadelphie, Richmond, Dallas et Kansas City; calculs de la Banque du Canada

Dernières observations :
2019T1 (dépenses en capital projetées) et
2018T4 (investissements fixes non résidentiels)

Après avoir affiché un rythme élevé l'an dernier, la croissance américaine devrait décélérer pour s'établir aux alentours de 2¼ % en 2019 et à 1¾ % en 2020 et en 2021. Le ralentissement est en grande partie attribuable aux hausses passées de taux d'intérêt et à l'atténuation des effets des mesures de relance budgétaire. L'inflation fondamentale devrait demeurer proche de 2 %.

La croissance dans la zone euro a été décevante

Le plus récent épisode de croissance inférieure aux prévisions s'est prolongé dans la zone euro au quatrième trimestre de 2018. Une contraction généralisée a été enregistrée dans le secteur de la fabrication, et l'indice des directeurs d'achat signale que la faiblesse dans ce secteur a persisté au premier trimestre de 2019. La confiance des consommateurs s'est aussi détériorée. Cela donne à penser que les vents contraires associés au Brexit, aux incertitudes entourant le commerce international et à des facteurs intérieurs comme les difficultés budgétaires en Italie et le mouvement de protestation en France ont été plus puissants qu'on ne l'avait estimé précédemment.

Certains de ces vents contraires devraient rester présents et continuer de peser sur l'activité économique durant la période de projection. On s'attend cependant à ce que la croissance se redresse durant le premier semestre de 2019, à mesure que s'estomperont les effets de certains facteurs temporaires, dont les changements apportés en septembre dernier aux tests d'émissions pour les véhicules neufs.

L'inflation fondamentale est encore faible et ne devrait remonter que progressivement.

Les politiques économiques soutiennent la croissance en Chine

Sous l'effet de tensions commerciales persistantes et de la réduction passée du levier d'endettement, l'économie chinoise a continué à ralentir. Devant la baisse de vigueur de l'économie, les autorités ont mis en place de modestes mesures budgétaires et monétaires expansionnistes au cours des derniers mois. Ces mesures ont contribué à un regain de confiance des consommateurs et à une augmentation de la production industrielle depuis le début de l'année. Néanmoins, la croissance devrait passer d'environ 6 1/2 % en 2018 à un peu moins de 6 % d'ici la fin de la période de projection. Les autorités chinoises ont indiqué qu'elles prendront des mesures supplémentaires au besoin. Le haut niveau d'endettement des entreprises et les tensions commerciales pourraient continuer à limiter la croissance dans ce pays.

L'économie des autres pays émergents importateurs de pétrole a enregistré une faible croissance au deuxième semestre de 2018 sous l'effet conjugué d'un ralentissement de l'activité économique en Inde, au Brésil et au Mexique, et de récessions en Turquie et en Argentine. Celles-ci devraient se poursuivre au premier semestre de 2019, mais la Banque s'attend à un raffermissement de la croissance dans l'ensemble des pays émergents importateurs de pétrole sous l'impulsion d'une reprise en Inde et au Brésil. Des réductions volontaires de la production pétrolière dans certains pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) devraient peser sur leur économie au cours des six premiers mois de 2019.

Les conditions financières mondiales se sont améliorées

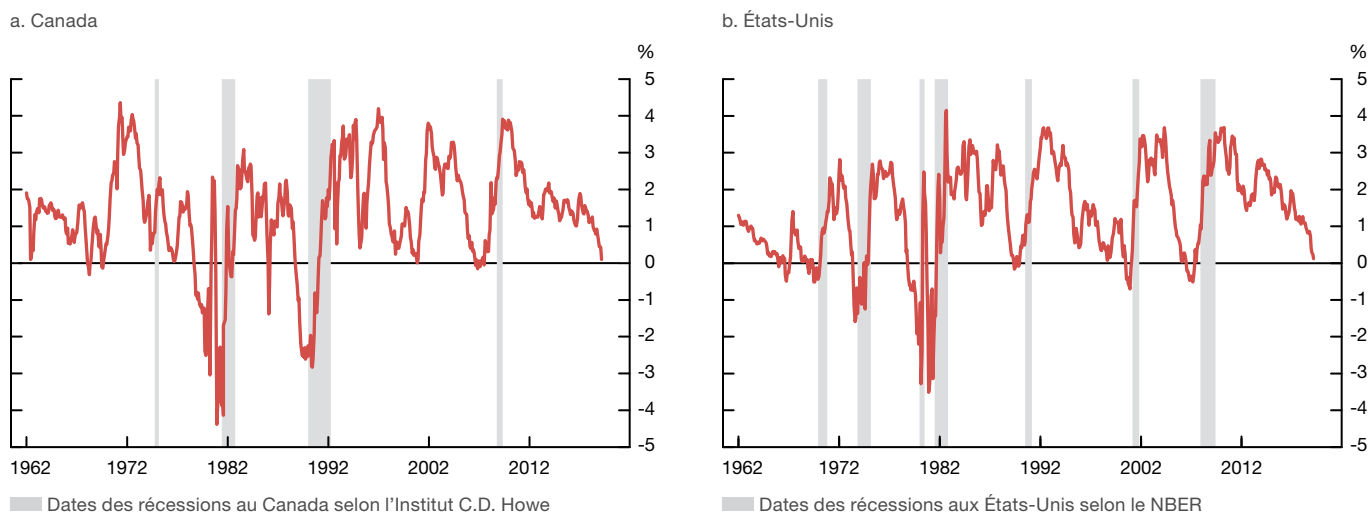
De nombreuses banques centrales ont réagi à l'essoufflement de la croissance en signalant un rythme plus lent de normalisation de leur politique monétaire. Du fait du ralentissement de l'économie mondiale et des communications des banques centrales, les rendements nominaux des obligations d'État ont diminué. Parallèlement, les écarts de crédit se sont rétrécis et les cours des actions ont progressé.

Au Canada et aux États-Unis, les rendements des obligations d'État à dix ans ont fluctué autour des taux des bons du Trésor à trois mois. Le récent épisode d'écart négatif entre ces deux taux (inversion de la courbe de rendement) a été de courte durée et l'écart même, modeste; en outre, il a été accompagné d'une amélioration d'autres indicateurs financiers. Par le passé, des inversions de la courbe de rendement se sont souvent produites avant une récession, surtout dans le cas de l'économie américaine (**graphique 4**)⁴. Toutefois, ces inversions résultaient en général du dépassement persistant des taux d'intérêt à long terme par les taux d'intérêt à court terme plutôt que de la baisse des taux à long terme, phénomène observé ces derniers mois. Or, au cours des dernières années, des facteurs structurels — comme une demande publique et privée accrue de titres d'État de haute qualité — ont contribué à des rendements à long terme plus bas. Dans ce contexte, on peut s'attendre à des épisodes plus fréquents d'inversion de la courbe de rendement et, à moins d'un écart important et durable, on devrait les considérer comme de moins bons indicateurs de l'évolution future de la croissance que par le passé.

4 L'encadré 2 de la livraison d'octobre 2018 traite de la valeur prédictive de la courbe des taux et d'autres indicateurs de marché.

Graphique 4 : Les écarts entre les rendements des obligations d'État à long terme et à court terme se sont rétrécis récemment

Écarts entre les rendements des obligations d'État à 10 ans et à 3 mois, données mensuelles



Sources : Institut C.D. Howe, National Bureau of Economic Research (NBER), Reuters et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2019

Les prix de la plupart des produits de base ont augmenté

En ce qui concerne le pétrole, les cours du Brent et du West Texas Intermediate (WTI) ont augmenté depuis janvier par suite d'un regain de confiance des marchés, de réductions plus importantes que prévu de la production saoudienne et de risques de baisse de la production en Iran, au Venezuela et en Libye. Dans sa projection, la Banque suppose que les cours du Brent et du WTI demeureront près de leurs niveaux moyens récents (encadré 2, p. 10, et graphique 5).

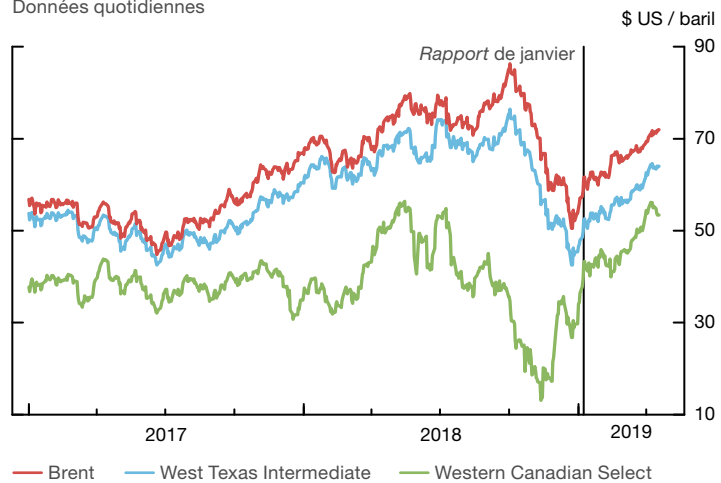
L'incertitude quant à l'évolution future des cours mondiaux du pétrole demeure élevée. Les facteurs déterminants de cette évolution seront les décisions de l'OPEP et les risques géopolitiques pesant sur la production. De plus, la production américaine de pétrole de schiste pourrait augmenter plus vite que prévu.

L'écart entre les cours du WTI et du Western Canadian Select a diminué pour s'établir à environ 10 \$ US le baril. Sa diminution s'explique en partie par des réductions obligatoires de la production en Alberta. En outre, les sanctions américaines imposées au Venezuela ont stimulé la demande de pétrole lourd canadien.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a augmenté de 3 % depuis janvier. Les prix de nombreux produits de base ont progressé grâce au regain de confiance des marchés; du côté de l'offre, des facteurs idiosyncrasiques soutiennent aussi les prix des métaux communs et du porc. Néanmoins, les prix du canola canadien ont reculé du fait des mesures prises récemment par le gouvernement chinois.

Graphique 5 : Les prix du pétrole se sont partiellement redressés depuis les récents reculs

Données quotidiennes



Sources : places boursières par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 19 avril 2019

L'économie canadienne

Les tensions commerciales et l'incertitude élevée ont contribué de façon importante à la dynamique de la croissance tant pour l'économie mondiale que pour l'économie canadienne, bien que des facteurs propres au Canada entrent en ligne de compte. L'économie canadienne, qui tournait près de son potentiel, a ralenti au quatrième trimestre de l'année dernière. Après une baisse de régime au début de 2019, la croissance devrait se redresser.

L'effet modérateur exercé sur la croissance par les bas prix du pétrole, les modifications des politiques en matière de logement et les hausses des taux d'emprunt survenues en 2017 et en 2018 devrait se dissiper au cours de 2019. L'amélioration des conditions financières observée depuis le début de l'année, la vigueur durable de l'immigration et l'expansion mondiale soutenue devraient favoriser la croissance au cours de la période de projection. La Banque prévoit que le rythme de l'activité économique augmentera pour passer de 1,2 % en 2019 à environ 2 % en 2020 et en 2021 (tableau 2, tableau 3 et encadré 2).

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

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

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

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

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

Taux de variation en glissement annuel*

	2018		2019		2018	2019	2020	2021
	T3	T4	T1	T2	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	2,7 (2,7)	2,1 (2,0)	1,6 (1,7)	2,0	2,1 (2,0)	2,1 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
PIB réel	1,9 (2,1)	1,6 (2,0)	1,3 (1,7)	1,0	1,6 (2,0)	1,4 (1,9)	2,2 (2,1)	1,9
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)[†]	2,0 (2,0)	0,4 (1,3)	0,3 (0,8)	1,3				

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

† Les premier et deuxième trimestres de 2019 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Les perspectives de croissance pour 2019 ont été revues à la baisse depuis janvier et elles restent sensiblement les mêmes pour 2020. Cette diminution tient principalement au fait que l'économie a connu une croissance plus faible qu'attendu au quatrième trimestre de 2018 et au premier trimestre de 2019.

La Banque a révisé ses estimations de la croissance de la production potentielle et du taux d'intérêt neutre (**annexe** et **encadré 3**). Dans les deux cas, le point médian de la fourchette a été revu légèrement à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque juge que l'économie affichait une modeste marge de capacités excédentaires au premier trimestre de 2019.

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 le scénario de référence. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci. Elle s'appuie actuellement sur les hypothèses suivantes :

- Il est supposé que les prix mondiaux du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours moyens du Brent et du West Texas Intermediate se sont respectivement établis à près de 70 et 60 \$ US le baril. Ils sont d'environ 10 \$ US de plus que ceux postulés dans le *Rapport* de janvier. La Banque fonde ses projections à l'égard de la production et des exportations de pétrole canadien sur la capacité de transport plutôt que sur une hypothèse du cours du Western Canadian Select.
- Par convention, la Banque n'établit pas de prévision du taux de change dans son scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 75 cents américains durant la période de projection, ce qui est près du niveau moyen observé récemment et essentiellement conforme aux 74 cents américains postulés dans le *Rapport* de janvier.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette de -1,25 à -0,25 % au premier trimestre de 2019, alors qu'en janvier, elle postulait un écart de production de l'ordre de -1,0 à 0,0 % pour le quatrième trimestre de 2018¹.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait s'établir en moyenne à 1,8 % au cours de la période 2019-2021 et atteindre 1,9 % en 2022. Des précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle sont données dans l'**annexe**.
- La Banque a effectué l'analyse annuelle de son estimation du taux neutre à l'occasion de sa réévaluation annuelle de la production potentielle. Elle estime qu'au Canada, le taux neutre se situe actuellement entre 2,25 et 3,25 % (**encadré 3**).

1 Les résultats de la réévaluation annuelle de la production potentielle indiquent que la capacité de production a été environ 0,2 % plus basse qu'on ne l'avait estimé précédemment et que l'écart de production au quatrième trimestre de 2018 se situait dans une fourchette de -0,75 à 0,25 %. La Banque est d'avis que l'écart de production s'est élargi au premier trimestre de 2019, la croissance du PIB ayant été plus faible que celle de la production potentielle.

Encadré 3

Le taux neutre

Le taux nominal neutre est donné par la somme de deux composantes : a) le taux réel qui prévaut lorsque la production se trouve à son niveau potentiel et que l'inflation a atteint le taux cible, une fois disparus les effets des chocs cycliques; b) un taux de 2 % pour tenir compte de l'inflation quand celle-ci est égale à la cible.

La Banque estime que le taux nominal neutre se situe probablement entre 2,25 et 3,25 % au Canada¹. Cette évaluation se fonde sur une analyse du personnel découlant de l'emploi de quatre approches distinctes mais complémentaires, chacune mettant l'accent sur le rôle de facteurs différents dans la détermination du taux neutre :

- une condition de parité pure des taux d'intérêt qui suppose une libre circulation des capitaux entre les pays, de telle sorte que le taux neutre canadien et le taux neutre mondial coïncident; dans cette approche, toute l'attention est donc portée sur les facteurs étrangers;
- un modèle de croissance néoclassique en économie fermée qui est centré sur les facteurs intérieurs; ce modèle a été modifié pour qu'il puisse rendre compte de l'effet des risques macroéconomiques sur le niveau du taux neutre²;
- un modèle de forme réduite qui associe les facteurs intérieurs et les facteurs étrangers; les résultats obtenus avec ce modèle ont fait ressortir le rôle quantitatif plus important des facteurs étrangers dans la détermination du niveau du taux neutre canadien;
- un modèle à générations imbriquées en petite économie ouverte prenant en compte les facteurs démographiques qui sont en grande partie absents des autres modèles.

Tableau 3-A : Résumé des estimations du taux directeur nominal neutre au Canada

Approche	Estimations de 2019 (%)	Estimations de 2018 (%)
Condition de parité pure des taux d'intérêt	de 2,25 à 3,25	de 2,5 à 3,5
Modèle de croissance néoclassique avec risques*	de 2,25 à 3,25	de 2,25 à 3,25
Modèle de forme réduite	de 2,25 à 3,0	de 2,5 à 3,25
Modèle à générations imbriquées	de 2,5 à 3,25	de 2,75 à 3,25
Évaluation globale	de 2,25 à 3,25	de 2,5 à 3,5

* Le qualificatif « avec risques » renvoie à la version actuelle du modèle de croissance néoclassique, qui a été révisé pour tenir compte des risques macroéconomiques. La fourchette donnée pour 2018 correspond à celle qui aurait été obtenue si le modèle de croissance néoclassique avait été en place à l'époque.

Le taux neutre n'est pas observable et les estimations sont entachées d'une très forte incertitude. L'évaluation globale qui est faite est donnée dans une fourchette méthodologique provenant du jumelage des fourchettes les plus probables tirées de chacune des quatre approches (tableau 3-A). Ces fourchettes sont sensibles aux valeurs qu'ont des paramètres clés et d'autres facteurs dans l'estimation du taux neutre. Une fourchette statistique qui aurait intégré toutes les sources d'incertitude aurait été plus grande.

La Banque juge que la fourchette d'estimation du taux neutre est inférieure d'un quart de point de pourcentage à celle qui avait été évaluée en avril 2018. C'est la résultante de la prise en compte de nouvelles informations et d'une meilleure modélisation. Les fourchettes les plus probables issues de trois modèles (en dehors du modèle de croissance néoclassique en économie fermée) ont été réduites, principalement du fait d'informations nouvelles qui indiquent que le taux mondial neutre, un facteur important, se situait vraisemblablement à un quart de point de pourcentage en deçà de la précédente estimation. À la suite de modifications apportées afin que les risques soient mieux pris en compte, le modèle de croissance néoclassique en économie fermée donne une fourchette qui concorde avec la nouvelle fourchette plus restreinte.

¹ La fourchette de la Banque est semblable à celle découlant de l'évaluation à long terme du taux des fonds fédéraux indiquée dans le résumé des projections économiques de la Réserve fédérale en mars 2019. Les projections de long terme ont baissé et se situent dans une fourchette allant de 2,5 à 3,5 %. Il faut noter que la médiane était à 2,75 % et que 14 des 16 participants avaient donné une projection comprise entre 2,5 et 3,0 %.

² T. J. Carter, X. S. Chen et J. Dorich, *Le taux neutre au Canada : mise à jour de 2019*, note analytique du personnel de la Banque du Canada n° 2019-11 (avril). Comme expliqué dans la note, les ménages ont tendance à réagir à un risque accru en demandant davantage d'actifs sûrs, ce qui est une source de pression baissière sur le taux neutre, toutes choses étant égales par ailleurs.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont continué d'avoisiner 2 %. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a fléchi pour se situer à 1,6 % au premier trimestre de 2019, ce qui s'explique en grande partie par les baisses passées des prix de l'essence. Durant la période de projection, l'inflation devrait demeurer près de 2 %.

La croissance devrait se redresser au deuxième trimestre de 2019

Le rythme de l'activité économique au quatrième trimestre de 2018 a été plus faible qu'on ne s'y attendait, bien que l'incidence de la baisse des prix du pétrole sur le PIB ait été à peu près conforme aux estimations de la Banque. Les investissements des entreprises et les exportations se sont établis à un niveau plus bas qu'escompté, en raison surtout d'une demande mondiale plus lente et d'une incidence plus marquée des enjeux liés aux politiques de commerce extérieur. En outre, les entreprises pourraient avoir retardé leurs dépenses d'investissement en prévision du nouvel incitatif à l'investissement accéléré annoncé par le gouvernement fédéral dans son énoncé économique de l'automne. Par ailleurs, les modifications passées des politiques en matière de logement, conjuguées aux hausses des taux d'emprunt survenues en 2017 et en 2018, semblent avoir des effets plus notables et plus prolongés sur l'investissement résidentiel et les composantes de la consommation sensibles aux mouvements des taux d'intérêt.

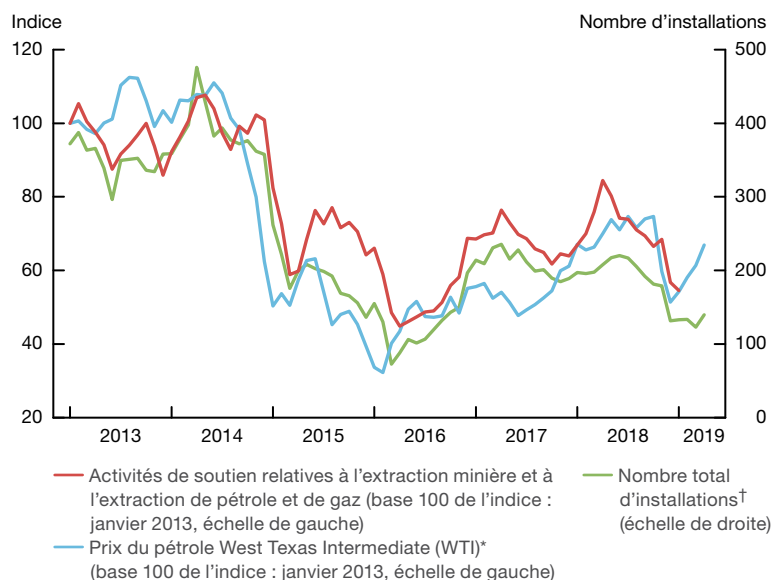
La Banque estime que la faible croissance s'est poursuivie au premier trimestre de 2019, plusieurs composantes de la demande manquant un peu de vigueur. Les données récentes indiquent une faiblesse généralisée des exportations de biens. D'après les estimations, l'ajustement en cours dans le secteur pétrolier et gazier a freiné les investissements (**graphique 6**). L'investissement résidentiel a probablement lui aussi été faible encore au premier trimestre, la composition de la demande de logements et celle de la construction continuant leur transition vers des logements plus abordables (**graphique 7**). Parallèlement, la Banque estime que la consommation s'est raffermie, à la faveur de la nette progression des revenus et de la forte confiance des consommateurs.

Le ralentissement de la croissance a eu lieu surtout dans les industries du secteur secondaire, comme celle de la construction et celle de l'énergie et ses activités connexes. Puisque les facteurs qui sous-tendent la faiblesse récente des échanges commerciaux sont perçus comme étant pour l'essentiel temporaires, la Banque estime que la croissance se redressera au deuxième trimestre de 2019 (**tableau 3 et graphique 8**). Les perspectives à court terme tiennent compte d'une variation importante des stocks pour concilier les signaux contradictoires provenant des indicateurs relatifs à la production et aux dépenses.

La Banque a révisé à la baisse ses perspectives pour le premier trimestre de 2019 depuis la parution du *Rapport* de janvier. Le niveau des investissements et des exportations est moins élevé, en raison des effets plus importants de l'incertitude et de la faiblesse accrue de la demande mondiale. De plus, l'activité résidentielle devrait se stabiliser plus tard que prévu précédemment.

Graphique 6 : La baisse des activités de forage évoque une diminution des investissements dans le secteur pétrolier et gazier

Données mensuelles



* Les données sur les prix du WTI pour avril 2019 correspondent à la moyenne des prix entre le 1^{er} et le 18 avril.

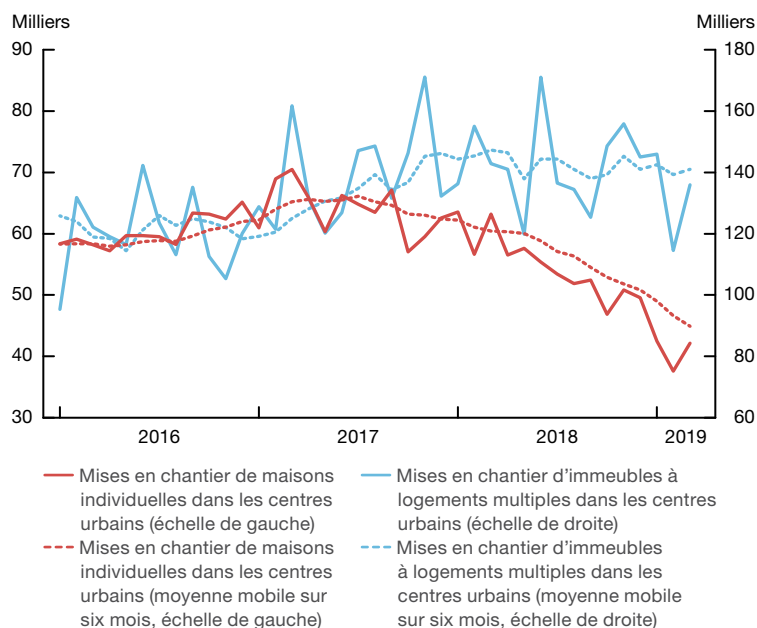
† Les données sur le nombre total d'installations de forage ont été désaisonnalisées par la Banque du Canada. Les chiffres d'avril se fondent sur les données disponibles pour les trois premières semaines de ce mois.

Sources : Baker Hughes, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : janvier 2019 (activités de soutien relatives à l'extraction minière et à l'extraction de pétrole et de gaz) et avril 2019 (nombre total d'installations et prix du pétrole WTI)

Graphique 7 : La construction de maisons individuelles est à la baisse

Données mensuelles désaisonnalisées (chiffres annualisés)

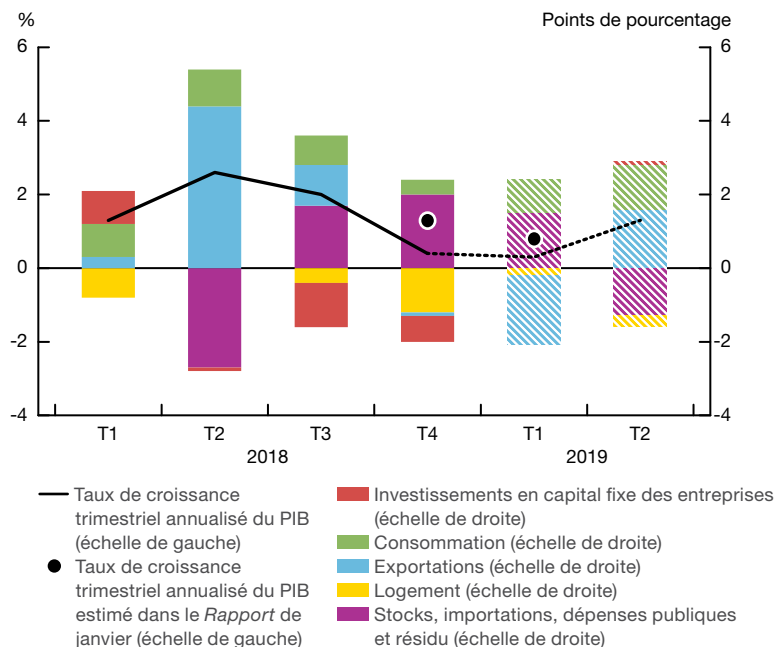


Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2019

Graphique 8 : La croissance devrait se raffermir

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 : 2019T2

L'économie affiche une modeste marge de capacités excédentaires

L'économie canadienne a tourné près des limites de sa capacité durant la majeure partie de 2017 et 2018. Cependant, compte tenu du récent ralentissement de la croissance économique, la Banque estime que l'écart de production s'établissait entre -1,25 et -0,25 % au premier trimestre de 2019 (**encadré 2**). La marge de capacités excédentaires ne s'observe pas dans l'ensemble de l'économie, puisque le ralentissement de l'activité est plus concentré dans certaines branches d'activité et régions que dans d'autres.

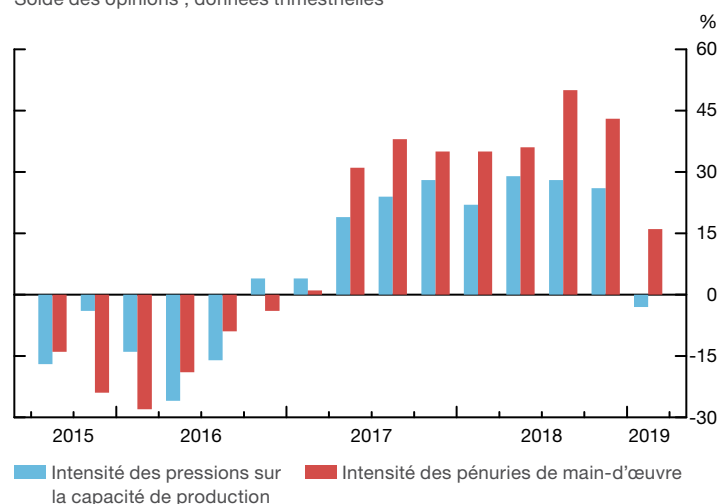
Les répondants à l'enquête du printemps sur les perspectives des entreprises ont été moins nombreux à déclarer subir des pressions plus intenses qu'il y a un an sur leur capacité de production. Cette situation s'explique, dans certains cas, par le fait qu'ils avaient récemment accru cette capacité ou embauché de nouveaux travailleurs (**graphique 9**). Le point de vue selon lequel les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées était également moins répandu.

De façon générale, le marché du travail demeure vigoureux. Le nombre de postes vacants se situait près de son sommet historique au quatrième trimestre de 2018, et le rythme d'embauche a été soutenu, surtout dans le secteur tertiaire et à l'extérieur des régions où le secteur du pétrole est fortement présent⁵. Des disparités régionales se manifestent aussi dans la croissance des salaires, laquelle était d'environ 1,3 % au quatrième trimestre de 2018 dans ces régions et 2,6 % dans les autres provinces. À l'échelle nationale, les salaires ont progressé de 2,1 %.

⁵ Les données sur les postes vacants sont tirées de l'Enquête sur les postes vacants et les salaires de Statistique Canada.

Graphique 9 : Moins d'entreprises signalent une intensification des pénuries de main-d'œuvre et des pressions sur la capacité de production

Solde des opinions*, données trimestrielles



* D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises qui font état de pressions sur la capacité de production (ou de pénuries de main-d'œuvre) plus intenses qu'il y a douze mois diminué du pourcentage de celles qui signalent des pressions (ou des pénuries) moins intenses.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2019T1

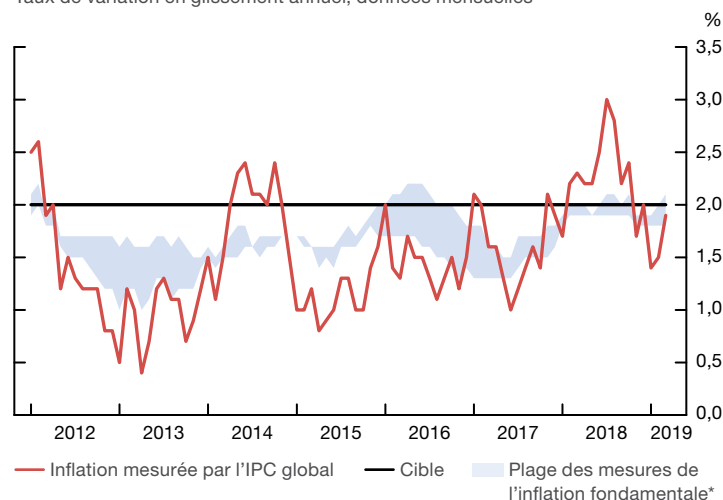
La vigueur du marché du travail est également mise en lumière par les hausses salariales des personnes qui changent d'emploi. Il est habituellement plus facile pour les travailleurs de trouver un emploi correspondant mieux à leurs compétences quand la demande de main-d'œuvre est forte et généralisée. Lorsque les travailleurs passent à un emploi qui met mieux à profit leurs compétences, les hausses de salaire tendent à témoigner d'une productivité accrue. Par conséquent, elles peuvent ne pas être inflationnistes. Selon les données empiriques, les personnes qui changent d'emploi touchent des hausses salariales de l'ordre de 12 %, ce qui dépasse de beaucoup l'augmentation moyenne⁶.

Les mesures de l'inflation fondamentale sont stables et avoisinent les 2 % depuis plus d'un an, ce qui cadre avec une économie tournant à un niveau proche de sa capacité (**graphique 10**). L'inflation mesurée par l'IPC a été beaucoup plus volatile sous l'effet de facteurs temporaires. Au premier trimestre de 2019, l'inflation est descendue à 1,6 %, en raison surtout des prix de l'essence qui sont demeurés plus bas qu'il y a un an.

⁶ Voir O. Kostyshyna et C. Luu (2019), *The State of the Labour Market Churn in Canada*, note analytique du personnel n° 2019-04, Banque du Canada.

Graphique 10 : Les mesures de l'inflation fondamentale sont demeurées près de 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



* Ces mesures sont l'IPC-comm, l'IPC-méd et l'IPC-tronq.

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

Dernière observation : mars 2019

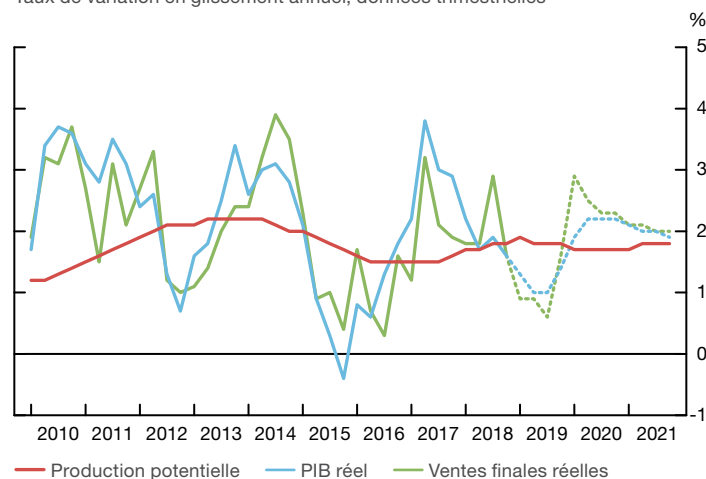
La croissance de la production potentielle devrait se chiffrer aux alentours de 1,8 % en moyenne

Dans le présent rapport, la Banque fournit sa réévaluation annuelle de la croissance de la production potentielle. Le point médian de la fourchette d'estimations de cette croissance est légèrement inférieur à celui indiqué dans le *Rapport* d'avril 2018 et s'établit en moyenne à 1,8 % entre 2019 et 2021, et à 1,9 % en 2022 (*annexe*). Les investissements attendus des entreprises étant plus modestes que ceux avancés en avril l'an dernier, la croissance tendancielle de la productivité du travail projetée a été revue à la baisse. Cet effet est toutefois largement compensé par les forts niveaux d'immigration, qui stimulent la croissance de la population en âge de travailler et contribuent à une prévision de croissance tendancielle du facteur travail plus élevée.

On s'attend à une amélioration de la croissance tendancielle de la productivité du travail au fil du temps, à mesure que s'estompera l'effet modérateur qu'exercent le secteur pétrolier et l'incertitude élevée entourant les politiques de commerce extérieur sur la croissance des investissements. Parallèlement, la croissance tendancielle du facteur travail continuera de ralentir en raison du vieillissement de la population. L'estimation que fait la Banque de la production potentielle est sujette à une incertitude considérable. Elle est donc présentée sous forme de fourchette qui tient compte en partie de cette incertitude (*tableau 2*).

Graphique 11 : Le rythme de croissance du PIB réel devrait dépasser celui de la production potentielle en 2020 et 2021

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Les ventes finales correspondent au PIB à l'exclusion des investissements en stocks.

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

Les capacités excédentaires devraient se résorber durant la période de projection

On s'attend à ce que la croissance du PIB s'accélère et passe de 1,2 % en 2019 à environ 2,0 % en 2020 et en 2021 (**tableau 2** et **tableau 3**). La Banque prévoit que l'économie prendra graduellement de la vigueur en 2019 et croîtra à une cadence légèrement supérieure à celle de la production potentielle en 2020 et en 2021 (**graphique 11**).

L'expansion soutenue du secteur des services devrait se poursuivre et s'avère un facteur déterminant des gains solides au chapitre de l'emploi et de la croissance du revenu. Dans ce contexte, la reprise de la croissance du PIB dans le scénario de référence tient principalement à un redressement du secteur des biens. D'ici 2020, plus particulièrement, les ajustements aux baisses antérieures des prix du pétrole ou aux modifications passées des politiques en matière de logement ne pèseront plus sur la croissance.

La projection relative à la croissance économique en 2019 a été abaissée de 0,5 point de pourcentage par rapport à celle avancée en janvier. À peu près le tiers de cet écart est attribuable à la croissance plus faible qu'escompté à la fin de 2018, et le reste découle presque entièrement de la révision à la baisse de la croissance prévue au premier semestre de 2019. La projection pour la croissance demeure toutefois essentiellement inchangée pour 2020.

Dans l'ensemble, les tensions liées au commerce extérieur et l'incertitude qui en résulte, ainsi que l'affaiblissement de la demande étrangère et les politiques antérieures en matière de logement ont, sur le profil prévu de la production, des répercussions négatives un peu plus importantes qu'on l'avait anticipé. En outre, la contribution des dépenses publiques à la croissance a été revue à la baisse. Les retombées du nouveau budget fédéral et des plus récents budgets du Québec et de la Colombie-Britannique sur l'activité économique sont quelque peu positives. Par contre, les dépenses prévues dans le dernier budget de l'Ontario sont considérablement inférieures à l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de janvier. Celle-ci était fondée en grande partie sur la trajectoire pluriannuelle présentée dans le budget de

la province pour 2018. Les conséquences de toutes ces évolutions ne sont que partiellement contrebalancées par celles associées au renchérissement des produits de base et aux conditions de financement plus avantageuses.

La croissance des dépenses des ménages devrait s'accélérer à mesure que s'estompent les effets des changements passés de politique

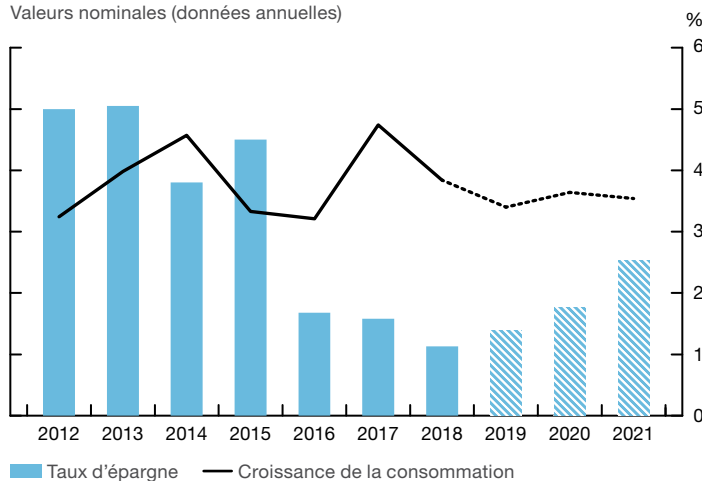
Les perspectives concernant la consommation et le logement sont soutenues par la vigueur de l'emploi et la solide progression des salaires. D'ici 2020, les politiques provinciales et municipales visant le marché de l'habitation et le resserrement des règles du financement hypothécaire ne devraient plus ralentir la croissance des dépenses des ménages.

De plus, l'amélioration des conditions financières a une influence positive sur les dépenses. Par exemple, étant donné la détente récente des taux d'emprunt, on pourrait s'attendre à ce que la hausse des versements hypothécaires des ménages qui renégocient leur prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans soit moins grande qu'on l'avait anticipé dans l'illustration présentée à l'encadré 3 du *Rapport* de juillet 2018.

La consommation devrait progresser à une cadence modérée (graphique 12). L'endettement élevé et les inquiétudes à propos de l'évolution des prix des logements devraient inciter les ménages à se montrer plus prudents dans leurs décisions de consommation. Dans les régions où le secteur du pétrole est fortement présent, l'ajustement en cours du secteur énergétique devrait continuer de freiner les dépenses des ménages. Le profil global de consommation cadre avec un taux d'épargne qui augmente durant la période de projection par rapport à un niveau faible au départ.

Graphique 12 : La consommation devrait progresser à un rythme modéré tandis que le taux d'épargne augmentera

Valeurs nominales (données annuelles)

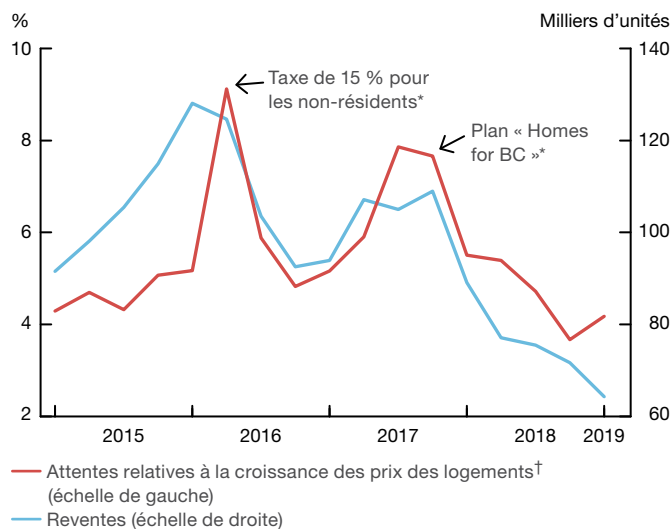


Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

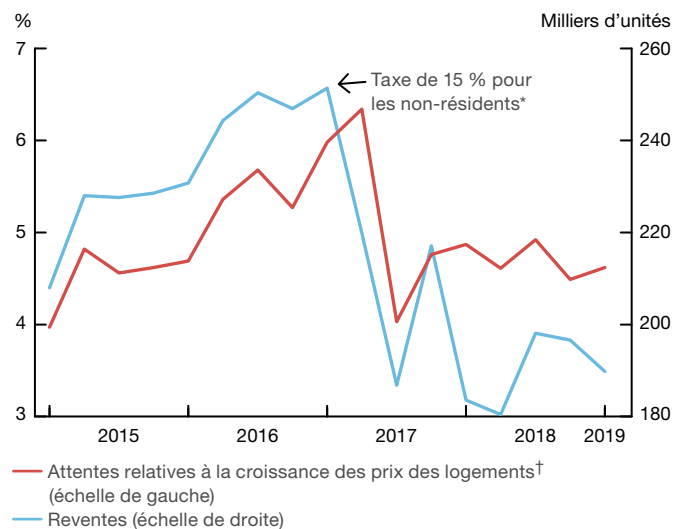
Graphique 13 : Les reventes de logements et les attentes relatives à la croissance des prix des logements ont évolué parallèlement en Colombie-Britannique et en Ontario

Données trimestrielles (chiffres annualisés)

a. Colombie-Britannique



b. Ontario



* Les flèches concernant les mesures prises par les provinces renvoient au trimestre précédant leur mise en œuvre.

† Les données recueillies proviennent des résultats de l'enquête de la Banque du Canada sur les attentes des consommateurs. Les attentes sont mesurées par la médiane, calculée par interpolation, de la croissance attendue des prix des logements à l'échelle nationale au cours des douze prochains mois pour les résidents de la Colombie-Britannique et de l'Ontario.

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

Dernière observation : 2019T1

On s'attend à ce que les indicateurs du logement à l'échelle nationale masquent des disparités régionales en 2019. Par exemple, les effets sur la croissance qui découlent de la ligne directrice B-20 modifiée devraient se dissiper sur de nombreux marchés, même s'il est possible qu'ils persistent plus longtemps dans les régions où les prix des habitations sont élevés et où d'autres changements ont été apportés aux politiques en matière de logement. La stabilisation des attentes à l'égard des prix des habitations en Colombie-Britannique et en Ontario pourrait être le signe que les reventes se stabiliseront prochainement et qu'elles s'accroîtront par la suite (**graphique 13**)⁷. Les changements apportés aux politiques à l'échelle municipale et provinciale pour contrer la spéculation, combinés à la modification de la ligne directrice B-20, ont des effets plus marqués dans la région du Grand Vancouver que dans celle du Grand Toronto. Ainsi, même si le scénario de référence prévoit que l'activité se stabilisera cette année, cet effet risque d'être retardé dans la région du Grand Vancouver. Parallèlement, les défis qui persistent dans le secteur pétrolier devraient continuer de peser sur le marché du logement en Alberta. À Montréal, en revanche, une économie vigoureuse et l'intérêt des investisseurs devraient dynamiser le marché.

⁷ Selon le personnel de la Banque, l'emploi, l'accessibilité au logement et les flux migratoires sont les facteurs fondamentaux qui influencent les reventes de logements à l'échelle provinciale. Pour en savoir plus, voir T. Webley (2018), *Fundamental Drivers of Existing Home Sales in Canada*, document d'analyse du personnel n° 2018-16, Banque du Canada, et M. Khan et T. Webley (2019), *Démêler les facteurs qui influencent les reventes de logements*, note analytique du personnel n° 2019-12, Banque du Canada.

L'incitatif à l'achat d'une première propriété dévoilé dans le budget fédéral de 2019 devrait favoriser la demande de logements et pourrait également améliorer l'humeur du marché. Cependant, les acheteurs d'habitations qui souhaitent profiter de cet incitatif sont susceptibles de reporter leur achat, ce qui pourrait avoir une incidence sur l'échelonnement des reventes en 2019⁸.

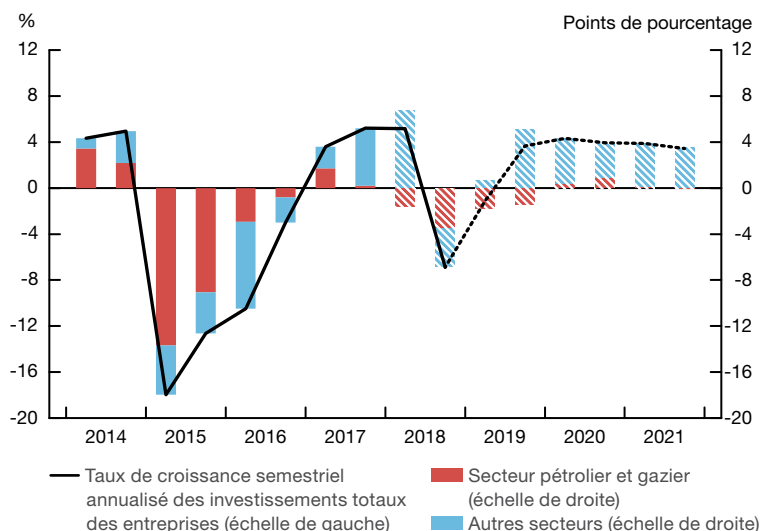
Après avoir été à la baisse pendant deux ans, l'investissement résidentiel devrait progresser de façon modeste en 2020 et en 2021. Vu la diminution tendancielle de l'accessibilité à la propriété, on estime que la construction d'immeubles à logements multiples retrouvera une tendance à la hausse pour répondre à la demande de logements moins chers.

Les investissements des entreprises à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier devraient se redresser

La Banque s'attend à ce que les investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier se raffermissent graduellement au cours de la première moitié de 2019, puis affichent une forte croissance pendant la seconde moitié de l'année et jusqu'à la fin de la période de projection (graphique 14). Les investissements des entreprises devraient être motivés par les contraintes de capacité, des bénéfices d'exploitation élevés, les coûts de financement favorables et les incitatifs à l'investissement des gouvernements fédéral et ontarien. Cette prévision continue de s'appuyer sur le jugement selon lequel l'incertitude élevée freine les investissements. La

Graphique 14 : Les investissements des entreprises à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier devraient se redresser

Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données semestrielles



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

⁸ Pour en savoir plus sur cette mesure, consulter le budget de 2019 : [Un chez-soi abordable](#).

projection repose sur l'hypothèse que l'incertitude liée au commerce extérieur réduira le niveau des investissements des entreprises d'environ 2,5 % d'ici la fin de 2021⁹.

Dans le cadre de l'enquête de ce printemps sur les perspectives des entreprises, les établissements qui ne sont pas exposés au secteur de l'énergie ont déclaré qu'ils envisageaient d'accroître leurs investissements afin de répondre à la demande attendue et d'améliorer leur productivité. Cela dit, bon nombre d'entre eux ont évoqué les contraintes réglementaires ou l'incertitude. Ces intentions se retrouvaient surtout chez les entreprises tournées vers les services. Les résultats de l'enquête viennent appuyer le point de vue selon lequel la numérisation continue de l'activité économique favorise les dépenses en capital dans des domaines comme la recherche-développement, les logiciels et le matériel informatique.

Les contraintes de transport devraient freiner le secteur de l'énergie

Le secteur pétrolier et gazier est encore en période d'ajustement structurel. La Banque s'attend à ce que le niveau des investissements dans ce secteur en 2019 soit environ 20 % en dessous du plateau enregistré en 2017. Cette baisse suit le recul marqué d'à peu près 50 % survenu entre 2014 et 2016.

Les événements récents dans le secteur ont refroidi la confiance des entreprises. Ainsi, dans les Prairies, plusieurs des participants à l'enquête du printemps sur les perspectives des entreprises ont cité l'incertitude entourant les perspectives sectorielles, les contraintes de transport et les règlements particuliers à certaines branches d'activité comme entraves à l'investissement. Après la baisse attendue en 2019, les investissements dans le secteur de l'énergie devraient demeurer relativement stables jusqu'à la fin de la période de projection.

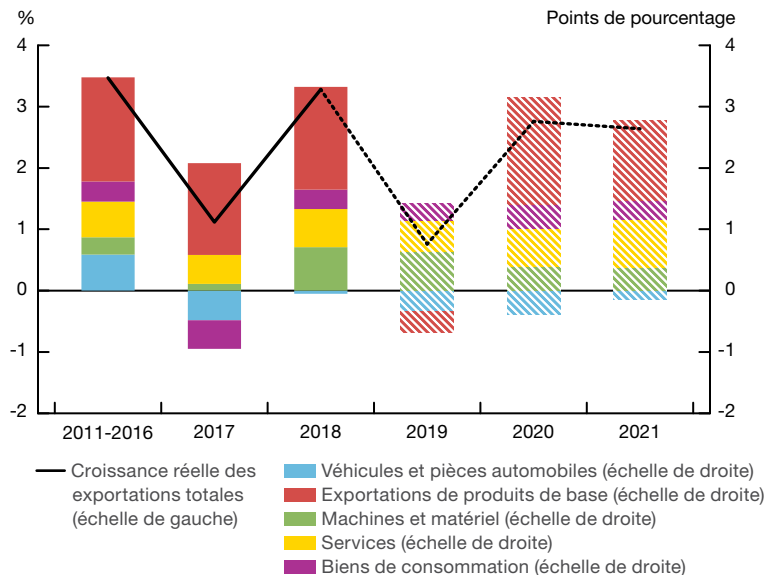
Les exportations d'énergie devraient fléchir en 2019, puis se redresser et connaître une progression modérée pour le reste de la période de projection. La Banque suppose que la production et les exportations de pétrole cadreront grosso modo avec la capacité de transport disponible. Les limitations de production ont été assouplies, et il est présumé qu'elles seront levées graduellement dans l'avenir. Dans ce contexte, la Banque fonde ses projections à l'égard de la production et des exportations de pétrole canadien sur la capacité de transport plutôt que sur une hypothèse du cours du Western Canadian Select. Comme la mise en service complète de la canalisation 3 d'Enbridge a été reportée à la fin de 2020, on estime que les expéditions de pétrole brut par rail augmenteront, et que le train servira de moyen de transport marginal pour les exportations de pétrole canadien¹⁰.

⁹ Depuis avril 2017, le scénario de référence intègre le jugement quelque peu négatif que la Banque porte sur la croissance des investissements et des exportations pour tenir compte des effets de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur. Dans le *Rapport* de janvier 2019, le jugement tenant compte des effets de l'incertitude abaissait de 1,8 % le niveau des investissements d'ici la fin de 2020. Dans le présent rapport, le jugement est plus élevé parce qu'une partie de la faiblesse inexpliquée des investissements a été attribuée à l'incertitude.

¹⁰ Les expéditions de pétrole brut par rail devraient prendre de l'ampleur et atteindre un volume d'environ 550 000 barils par jour d'ici la fin de 2021.

Graphique 15 : La croissance des exportations devrait être généralisée

Contribution à la croissance réelle des exportations totales, données annuelles



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

Les exportations hors énergie devraient progresser à un rythme modéré

Les politiques commerciales à l'échelle mondiale ainsi que les défis de compétitivité devraient continuer de freiner les exportations. En outre, la Banque postule que l'incertitude entourant le commerce extérieur entraînera une baisse du niveau des exportations de l'ordre de 1,2 % d'ici la fin de 2021¹¹. Néanmoins, on prévoit que la croissance des exportations hors produits de base sera généralisée à l'extérieur du secteur automobile (graphique 15). L'augmentation de la demande étrangère et la capacité de production grandissante devraient soutenir une croissance modérée.

Selon les projections, l'essor des exportations de services maintiendra une cadence soutenue, faisant ainsi encore augmenter la part des services dans les exportations hors produits de base. Ce sont surtout les services de voyage, lesquels englobent les frais de scolarité et autres dépenses des étudiants étrangers au Canada, et les ventes de services commerciaux à l'international qui devraient contribuer à l'expansion des exportations. On s'attend à ce que les exportations de biens autres que les automobiles reprennent de la vigueur durant la période de projection, portées par la demande privée en progression aux États-Unis.

Les exportations de produits de base non énergétiques devraient progresser à un rythme modeste, dans l'ensemble grâce à une hausse des cours mondiaux. Par exemple, les exportations de certains produits agricoles devraient croître en même temps que la demande et les prix des produits alimentaires à l'échelle mondiale. Il n'en reste pas moins que les différends commerciaux ont des répercussions sur certaines branches du secteur agricole, particulièrement en 2019. Notamment, l'embargo chinois

¹¹ Dans le *Rapport* de janvier, le jugement tenant compte des effets de l'incertitude abaissait de 0,8 % le niveau des exportations d'ici la fin de 2020. Dans le présent rapport, le jugement a été accru parce qu'une partie de la récente faiblesse inexplicée des exportations a été attribuée à l'incertitude.

sur le canola de grands producteurs canadiens a entraîné un repli des prix du canola cultivé au Canada, et on s'attend à ce que la situation pèse sur les exportations.

Après avoir connu une expansion en 2018, les importations devraient reculer légèrement en 2019, principalement sous l'effet de la demande intérieure plus faible et de la contraction de l'activité du secteur automobile. La croissance des importations devrait ensuite remonter graduellement pour le reste de la période de projection, suivant le redressement de la croissance des investissements des entreprises.

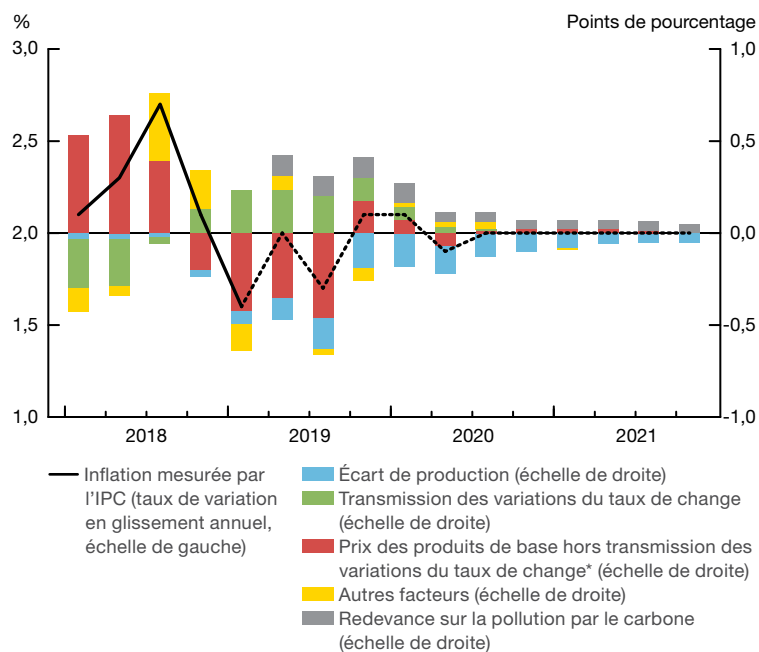
L'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 2 %

On prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC retournera près de 2 % plus tôt qu'avancé dans le *Rapport* de janvier. Comme les cours du pétrole sont un peu plus fermes que postulé précédemment, l'effet modérateur induit par les prix de l'essence devrait être moins marqué.

Cela dit, on s'attend à ce que les prix de l'essence apportent une contribution négative à l'inflation pendant la majeure partie de 2019. Par ailleurs, une forte hausse temporaire des tarifs aériens et l'entrée en vigueur de la nouvelle redevance fédérale sur la pollution par le carbone applicable aux combustibles fossiles devraient stimuler un peu l'inflation, qui devrait ainsi s'établir à un niveau avoisinant 2 % au deuxième trimestre de 2019 (graphique 16).

Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait se situer près de 2 % d'ici la fin de 2019

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



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

* Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut.

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

L'inflation devrait se maintenir près de 2 % en 2020 et en 2021. La modeste marge de capacités excédentaires et l'augmentation annuelle de la redevance fédérale sur la pollution par le carbone devraient, respectivement, retrancher environ 0,1 point de pourcentage et ajouter moins de 0,1 point de pourcentage à l'inflation en 2020.

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

Cette projection cadre avec l'hypothèse que les attentes d'inflation à moyen et à long terme resteront bien ancrées. Presque tous les répondants à l'enquête du printemps sur les perspectives des entreprises s'attendent encore à ce que l'inflation se maintienne, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, bien qu'une plus grande proportion soit maintenant d'avis qu'elle s'établira dans la moitié inférieure de cette fourchette. Les compilations de Consensus Economics publiées en mars 2019 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 1,7 % en 2019 et de 2,0 % en 2020. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 1,9 % jusqu'en 2029.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

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

1) Tensions commerciales à l'échelle mondiale (↑ et ↓)

Ce risque a trait aux différends entre les États-Unis et ses partenaires commerciaux, au fait que l'Accord Canada–États-Unis–Mexique (ACEUM) n'a pas encore été ratifié et à une autre prolongation des négociations sur le Brexit.

Si les tensions persistent ou s'aggravent, les exportations et les investissements des entreprises canadiennes pourraient souffrir d'un nouvel affaiblissement de la demande étrangère, d'une perturbation des chaînes de valeur mondiales, d'une chute de la confiance des entreprises et d'une baisse des cours des produits de base. Parallèlement, un dollar canadien plus faible ou l'augmentation du coût des intrants à l'international, qui est associée à des droits de douane plus élevés et à une productivité plus basse, pourraient entraîner des pressions inflationnistes.

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

2) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis (↑)

Aux États-Unis, si les modifications récentes de la fiscalité et de la réglementation stimulent davantage les investissements et la croissance de la production potentielle que ce qui est prévu, la croissance du PIB pourrait être plus forte que ce qui est projeté dans le scénario de référence. Il est par ailleurs possible que l'administration américaine mette en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire pour éviter une diminution importante de la croissance en 2020. Au Canada, tant les investissements que les exportations bénéficieraient d'une activité plus vigoureuse au sud de la frontière.

3) Resserrement marqué des conditions financières mondiales (↓)

Les conditions financières pourraient soudainement se resserrer sous l'effet de la hausse des taux des obligations d'État ou de la réévaluation des obligations de sociétés que pourrait provoquer une inflation plus haute que prévu dans une grande économie avancée. Des rendements obligataires plus élevés dans les économies avancées pourraient engendrer d'importantes sorties de capitaux dans les pays émergents, ce qui aviverait les vulnérabilités propres à certains de ces pays. Ces évolutions pourraient se traduire par un alourdissement du service de la dette, un recul de l'activité dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, une baisse des prix des produits de base et un affaiblissement de la croissance économique au Canada et à l'étranger.

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

Bien que la croissance de la consommation ait nettement ralenti au cours des derniers trimestres, le degré toujours élevé de confiance des consommateurs et la croissance solide du revenu du travail pourraient se traduire par de plus fortes dépenses de consommation pendant la période projetée. Cette évolution serait conjuguée à une stagnation du taux d'épargne, ou à une hausse plus modérée du taux d'épargne que ce que prévoit le scénario de référence. Toutefois, les vulnérabilités associées à l'endettement des ménages s'accroîtraient dans l'hypothèse où les dépenses supplémentaires seraient financées par de nouveaux emprunts, ce qui, à plus long terme, ferait augmenter l'effet d'un choc négatif sur la consommation.

5) Croissance sous-jacente plus faible dans certaines grandes économies (↓)

Les niveaux élevés d'endettement des secteurs public et privé dans certaines grandes économies pourraient peser plus que prévu sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale. Les pays ayant une lourde dette publique pourraient devoir procéder à l'assainissement de leurs finances publiques. En outre, les ajustements structurels réalisés dans certaines économies pourraient freiner la croissance. Une demande mondiale plus faible se solderait par une baisse des prix des produits de base et briderait la croissance des exportations et des investissements des entreprises canadiennes.

6) Faiblesse plus prononcée du marché du logement au Canada (↓)

D'autres risques à la baisse demeurent, même s'ils se sont en partie matérialisés et ont été pris en compte dans les perspectives assombrées du marché du logement projetées dans le scénario de référence. La faiblesse prononcée des investissements résidentiels laisse supposer que les modifications apportées aux politiques pourraient avoir des répercussions encore plus importantes et plus longues que ce qui était escompté. Dans ce cas, la demande de logements serait plus faible que dans le scénario de référence. Par conséquent, elle pourrait exercer des pressions à la baisse supplémentaires sur les prix des logements, particulièrement dans les marchés où des déséquilibres subsistent. Cette situation pourrait donner lieu à des reculs des prix des logements, des reventes et de la construction, reculs qui se renforceraient mutuellement.

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

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Tensions commerciales à l'échelle mondiale	- La hausse des droits de douane américains sur les produits chinois qui était prévue le 1^{er} mars a été reportée pendant que se poursuivent les négociations commerciales. Les marchés ont réagi positivement à ce qu'ils perçoivent comme des progrès dans les négociations. - Les États-Unis et l'Union européenne (UE) songent à s'imposer des droits de douane en réaction à leur différend dans le domaine de l'aérospatiale. - L'UE et le Royaume-Uni se sont entendus sur un report supplémentaire du Brexit au 31 octobre. - La croissance du commerce mondial a nettement ralenti au cours de la dernière année.	- L'évolution des politiques commerciales - Les échanges commerciaux à l'échelle mondiale - La production et les investissements dans le secteur manufacturier - Les prix à la consommation
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	- L'expansion a décéléré aux États-Unis, mais les données économiques récentes continuent de témoigner d'une croissance solide. - Les mesures de la confiance demeurent élevées malgré l'incertitude entourant les politiques commerciales. - La croissance de la productivité demeure modeste malgré une hausse récente.	- 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 - Les annonces relatives à la politique budgétaire
Resserrement marqué des conditions financières mondiales	- Les rendements des obligations d'État à long terme ont chuté à l'échelle mondiale. - Les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont resserrés. - Les marchés boursiers sont revenus près des sommets qu'ils avaient atteints à la mi-2018. - Les tensions financières se sont accrues dans les pays émergents les plus vulnérables.	- Les taux d'intérêt à long terme - Les primes de terme et de risque sur les obligations - L'augmentation des salaires et des prix dans les économies avancées - Les mouvements de capitaux - Les taux de change, particulièrement dans les pays émergents - Les marchés boursiers
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	- La croissance des dépenses de consommation est demeurée faible et s'est établie à 0,8 % au quatrième trimestre de 2018. - Les ventes au détail en termes réels ont été plus faibles que prévu au cours des derniers mois. - La croissance du revenu s'est fortement redressée au quatrième trimestre de 2018, après avoir été beaucoup plus faible que prévu. - Les gains au chapitre de l'emploi ont été solides et le nombre total d'heures travaillées au premier trimestre de 2019 s'est établi au-delà des niveaux enregistrés au premier trimestre de 2018. - Le ratio (désaisonnalisé) de la dette au revenu disponible a légèrement augmenté et est passé à 178,5 % au quatrième trimestre de 2018, tandis que le taux d'épargne est demeuré à 1,1 %, soit un niveau relativement bas. - Les ventes de véhicules automobiles se sont redressées au premier trimestre de 2019. - La confiance des consommateurs est remontée au premier trimestre de 2019 à un niveau bien supérieur à sa moyenne historique, après s'être effritée vers la fin de 2018.	- Les ventes au détail - Les ventes de véhicules automobiles - La confiance des consommateurs - L'endettement des ménages - Le revenu du travail - L'emploi

(suite à la page suivante)

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

Croissance sous-jacente plus faible dans certaines grandes économies	▪ La croissance des échanges commerciaux et des investissements des entreprises à l'échelle mondiale a ralenti à la fin de 2018. ▪ En Chine, la croissance de la demande intérieure a fléchi au quatrième trimestre de 2018. ▪ L'ensemble du secteur manufacturier de la zone euro s'est contracté à la fin de 2018. ▪ La confiance des entreprises et des consommateurs s'est davantage érodée dans la zone euro au premier trimestre de 2019.	▪ La croissance du PIB des grandes économies ▪ Les indicateurs de la confiance des entreprises et des consommateurs ▪ L'évolution des secteurs sensibles aux taux d'intérêt ▪ L'évolution des facteurs temporaires
Faiblesse plus prononcée du marché du logement au Canada	▪ La croissance des prix des logements à l'échelle nationale s'est atténuée au cours des derniers mois; le ralentissement est attribuable à l'évolution du marché en Colombie-Britannique et en Alberta. ▪ La croissance des prix reste robuste à Montréal, et modérée à Toronto. ▪ Les reventes ont fléchi à l'échelle nationale, le plus important recul ayant été enregistré en Ontario. ▪ Les mises en chantier ont connu un mouvement qui tend vers la baisse, particulièrement dans le segment des maisons individuelles, dont la part a atteint un creux. ▪ La croissance du crédit hypothécaire est demeurée modeste.	▪ Les prix et l'activité dans le secteur du logement ▪ Les dépenses des ménages ▪ Le cadre réglementaire ▪ La croissance du crédit hypothécaire ▪ L'emploi ▪ La croissance démographique ▪ L'incidence de l'Incitatif à l'achat d'une première propriété

Annexe : La production potentielle au Canada

La production potentielle devrait croître de 1,8 % en moyenne de 2019 à 2021, et de 1,9 % en 2022 (**tableau A-1**)¹². La croissance de la production potentielle comporte deux composantes : la croissance de la productivité tendancielle du travail (production par heure travaillée) et la croissance du facteur travail tendanciel (total des heures travaillées).

Tableau A-1 : Taux de croissance projeté de la production potentielle

Taux de variation en glissement annuel**

	Production potentielle	Facteur travail tendanciel	Productivité tendancielle du travail	Fourchette de la production potentielle
2018	1,8 (1,8)	1,1 (0,7)	0,7 (1,0)	de 1,5 à 2,1
2019	1,8 (1,8)	1,1 (0,6)	0,7 (1,1)	de 1,5 à 2,1
2020	1,7 (1,8)	0,8 (0,6)	0,9 (1,2)	de 1,3 à 2,1
2021	1,8 (1,9)	0,8 (0,5)	1,0 (1,4)	de 1,2 à 2,4
2022	1,9	0,8	1,1	de 1,3 à 2,5

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'avril 2018.

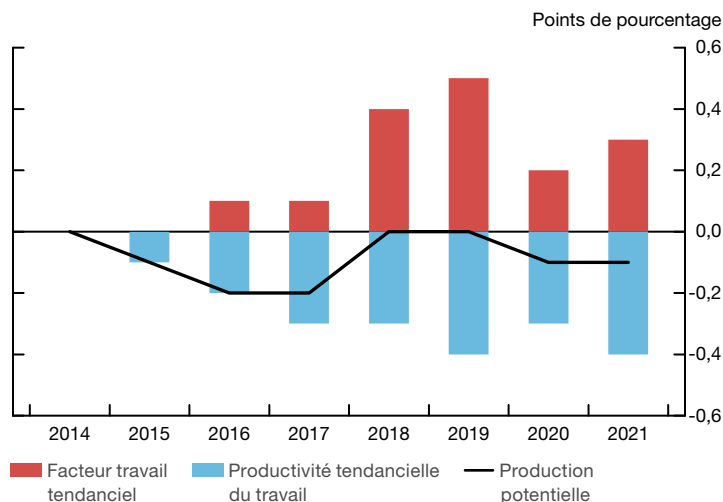
† Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

La productivité tendancielle du travail et le facteur travail tendanciel ont été fortement révisés par rapport à l'évaluation d'avril 2018. Toutefois, puisque les révisions de ces deux composantes se contrebalancent presque entièrement, la croissance de la production potentielle n'a que légèrement été revue à la baisse (**graphique A-1**). Comparativement à avril 2018, la révision à la baisse des données historiques et de la projection concernant les investissements des entreprises donne lieu à une accumulation moindre de capital, ce qui implique une croissance plus lente de la productivité tendancielle du travail. Les perspectives de croissance plus faibles des investissements des entreprises s'expliquent avant tout par les difficultés accrues au sein du secteur de l'énergie. Par ailleurs, la croissance du facteur travail tendanciel a été revue à la hausse, principalement en raison d'une immigration plus forte et d'un nombre plus élevé de résidents non permanents que ce qui était prévu dans la réévaluation de l'an passé.

¹² Pour un complément d'information, voir D. Brouillette, J. Champagne, C. Khoury, N. Kyui, J. Mollins et Y. Park (2019), *Production potentielle au Canada : réévaluation de 2019*, note analytique du personnel n° 2019-10, Banque du Canada.

Graphique A-1 : La croissance de la production potentielle a été légèrement révisée à la baisse

Révisions du taux de variation par rapport à avril 2018, données annuelles



Nota : Les chiffres ayant été arrondis, la somme des révisions du facteur travail tendanciel et de la productivité tendancielle du travail ne correspond pas toujours aux révisions de la production potentielle.

Source : Statistique Canada et estimations et projections de la Banque du Canada

On s'attend à ce que la croissance de la productivité tendancielle du travail passe graduellement de 0,7 % en 2019 à 1,1 % en 2022, ce qui correspond à peu près à sa moyenne à long terme. La productivité tendancielle du travail a affiché une croissance en deçà de sa moyenne à long terme ces dernières années à cause, surtout, de l'ajustement de l'économie aux prix plus bas des produits de base et des investissements qui n'ont pas été effectués du fait de l'incertitude.

La croissance du facteur travail tendanciel devrait ralentir et passer de 1,1 % en 2019 à 0,8 % en 2022. Cette baisse est principalement attribuable au vieillissement de la population. Par exemple, on s'attend à ce que le taux d'emploi tendanciel continue de baisser, car les travailleurs âgés (ceux de 55 ans et plus) sont moins susceptibles d'être employés que les plus jeunes et travaillent généralement moins d'heures lorsqu'ils ont un emploi. L'immigration demeurera importante, puisqu'elle sera la source d'environ les trois quarts de la croissance démographique au Canada et contrebalancera, dans une certaine mesure, le vieillissement de la population.

Une forte incertitude entoure la production potentielle, car ses composantes sont non observées et difficiles à prévoir. Pour tenir compte de cette incertitude, on établit une fourchette autour des estimations médianes. Les perspectives quant à la production potentielle sont soumises à des risques à la hausse et à la baisse, notamment l'incertitude liée aux investissements des entreprises, le rythme des avancées technologiques et les changements structurels s'opérant sur le marché du travail.

- Les perspectives à l'égard des investissements des entreprises dépendent de la façon dont le secteur pétrolier et gazier s'adaptera aux évolutions qui le touchent, ainsi que de la persistance de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur. L'évolution de ces facteurs pourrait pousser la productivité tendancielle du travail et la production potentielle au-delà ou en deçà des estimations du scénario de référence.

- En général, les améliorations technologiques dynamisent la production potentielle. Par exemple, on s'attend à ce que l'intelligence artificielle et la numérisation accroissent la productivité du travail à long terme. Cependant, l'ampleur des effets de ces avancées — et d'autres nouvelles technologies — sur la production potentielle et le moment où ces effets se matérialiseront demeurent incertains.
- De nouvelles technologies de rupture pourraient entraîner une redistribution des ressources entre les secteurs pendant une période de transition. L'incidence sur le facteur travail tendanciel pourrait être négative ou positive selon que ces technologies donnent lieu à une création ou à des pertes d'emplois.