



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 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

Juillet 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
Le commerce mondial	2
Les conditions financières.....	3
Les États-Unis.....	4
La zone euro	5
Les pays émergents.....	5
Les prix des produits de base	6
L'économie canadienne	7
Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence	8
L'évolution récente	9
Les pressions sur la capacité de production et l'inflation	12
Les perspectives économiques	13
Les exportations	13
Les investissements des entreprises	15
Les dépenses des ménages	16
Les perspectives d'inflation	16
Les risques entourant les perspectives d'inflation	19
Encadré 2 : Risques associés aux politiques commerciales à l'échelle mondiale	21

L'économie mondiale

L'escalade des conflits commerciaux et des tensions géopolitiques, et l'incertitude accrue qui en découle, ont contribué au ralentissement généralisé de l'activité économique mondiale ainsi qu'à la modération de la croissance des échanges commerciaux et des investissements des entreprises. Le rythme d'expansion de l'économie mondiale s'est nettement atténué au cours des derniers trimestres et devrait baisser pour se situer à 3 % en 2019, alors qu'il s'établissait à environ 3 ¾ % en 2018 (tableau 1).

Les rendements obligataires et les prix des produits de base ont chuté, en raison des préoccupations entourant l'affaiblissement de l'économie à l'échelle mondiale. De nombreuses banques centrales ont réagi à l'assombrissement des perspectives économiques et à la baisse des attentes d'inflation en signalant un virage vers une politique monétaire plus expansionniste.

Encore une fois, les perspectives de l'économie mondiale ont été revues à la baisse par rapport aux livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire*. L'effet modérateur des politiques commerciales et de l'incertitude qui en découle est actuellement plus important qu'on ne l'avait supposé précédemment. Toutefois, son incidence sur la croissance est partiellement atténuée par l'assouplissement des conditions financières mondiales.

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)	2,5 (2,3)	1,7 (1,7)	1,6 (1,7)
Zone euro	12	1,9 (1,8)	1,2 (1,2)	1,4 (1,5)	1,6 (1,5)
Japon	4	0,8 (0,8)	0,6 (0,5)	0,2 (0,6)	0,7 (0,7)
Chine	18	6,5 (6,6)	6,1 (6,2)	5,9 (5,9)	5,8 (5,9)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	4,3 (4,3)	3,4 (3,7)	4,4 (4,3)	4,3 (4,3)
Autres pays§	18	2,1 (2,1)	1,4 (1,7)	1,8 (2,2)	2,2 (2,2)
Ensemble du monde	100	3,7 (3,7)	3,0 (3,2)	3,2 (3,3)	3,3 (3,3)

* La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 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 —, et des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

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

Source : Banque du Canada

La croissance devrait se raffermir quelque peu et passer à environ 3 ¼ % en 2020 et en 2021. Ce redressement tient à une amélioration attendue dans certains pays émergents alors que les effets de l'incertitude politique, du resserrement passé des politiques monétaires et des réductions de la production de pétrole sur la croissance se dissipent.

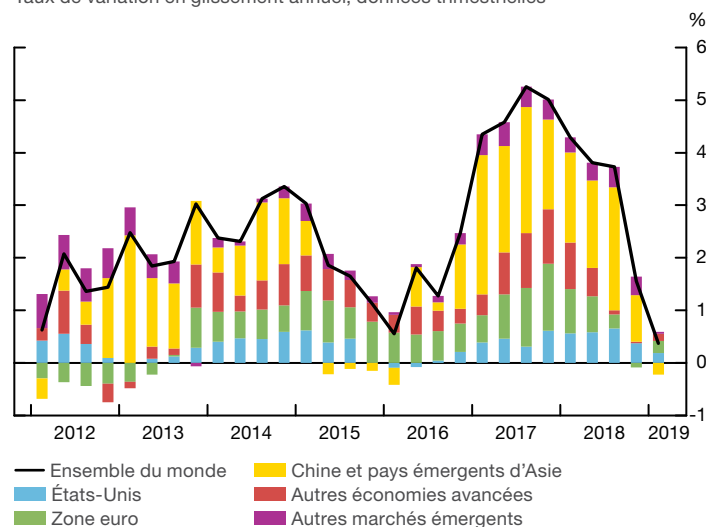
Les échanges et les investissements mondiaux ont ralenti

Les différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine nuisent à l'activité économique mondiale : ils freinent la croissance de ces deux économies et ont des répercussions sur les échanges et les investissements dans d'autres pays. Les échanges commerciaux ont fortement ralenti, surtout en Chine et dans les pays avec lesquels elle partage des chaînes d'approvisionnement, notamment les économies émergentes d'Asie et le Japon (**graphique 1**). Jusqu'à présent, c'est le secteur manufacturier à l'échelle mondiale qui a connu le ralentissement le plus marqué, mais celui des services s'est aussi essouffé ces derniers mois (**graphique 2**).

Le scénario de référence tient compte de l'incidence du rehaussement récent des droits de douane imposés par les États-Unis et la Chine¹. Il intègre aussi l'effet modérateur de l'incertitude accrue causée par la crainte que les gouvernements prennent des mesures commerciales hostiles additionnelles. On estime actuellement que l'ensemble des hausses de droits de douane imposées mondialement au cours des deux dernières années, ainsi que l'incertitude qui en découle, réduiront le produit intérieur brut (PIB) mondial de 0,6 % d'ici la fin de 2021, ce qui est plus élevé que le chiffre avancé dans le *Rapport* d'avril^{2,3}.

Graphique 1 : Le commerce mondial a encore ralenti

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



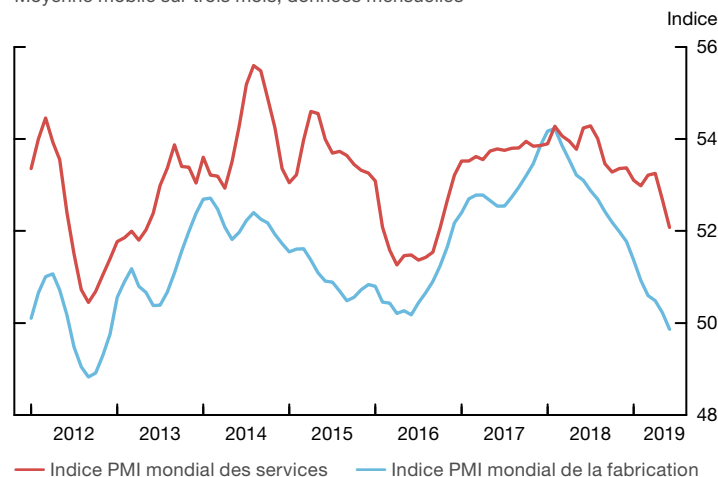
Sources : Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2019T1

- 1 Le scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport* tenait compte de la hausse des droits de douane américains entrée en vigueur en mai. La Banque a incorporé dans ses projections actuelles les mesures de représailles prises par la Chine en juin. Lors du sommet du G20 tenu en juin 2019 au Japon, les autorités américaines et chinoises ont convenu de reprendre les négociations commerciales et de ne pas augmenter davantage les droits de douane pour l'instant. Dans son scénario de référence, la Banque postule qu'il n'y aura pas de nouvelles hausses de droits de douane et qu'aucune autre mesure commerciale restrictive ne sera prise.
- 2 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.
- 3 L'encadré 1 du *Rapport* d'octobre 2018 traite des répercussions des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine sur l'économie mondiale.

Graphique 2 : L'activité manufacturière mondiale a fortement décéléré

Moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique une amélioration (détérioration) de la conjoncture dans ce secteur par rapport au mois précédent.

Sources : J.P. Morgan et IHS Markit par l'intermédiaire de Haver Analytics Dernière observation : juin 2019

Une grande incertitude entoure les estimations de l'incidence des politiques commerciales. Les conflits commerciaux perturbent la structure des échanges et les chaînes de valeur mondiales, et ont un effet négatif sur les investissements des entreprises et les revenus. Les coûts engendrés par la réaffectation des capitaux et de la main-d'œuvre entre les branches d'activité et les pays touchés par la guerre commerciale pourraient être plus élevés que le prévoit le scénario de référence, même sans nouvelle escalade des frictions. Il est également possible que les répercussions sur la confiance et sur la productivité tendancielle du travail soient plus importantes.

Les rendements obligataires ont chuté

Le ralentissement de la croissance mondiale et la diminution des attentes d'inflation ont incité de nombreuses banques centrales à signaler un virage vers une politique monétaire plus expansionniste. Les rendements des obligations d'État ont baissé, indiquant que les marchés s'attendent à une détente monétaire.

Depuis la fin de mai, les rendements des obligations d'État canadiennes et américaines à 10 ans ont baissé en deçà des taux des bons du Trésor à trois mois, ce qui a entraîné une inversion des courbes de rendement. De telles inversions pourraient désormais être plus fréquentes et constituer de moins bons indicateurs de récession que par le passé⁴. Elles révèlent néanmoins des préoccupations quant aux perspectives de croissance. Par ailleurs, les évolutions en matière de commerce et les points de vue changeants des marchés quant à l'orientation des politiques monétaires ont entraîné une volatilité des prix de certains actifs. Des indicateurs tels que la prime excédentaire sur les obligations d'entreprise, les écarts de crédit et les cours des actions laissent cependant entrevoir que la croissance économique se poursuivra à court terme. Dans l'ensemble, les conditions financières mondiales demeurent fortement expansionnistes.

⁴ Pour en savoir davantage à ce sujet, voir l'encadré 2 de la livraison d'octobre 2018, qui traite de la valeur prédictive de la courbe de rendement et d'autres indicateurs de marché.

La croissance de l'économie américaine devrait ralentir et se rapprocher de son taux potentiel

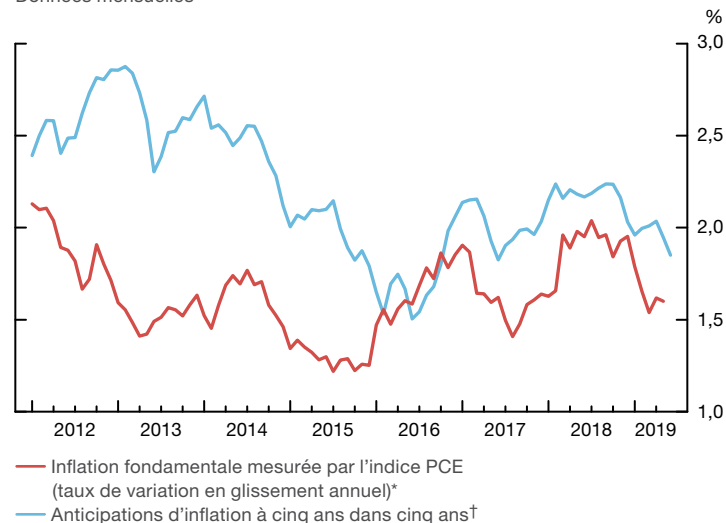
Aux États-Unis, l'économie a progressé à une cadence rapide au premier trimestre, offrant une interruption temporaire au ralentissement observé depuis la mi-2018. La croissance a été soutenue par les exportations nettes et les stocks, qui ont été volatils à la suite des mesures commerciales imposées. La vigueur de ces composantes a plus que contrebalancé la faiblesse des dépenses des ménages, celle-ci étant en partie attribuable aux effets temporaires de la paralysie partielle de l'État.

Les données se sont récemment affaiblies, ce qui indique que la croissance économique a probablement retrouvé un rythme plus soutenable au deuxième trimestre. Du reste, on s'attend à ce que les conflits commerciaux et le retrait des mesures de relance budgétaire continuent de freiner la croissance. Parallèlement, le marché du travail serré devrait favoriser de solides hausses salariales et stimuler les dépenses des ménages. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que la croissance du PIB fléchira et se rapprochera de celle de la production potentielle, soit environ 1 ¾ %, durant la période projetée.

L'inflation fondamentale mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages, qui atteignait près de 2 % à la fin de 2018, a diminué au cours des derniers mois pour s'établir autour de 1 ½ %⁵. Cette diminution est principalement due à des facteurs transitoires. Les attentes d'inflation fondées sur le marché ont également baissé ces derniers mois (graphique 3).

Graphique 3 : Les attentes d'inflation ont baissé aux États-Unis

Données mensuelles



* L'inflation fondamentale aux États-Unis est mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages (PCE), corrigé de manière à éliminer la volatilité des prix des aliments et de l'énergie.

† Les anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans indiquent le taux d'inflation moyen anticipé pour la période de cinq ans commençant cinq ans après une période donnée. La série de données a été établie à partir de titres américains à rendement nominal et à rendement réel. Les données mensuelles du graphique correspondent à la moyenne des données quotidiennes.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et Banque fédérale de réserve de St. Louis

Dernières observations : mai 2019 (inflation) et juin 2019 (anticipations d'inflation)

⁵ L'inflation fondamentale mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages mesure les variations de prix relatives aux dépenses de consommation des ménages, à l'exception de l'alimentation et de l'énergie.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale américaine a indiqué qu'elle était disposée à accroître la détente monétaire, au besoin, pour soutenir l'expansion. Les attentes des marchés à l'égard des taux d'intérêt à court terme reflètent ces évolutions.

La croissance et l'inflation dans la zone euro devraient rester modérées

Les vents contraires associés aux incertitudes entourant le climat politique et le commerce international continuent de miner la confiance des entreprises dans la zone euro. La production industrielle a été particulièrement faible, et les indicateurs donnent à penser que l'expansion du PIB fléchira au cours des prochains trimestres. Par ailleurs, le marché du travail a affiché une bonne tenue, et on s'attend à ce que les dépenses des ménages continuent de soutenir la croissance, qui devrait avoisiner en moyenne 1¼ % en 2019 avant de monter à près de 1½ % en 2020.

L'inflation fondamentale demeure faible et les attentes d'inflation, qui se situaient déjà sous la cible de 2 % fixée par la Banque centrale européenne (BCE), ont baissé davantage. La BCE a par conséquent laissé entendre qu'elle maintiendra vraisemblablement son taux directeur au niveau actuel plus longtemps qu'indiqué auparavant, soit au moins jusqu'au milieu de 2020.

Les tensions commerciales limitent la croissance des pays émergents

En Chine, le différend commercial avec les États-Unis continue de freiner la croissance économique. La progression des exportations chinoises a considérablement ralenti au cours de la dernière année, et celle des importations est devenue négative en raison de la diminution des biens importés des États-Unis et de certains pays de l'Asie orientale. Le rehaussement des droits de douane depuis mai, ainsi que l'incertitude qui en résulte, pèseront sans doute davantage sur le secteur manufacturier. Des mesures de soutien supplémentaires devraient contribuer à amoindrir certains effets de ces hausses, même si de telles activités de relance pourraient accentuer les vulnérabilités financières.

On prévoit que la croissance du PIB d'autres pays émergents importateurs de pétrole sera beaucoup plus faible en 2019 en raison du ralentissement généralisé de l'activité économique. Par contre, la croissance globale dans ces économies se raffermira probablement d'ici 2020, à mesure que la Turquie sort de sa récession et que les difficultés propres à l'Inde et à certains pays d'Amérique latine se dissipent. Néanmoins, l'escalade des frictions commerciales devrait continuer de perturber les échanges et de limiter la progression dans les pays émergents d'Asie durant la période de projection.

La croissance économique des pays émergents exportateurs de pétrole s'est quelque peu essoufflée au premier trimestre à la suite des réductions de la production de pétrole opérées par certains membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). La Banque prévoit que la croissance de ces pays se raffermira au cours de la période projetée.

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

La montée des tensions commerciales a une incidence sur les prix de nombreux produits de base (**graphique 4**). Ceux du pétrole ont chuté depuis avril, en dépit de l'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et de l'accord conclu entre les pays membres de l'OPEP et certains pays producteurs non membres en vue de prolonger la réduction de la production jusqu'en mars 2020.

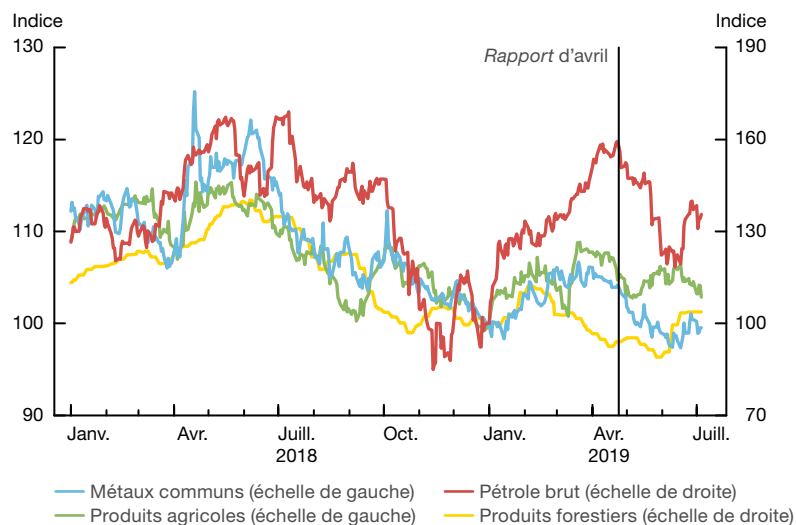
Dans sa projection, la Banque suppose que les prix du Brent et du West Texas Intermediate (WTI) se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents, soit à 5 \$ US de moins que ceux postulés en avril (**encadré 1**, page 8). Les prix du pétrole pourraient toutefois demeurer volatils étant donné les incertitudes importantes dans le marché. Ces prix sont susceptibles de monter si les tensions entre les États-Unis et l'Iran s'aggravent. Cependant, la production américaine a dépassé les attentes à maintes reprises ces derniers mois et pourrait continuer sur cette lancée, ce qui exercerait des pressions à la baisse sur les prix.

Récemment, l'écart entre le WTI et le Western Canadian Select était d'environ 15 \$ US en moyenne, alors qu'il s'établissait à 10 \$ US dans la livraison d'avril du *Rapport*. Cet élargissement s'explique par l'assouplissement des limitations obligatoires de la production en Alberta.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque n'a presque pas varié depuis avril. Les défis qui persistent dans le secteur manufacturier à l'échelle mondiale exercent des pressions à la baisse sur les prix des métaux communs. Les prix du bois d'œuvre, par contre, ont augmenté après s'être longuement maintenus à de faibles niveaux. Ces augmentations surviennent à la suite de l'annonce, par plusieurs scieries canadiennes, de la réduction de leur production ou de leur fermeture définitive.

Graphique 4 : L'escalade des tensions commerciales se répercute sur les prix de nombreux produits de base

Base 100 de l'indice : 1^{er} janvier 2019, données quotidiennes



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 5 juillet 2019

L'économie canadienne

L'économie canadienne s'est redressée après le ralentissement observé à la fin de 2018 et au début de 2019. Les conflits liés au commerce international et l'incertitude qui en découle continueront néanmoins à freiner l'activité. La Banque s'attend à ce que la croissance du PIB s'accélère et passe de 1,3 % en 2019 à environ 2 % en 2020 et en 2021, un taux légèrement supérieur à la croissance de la production potentielle (**tableau 2** et **encadré 1**).

La croissance de l'économie devrait être généralisée durant la période de projection. Même si le secteur pétrolier fait toujours l'objet de considérables ajustements, on prévoit qu'il connaîtra une stabilisation des investissements d'ici 2020 et un accroissement graduel des exportations. Dans d'autres secteurs, on s'attend à ce que les investissements et les exportations augmentent à un rythme solide. Les dépenses de consommation devraient croître à une cadence régulière, portées par la progression soutenue des revenus et la forte confiance des consommateurs. À l'échelle nationale, l'investissement résidentiel semble s'être stabilisé et devrait contribuer modestement à la croissance en 2020 et en 2021.

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

Points de pourcentage[†]

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

Encadré 1

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

- Il est supposé que les prix 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 65 et 55 \$ US le baril. Ils sont d'environ 5 \$ US de moins que ceux postulés dans le *Rapport* d'avril 2019. 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 conforme à l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'avril.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette de -1,25 à -0,25 % au deuxième trimestre de 2019.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait s'établir en moyenne à 1,8 % de 2019 à 2022 et, par conséquent, avoisiner le point milieu de la fourchette d'estimations de la Banque (**tableau 2**). Des précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'annexe du *Rapport* d'avril.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec une production qui se maintient durablement à son potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de la cible d'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour le Canada, la projection économique repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point milieu de la fourchette estimée de 2,25 à 3,25 %. Cette dernière a été réévaluée dans le *Rapport* d'avril.

La Banque estime maintenant que le rebond de la croissance au deuxième trimestre a été plus important qu'escompté dans le *Rapport* d'avril, tandis que les perspectives à long terme ont été révisées un peu à la baisse. L'escalade des différends commerciaux et des tensions géopolitiques au niveau mondial contribue à faire monter l'incertitude, ce qui plombe encore davantage la confiance des entreprises au Canada et ailleurs. À cela s'ajoutent les perspectives moins prometteuses de la demande étrangère, les prix plus bas des produits de base et l'imposition par la Chine d'autres restrictions commerciales à l'encontre du Canada. En 2020, l'effet de ces facteurs négatifs devrait légèrement dépasser celui d'évolutions positives comme la suppression des droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium canadiens, la levée des contre-mesures prises par le Canada et les progrès vers la ratification de l'Accord Canada–États-Unis–Mexique. En outre, les coûts d'emprunt ont diminué et la croissance démographique a été supérieure aux attentes.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont avoisiné 2 %, ce qui cadre avec une économie qui, en dehors des régions productrices de pétrole, semble avoir tourné près de son potentiel. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait fluctuer au cours de l'année à venir, surtout en raison de mouvements des prix de l'essence, pour ensuite rester près de la cible.

Après avoir été faible pendant deux trimestres, l'activité économique s'est renforcée

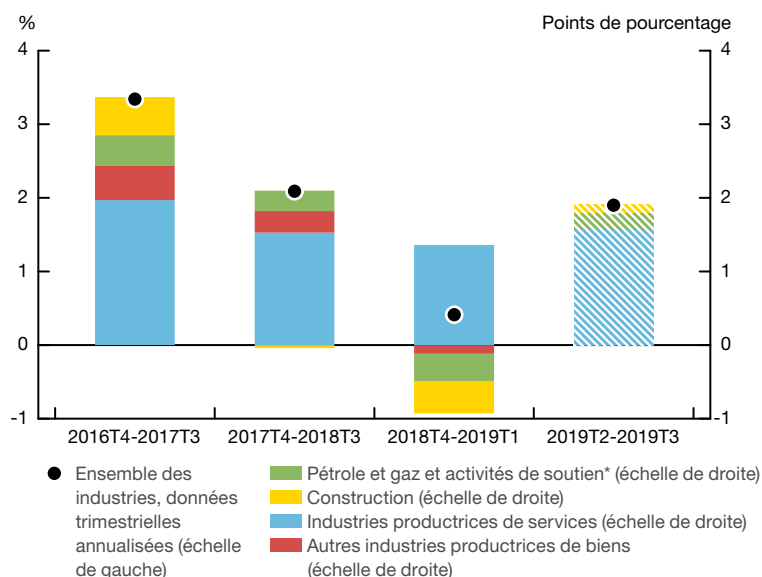
Le PIB réel a augmenté de 0,4 % au premier trimestre de 2019, conformément aux prévisions du *Rapport* d'avril. Il s'agissait du deuxième trimestre consécutif de faible croissance du PIB, une croissance marquée par des contractions dans les industries productrices de biens, notamment le pétrole et le gaz ainsi que la construction (**graphique 5**). L'investissement résidentiel a encore reculé, l'activité sur le marché de l'habitation s'adaptant toujours aux changements apportés aux politiques en matière de logement et aux hausses passées des taux d'emprunt. En revanche, les dépenses de consommation ont rebondi après la faiblesse observée aux deux derniers trimestres de 2018. Les investissements des entreprises ont affiché une augmentation étonnamment forte, attribuable à une poussée momentanée des dépenses pour l'achat d'aéronefs et d'autres types de matériel de transport importés.

La Banque estime que la croissance économique aux deuxième et troisième trimestres de 2019 s'établira, en moyenne, à un rythme proche de celui de la production potentielle (**tableau 3** et **graphique 6**). L'économie semble avoir été plus solide au deuxième trimestre qu'elle devrait l'être au troisième. L'activité au deuxième trimestre a probablement été stimulée par des facteurs temporaires, notamment une poussée des exportations d'énergie et un redressement après le manque de vigueur attribuable aux conditions météorologiques observé au premier trimestre.

En moyenne aux deuxième et troisième trimestres, on s'attend à ce que les exportations apportent une contribution robuste à la croissance et à ce que les stocks aient un léger effet modérateur. Les exportations de pétrole brut se sont vraisemblablement accrues, au vu de l'assouplissement des limitations de production en Alberta et de l'augmentation des expéditions par rail. De plus, la levée des droits de douane sur l'acier et l'aluminium devrait favoriser

Graphique 5 : La faiblesse du secteur des biens a ralenti la croissance du PIB

Contribution à la croissance par industrie, données trimestrielles



* Les activités de soutien comprennent celles relatives au secteur minier. Statistique Canada fournit des données agrégées sur les activités de soutien à l'extraction minière, à l'exploitation en carrière, et à l'extraction de pétrole et de gaz.

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

Dernière valeur du graphique : 2019T3

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

Taux de variation en glissement annuel*

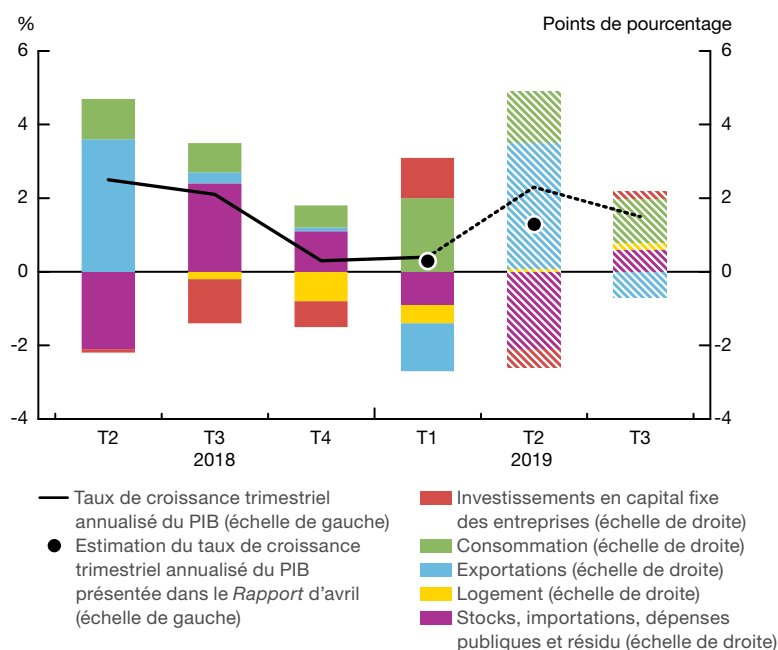
	2018	2019				2018	2019	2020	2021
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	2,1 (2,1)	1,6 (1,6)	2,1 (2,0)	1,6	2,1 (2,1)	2,0 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
PIB réel	1,6 (1,6)	1,3 (1,3)	1,3 (1,0)	1,1	1,6 (1,6)	1,5 (1,4)	2,0 (2,2)	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)
Taux de variation en glissement trimestriel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

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'encadré 1 de la présente livraison.

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

Graphique 6 : La croissance s'est redressée

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

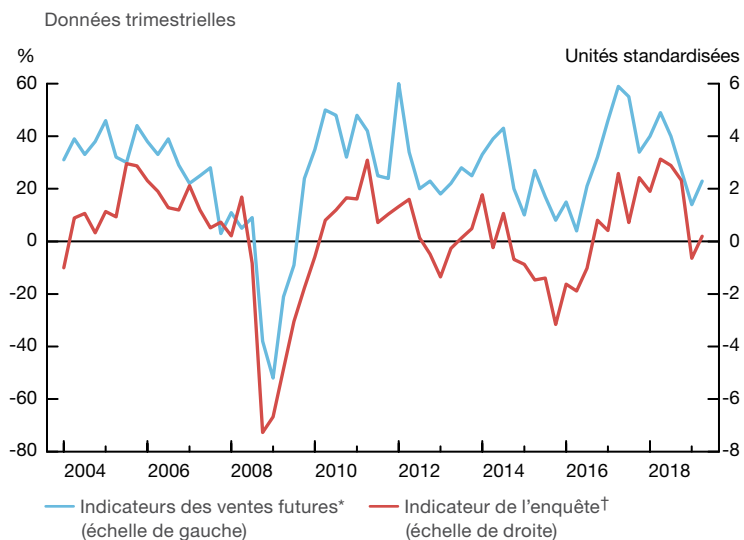


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2019T3

la hausse des exportations de produits de base non énergétiques. Cela dit, les mesures protectionnistes chinoises visant les importations de canola et de viande en provenance du Canada devraient faire reculer les exportations canadiennes d'environ 0,2 %, selon les estimations de la Banque.

Malgré les évolutions sur la scène mondiale, les récentes données ainsi que les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus cet été sont rassurants : ils portent à croire que la confiance et les investissements des entreprises s'améliorent au Canada (graphique 7). L'important volume d'achats d'aéronefs et de parcs automobiles explique en grande partie les fluctuations trimestrielles de l'investissement au premier semestre de 2019. En moyenne, cependant, les investissements des entreprises ont progressé, et on s'attend à ce qu'ils continuent de le faire, même si les dépenses en capital dans le secteur pétrolier et gazier devraient poursuivre leur baisse à court terme.

Graphique 7 : Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises s'améliorent

* D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises ayant signalé une amélioration des indicateurs diminué du pourcentage de celles ayant constaté une détérioration.

† Cette mesure se fonde sur les réponses aux principales questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2019T2

La confiance élevée des consommateurs, les solides gains au chapitre du revenu du travail et les paiements de l'incitatif à agir pour le climat versés par le gouvernement fédéral devraient soutenir les dépenses des ménages. La consommation devrait croître à un rythme modéré aux deuxième et troisième trimestres, malgré le niveau des ventes d'automobiles, qui restera probablement inchangé.

Les déséquilibres dans le secteur des ménages — d'après le ratio de la dette au revenu — se sont stabilisés et les tests de résistance appliqués aux prêts hypothécaires ont permis d'améliorer la qualité de ces prêts. Par ailleurs, les taux hypothécaires plus bas soutiennent quelque peu la demande de logements. La Banque estime que la progression de l'investissement résidentiel a repris au deuxième trimestre, compte tenu du fort rebond des reventes de logements. Elle s'attend également à ce que la construction neuve se raffermisse au troisième trimestre. Enfin, le nouveau programme fédéral de prêts hypothécaires avec participation devrait lui aussi stimuler légèrement l'activité dans le secteur de l'habitation plus tard cette année.

Les conditions sur le marché du logement diffèrent toujours d'une région à l'autre. Les marchés d'Halifax, de Montréal et d'Ottawa se sont renforcés, affichant des niveaux de reventes et de construction neuve solides, accompagnés de modestes augmentations des prix. Alors que l'ajustement a été plus difficile dans le Grand Toronto et le Grand Vancouver en raison de l'activité spéculative antérieure sur ces marchés, les prévisions de croissance des prix des logements ont diminué. Des signes d'amélioration se sont manifestés à Toronto, où les reventes et les prix ont progressé récemment. Cependant, à Vancouver, le niveau des reventes reste bas et les prix continuent de chuter. Parallèlement, les défis qui persistent dans le secteur pétrolier pèsent toujours sur les perspectives concernant la construction neuve en Alberta.

L'économie affiche une modeste offre excédentaire

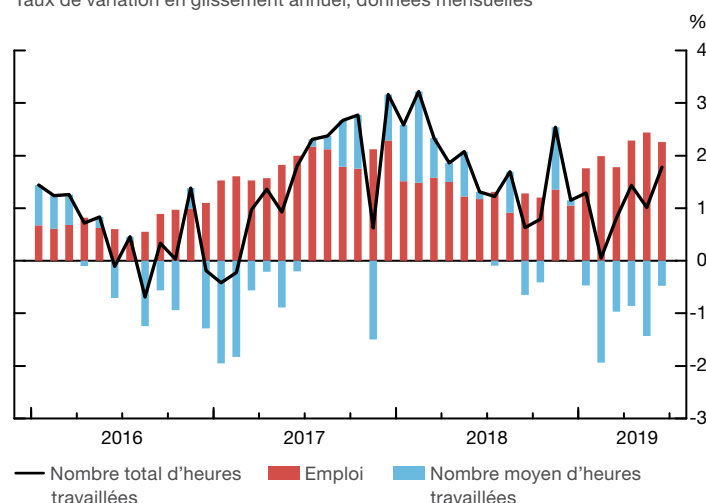
L'économie canadienne a tourné près des limites de sa capacité durant la majeure partie de 2017 et de 2018. Compte tenu de la faiblesse observée récemment, la Banque estime que l'écart de production s'établissait entre -1,25 et -0,25 % au deuxième trimestre de 2019 (encadré 1). Cette estimation concorde avec les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises de cet été, dans laquelle l'indicateur des pressions sur la capacité de production et celui des pénuries de main-d'œuvre se sont situés sous les niveaux de 2018, comme dans l'enquête du printemps. Le récent ralentissement de l'activité s'étant particulièrement concentré dans certaines régions et branches d'activité, les capacités excédentaires ne sont pas présentes dans l'ensemble de l'économie.

Le marché canadien du travail demeure vigoureux. Le taux de chômage se trouve près d'un creux sans précédent, et le taux d'activité des travailleurs dans la force de l'âge frôle son sommet historique. La création d'emplois a été robuste, signe que la croissance lente des derniers trimestres n'était que temporaire (graphique 8). Bien que les gains au chapitre de l'emploi aient été relativement généralisés dans l'ensemble des secteurs et des régions, ils ont été particulièrement solides dans les services et à l'extérieur des régions productrices de pétrole.

Les données mensuelles indiquent que les gains salariaux augmentent, le marché du travail étant globalement vigoureux⁶. Selon la mesure composite des salaires de la Banque, appelée « salaires-comm », la croissance des salaires aurait remonté pour atteindre presque 2 ½ % au deuxième trimestre, après avoir été de près de 2 % au premier trimestre⁷. Des disparités

Graphique 8 : Les gains solides au chapitre de l'emploi ont soutenu la croissance des heures totales travaillées

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juin 2019

⁶ Il est possible que des facteurs structurels viennent freiner la croissance des salaires mesurée. L'un de ces facteurs, le vieillissement de la population, a pu faire baisser la croissance annuelle globale des salaires d'environ 0,1 point de pourcentage en moyenne depuis 2007. On l'explique du fait que la proportion des travailleurs âgés va en augmentant, mais que leurs salaires ont progressé plus lentement que ceux des travailleurs dans la force de l'âge. De plus, les travailleurs mieux payés qui sont partis à la retraite ont été remplacés dans l'ensemble par des travailleurs gagnant un salaire inférieur. Pour des précisions, voir O. Kostyshyna et C. Luu (à paraître), *Demographics and Wages: A Microdata Perspective*.

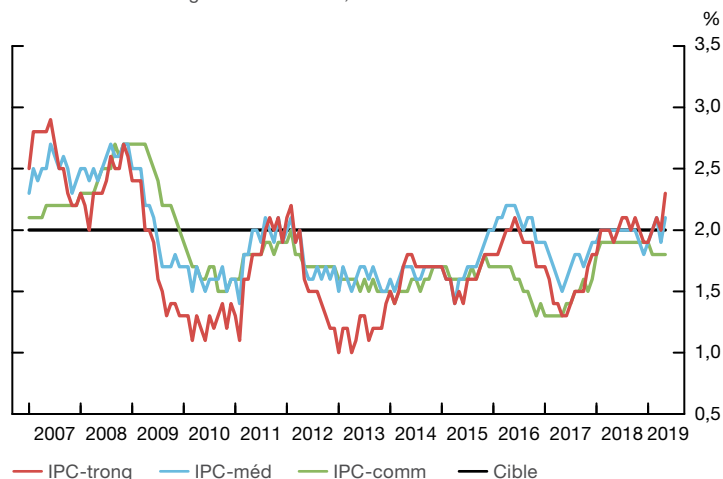
⁷ L'estimation de la mesure salaires-comm pour le deuxième trimestre est basée sur les données d'avril sur les salaires tirées de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, et sur les données d'avril, de mai et de juin sur les salaires tirées de l'Enquête sur la population active.

régionales restent visibles dans les données du premier trimestre sur les salaires : dans les régions productrices de pétrole, les gains salariaux ont été environ un demi-point de pourcentage plus bas qu'ailleurs au pays.

Les mesures de l'inflation fondamentale demeurent près de 2 % (**graphique 9**). Selon les estimations de la Banque, l'inflation mesurée par l'IPC se situait à 2,1 % au deuxième trimestre de 2019, conformément aux prévisions du *Rapport* d'avril (**tableau 3**). Pour le troisième trimestre, on anticipe un recul temporaire à 1,6 % en raison de la dynamique des prix de l'essence, de la levée des contre-mesures liées aux droits de douane et de la volatilité des tarifs aériens.

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

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : mai 2019

La croissance économique devrait reprendre un rythme proche de celui de la production potentielle

La Banque prévoit que la cadence de la croissance économique s'accélérera pour dépasser légèrement celle de la production potentielle en 2020 et en 2021 (**tableau 2**). Selon le scénario de référence de la Banque, la consommation augmentera à un rythme modéré, le secteur du logement se redressera et la contribution à la croissance apportée conjointement par les exportations et les investissements des entreprises s'améliorera. Dans la projection, les conflits commerciaux à l'échelle mondiale et l'incertitude qui en découle constituent les principaux vents contraires freinant la croissance.

Le secteur pétrolier et gazier a connu une avancée positive : le gouvernement fédéral a récemment donné le feu vert au pipeline Trans Mountain. On s'attend à ce que les travaux de construction débutent plus tard cet été. Cela dit, le pipeline ne devrait pas être opérationnel avant 2022, ce qui est au-delà de la période de projection.

Les exportations devraient s'améliorer

Les exportations devraient afficher une croissance modérée au cours de la période de projection, soutenues par l'expansion actuelle de la demande étrangère (**graphique 10**). Il reste que les défis de compétitivité et l'incertitude qui plane sur les politiques commerciales à l'échelle mondiale continueront vraisemblablement de peser sur les exportations. La Banque

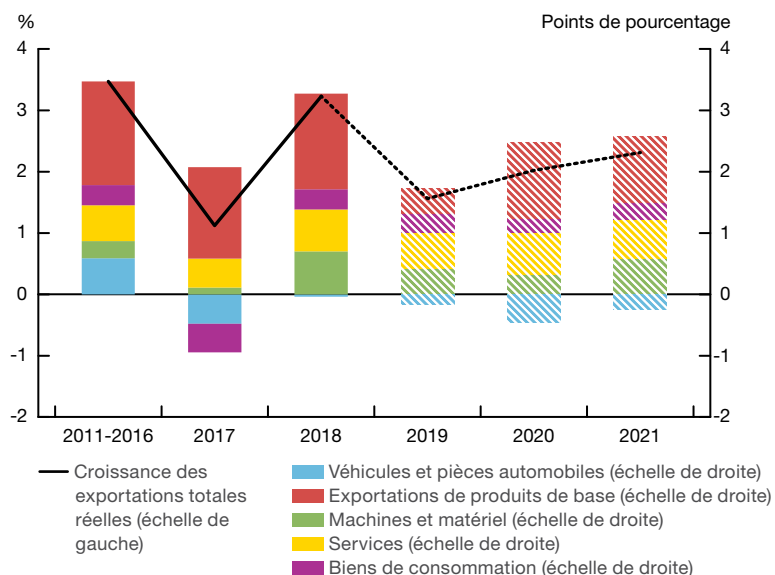
suppose que cette incertitude réduit le niveau des exportations d'environ 1,5 % à la fin de 2021; cette réduction est un peu plus prononcée que ce qui était indiqué dans le *Rapport* d'avril⁸. La Banque juge que les tensions grandissantes sur le commerce international ont une plus grande influence sur la confiance des entreprises que les retombées positives de l'évolution des politiques commerciales entre le Canada et les États-Unis.

Les exportations hors produits de base devraient croître, sauf dans le secteur automobile. En effet, la redéfinition des mandats de production des constructeurs canadiens de véhicules automobiles, notamment, laisse présager une baisse des exportations de ce secteur durant la période de projection. Les exportations de services devraient continuer de progresser à un rythme soutenu, ce qui devrait faire augmenter encore davantage la part des services dans les exportations hors produits de base. Les exportations de produits de base non énergétiques devraient rebondir après la faiblesse observée au premier trimestre de 2019, et s'accroître à une allure modérée pour le reste de la période de projection, aidées en partie par la levée des droits de douane sur l'acier et l'aluminium⁹.

Les exportations d'énergie devraient être à peu près stables en 2019 et croître à un rythme modéré en 2020 et en 2021. Au cours des trimestres à venir, la production et les exportations de pétrole continueront d'être influencées par les limitations de production en Alberta et les contraintes de capacité liées au transport dans l'Ouest canadien. Les limitations obligatoires devraient être levées progressivement plus tard que prévu dans le *Rapport* d'avril, et la mise en service complète de la canalisation 3 d'Enbridge a de

Graphique 10 : Les exportations devraient progresser modérément

Contribution à la croissance des exportations totales réelles, données annuelles



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

⁸ Ce pourcentage équivaut à une réduction du niveau des exportations d'environ 10 milliards de dollars.

⁹ L'encadré 2 du *Rapport de juillet 2018* présente une analyse des retombées des droits de douane imposés par les États-Unis sur les exportations canadiennes d'acier et d'aluminium ainsi que de celles des contre-mesures du gouvernement canadien. Suivant cette analyse, la levée de ces barrières tarifaires devrait faire monter le niveau des exportations de 0,6 % au cours de la période de projection comparativement à ce qui était énoncé dans le *Rapport* d'avril.

nouveau été reportée. On estime que les expéditions de brut par rail iront en augmentant et que le train continuera de servir de moyen de transport marginal pour les exportations de pétrole¹⁰.

La croissance des importations en 2019 est restreinte par la faiblesse passée des investissements et la baisse marquée de la production de véhicules automobiles. En 2020 et en 2021, la croissance des importations devrait suivre celle des investissements des entreprises et des exportations.

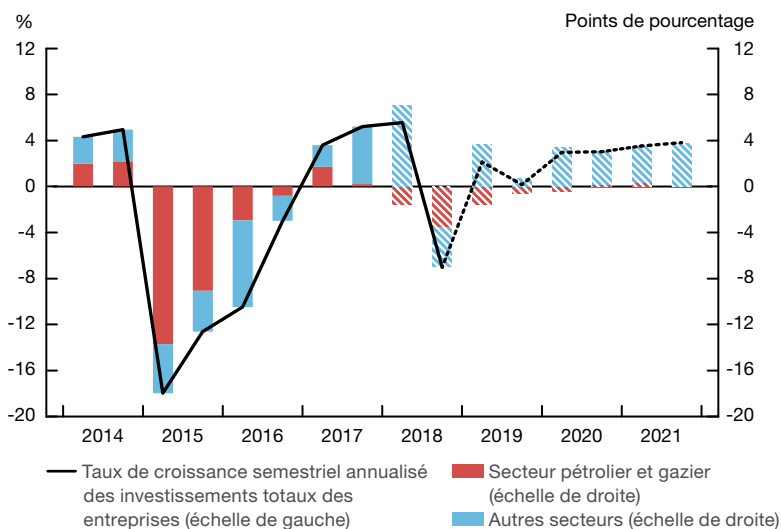
L'expansion des investissements des entreprises est limitée par les tensions commerciales

Les contraintes de capacité face à la demande croissante, le recours grandissant à la numérisation comme moyen d'accroître la productivité, les mesures incitatives gouvernementales et les bas coûts de financement devraient favoriser un raffermissement des investissements des entreprises, malgré l'incertitude élevée entourant les politiques de commerce extérieur. Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises de cet été ont dit avoir l'intention d'augmenter leurs investissements, certains comptant investir dans du matériel destiné à accroître la productivité.

La Banque s'attend à ce que les investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier progressent à un rythme solide durant la période de projection (**graphique 11**). En particulier, les importants projets de construction pour accroître les capacités de transport, comme ceux du terminal de gaz naturel liquéfié en Colombie-Britannique et de l'expansion du réseau d'oléoducs Trans Mountain, devraient stimuler les dépenses. La prévision relative aux investissements serait toutefois plus forte si ce n'était l'incertitude

Graphique 11 : La croissance des investissements des entreprises à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier devrait reprendre

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



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

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

élevée entourant les politiques de commerce extérieur. L'effet sur le niveau des investissements des entreprises est d'environ 3 % d'ici la fin de 2021¹¹. Ce chiffre est plus grand que dans le *Rapport* d'avril.

La Banque prévoit que les investissements dans le secteur pétrolier et gazier se contracteront encore en 2019 et se stabiliseront en 2020 et en 2021. Cette diminution amène les investissements à un niveau inférieur d'environ 20 % à celui de 2017 et suit une baisse des dépenses d'investissement d'à peu près 50 % entre 2014 et 2016. Les consultations de la Banque auprès d'entreprises du secteur de l'énergie donnent à penser que les contraintes de transport et les limitations de la production continuent de peser lourdement sur la confiance dans l'Ouest canadien et restreignent l'accès des entreprises au crédit. Parallèlement, la production extracôtière de pétrole de Terre-Neuve-et-Labrador est stimulée par de nouveaux projets et la forte activité liée aux travaux exploratoires prévus prochainement.

La progression des revenus devrait soutenir une croissance modérée des dépenses des ménages

La projection concernant la consommation et le logement repose sur des gains salariaux soutenus et une forte expansion de l'emploi, dus entre autres à une croissance de la population en âge de travailler découlant de la hausse de l'immigration. On s'attend néanmoins à ce que les ménages fassent preuve de prudence dans leurs décisions de dépenses compte tenu de leur niveau élevé d'endettement. Les dépenses de consommation devraient s'accroître à une cadence modérée durant la période de projection, et le taux d'épargne devrait augmenter progressivement, contribuant ainsi à atténuer les vulnérabilités des ménages.

Après avoir été à la baisse pendant deux ans, l'investissement résidentiel devrait croître de façon modeste en 2020 et en 2021. Les effets modérateurs exercés sur la croissance par les modifications des politiques en matière de logement devraient s'estomper au cours de la période de projection. De plus, les taux hypothécaires plus bas et l'accélération du rythme de formation de nouveaux ménages attribuable à l'immigration devraient soutenir l'activité dans le secteur de l'habitation.

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

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC diminuera pour se situer temporairement à 1,8 % en 2019 avant de retourner à environ 2 % en 2020 et en 2021 (**tableau 2**). L'inflation pour 2019 a été revue à la baisse par rapport à la projection d'avril, en raison de l'hypothèse inférieure quant aux prix du pétrole et de la levée par le Canada des contre-mesures adoptées en réponse aux droits de douane imposés par les États-Unis sur l'acier et l'aluminium. Les effets de ces deux facteurs sur l'inflation sont susceptibles de persister pendant environ un an.

Mis à part les écarts temporaires associés aux variations des prix de l'essence, aux tarifs aériens et à la suppression des droits de douane, l'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 2 %. Au cours de la période de projection, les capacités excédentaires au sein de l'économie devraient représenter une source de modestes pressions à la baisse sur l'inflation, pressions en grande partie contrebalancées par la petite impulsion donnée par la redevance fédérale sur la pollution par le carbone (**graphique 12**).

¹¹ Ce pourcentage équivaut à une réduction du niveau des investissements d'environ 8 milliards de dollars.

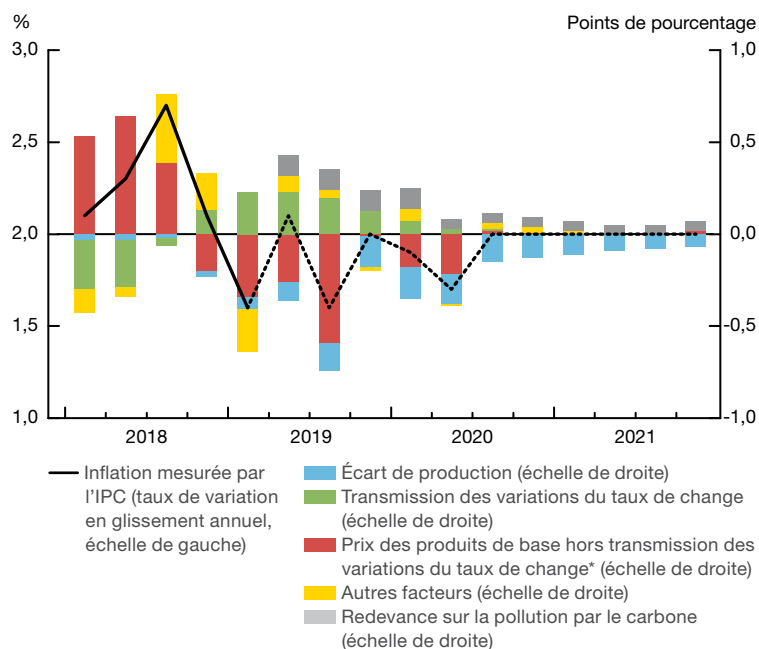
Comme ces capacités excédentaires se concentrent dans quelques régions seulement, l'effet sur l'inflation pourrait être moindre que ce à quoi on s'attendrait si elles se manifestaient uniformément à l'échelle du pays.

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

Cette projection cadre avec l'hypothèse que les attentes d'inflation à moyen et à long terme resteront bien ancrées. Presque tous les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation se maintiendra, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. La plupart s'attendent à ce que l'inflation se situe dans la moitié inférieure de cette fourchette. Les compilations de Consensus Economics publiées en mai 2019 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 1,8 % 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.

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 2 %

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

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

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les principaux risques pesant sur l'économie canadienne sont liés aux politiques commerciales à l'échelle mondiale et à l'incertitude qui en résulte. Parce que les politiques commerciales protectionnistes peuvent perturber les échanges commerciaux et les chaînes de valeur mondiales, elles peuvent simultanément faire baisser la production et exercer des pressions à la hausse sur les prix. En ce sens, elles peuvent donc être considérées comme un choc d'offre négatif, ce qui implique un arbitrage complexe du point de vue de la politique monétaire. Plus précisément, la politique monétaire ne peut en même temps soutenir l'activité économique et contenir les pressions à la hausse qui s'exercent sur les prix. Cet arbitrage peut devenir plus délicat encore si le choc d'offre négatif a pour effet d'abaisser le taux d'intérêt neutre.

Comme le scénario de référence de la Banque tient compte des effets négatifs des droits de douane annoncés précédemment et de l'incertitude élevée, les risques liés aux politiques commerciales vont dans les deux sens. Si les différends commerciaux actuels pouvaient se résoudre et les hausses des droits de douane décrétées ces dernières années être annulées, l'activité économique serait alors plus forte. L'incidence sur l'inflation différerait selon que les pressions à la hausse sur les prix attribuables au raffermissement de la demande l'emporteraient ou non sur les ajustements à la baisse associés à la diminution des droits de douane. En revanche, les conséquences d'un renforcement du protectionnisme, s'il devait se produire, pourraient constituer un choc d'offre négatif majeur. De très importantes répercussions négatives sur l'activité économique pourraient en résulter, qui s'accompagneraient, à court terme, d'une augmentation de l'inflation causée par le relèvement des droits de douane. Plusieurs issues sont possibles, mais, dans le contexte d'un conflit commercial persistant, il est utile d'examiner deux scénarios extrêmes, qui permettront de montrer les forces en jeu (**encadré 2**).

Abstraction faite des risques liés aux politiques commerciales, la Banque estime que les risques à la hausse et à la baisse entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Comme dans les livraisons précédentes du *Rapport*, l'analyse porte sur certains risques qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste de risques pris en compte. L'évolution des principaux risques depuis la parution du *Rapport* d'avril est résumée dans le **tableau 4**.

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

Le récent redressement de la croissance de la productivité du travail de même que la diminution des attentes d'inflation pourraient signaler que le taux de croissance de la production potentielle aux États-Unis

est supérieur à notre estimation. Il est par ailleurs possible que l'administration américaine mette en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire pour éviter une baisse importante de la croissance en 2020. Dans les deux cas, les investissements des entreprises au Canada et les exportations canadiennes bénéficieraient d'une activité plus vigoureuse au sud de la frontière.

2) Resserrement marqué des conditions financières mondiales (↓)

Les conditions financières pourraient soudainement se resserrer et s'accompagner d'une augmentation des taux des obligations d'État ou de la réévaluation des conditions de crédit aux entreprises. Ce resserrement pourrait être déclenché par une hausse des attentes d'inflation dans une grande économie avancée. Les attentes d'inflation pourraient être plus élevées si l'inflation observée dépassait les prévisions des marchés, peut-être sous l'effet du relèvement des droits de douane. Ces évolutions pourraient se traduire par des taux d'intérêt plus élevés, un alourdissement du service de la dette, un recul de l'activité dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt et un affaiblissement de la croissance économique au Canada et à l'étranger.

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

Le degré élevé de confiance des consommateurs et la croissance solide du revenu du travail pourraient donner lieu à de plus fortes dépenses de consommation pendant la période projetée si les consommateurs épargnent moins que ce qui est projeté dans le scénario de référence. Cependant, 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, aggraverait l'effet d'un choc négatif.

4) Croissance plus faible en Chine et baisse des prix des produits de base (↓)

En Chine, les ajustements structurels en cours destinés à rééquilibrer les facteurs de croissance de l'économie, conjugués aux différends commerciaux, pourraient provoquer un ralentissement plus prononcé que prévu. Par ailleurs, les nouvelles mesures prises pour relancer la croissance à court terme pourraient exacerber les vulnérabilités financières si elles avaient conduit à un accroissement du levier financier. L'accentuation des vulnérabilités financières pourrait limiter la gamme de mesures envisageables dans l'avenir, ce qui représenterait un risque supplémentaire pour la croissance. Une demande plus faible en provenance de la Chine déprimerait la demande mondiale et ferait diminuer les prix des produits de base, ce qui pèserait sur les investissements des entreprises et sur les échanges commerciaux au Canada.

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

Même si, selon des données récentes, le marché du logement connaît un début de stabilisation, il reste que la possibilité d'un nouveau recul de l'activité ne peut être écartée, en particulier dans les régions

du Grand Vancouver et du Grand Toronto ainsi qu'en Alberta. Une faiblesse plus prononcée des investissements résidentiels pourrait ajouter aux pressions à la baisse exercées sur les prix des logements, ce qui donnerait alors lieu à des reculs des prix des logements, des reventes et de la construction, reculs qui se renforceraient mutuellement.

Encadré 2

Risques associés aux politiques commerciales à l'échelle mondiale

Il est difficile d'évaluer les risques associés aux politiques commerciales, étant donné la complexité et la diversité des scénarios possibles. De plus, les résultats de toute simulation dépendent grandement des paramètres de la modélisation ainsi que de l'analyse qui en est faite. Néanmoins, les simulations peuvent être fort utiles en mettant en évidence les diverses façons dont les politiques commerciales sont susceptibles d'influer sur l'activité économique et l'inflation. Les changements de politiques commerciales s'apparentent à des chocs d'offre, dans le sens où un protectionnisme accru a pour effets une baisse de l'activité et une hausse de l'inflation. Dans ce contexte, la politique monétaire est confrontée à un arbitrage, car elle ne peut à la fois soutenir l'activité économique et contenir les tensions inflationnistes. En exécutant des simulations sans intégrer de changement provenant de mesures de politique monétaire ou budgétaire, on parvient à isoler les effets des changements de politiques commerciales et à faire ressortir plus clairement les arbitrages à opérer.

Actuellement, les risques liés aux politiques commerciales vont dans les deux sens, mais il est probable que leurs répercussions sur l'activité réelle soient davantage orientées à la baisse. L'équilibre des risques entourant l'inflation est moins évident.

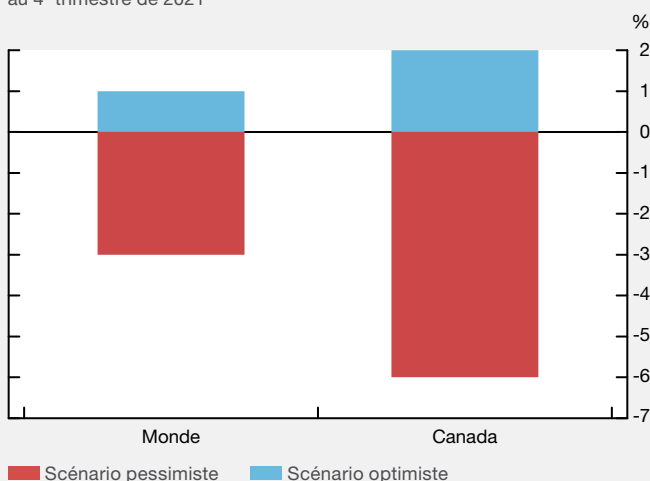
Dans le présent encadré sont exposés deux scénarios indicatifs¹, à savoir :

- un scénario extrêmement pessimiste basé sur une forte intensification et une vaste généralisation des politiques commerciales protectionnistes, et
- un scénario optimiste voyant l'annulation des hausses de droits de douane et des sanctions commerciales introduites au cours des deux dernières années et la levée de toutes les incertitudes liées aux politiques de commerce extérieur.

Les conséquences positives découlant du scénario optimiste pour la production canadienne et mondiale ne sont pas aussi importantes que les conséquences négatives associées au scénario pessimiste (graphique 2-A). Dans les deux scénarios, les répercussions sur l'inflation sont positives.

Graphique 2-A : Les conséquences sont plus importantes dans le scénario pessimiste

Taux de variation du PIB réel par rapport au scénario de référence au 4^e trimestre de 2021



Source : Banque du Canada

Scénario pessimiste

Dans ce scénario, les États-Unis portent à 25 % les taux des droits de douane sur toutes les importations², et leurs partenaires commerciaux réagissent en relevant au même niveau les droits de douane qu'ils imposent sur les produits provenant des États-Unis. Pour la plupart des pays, il s'agit d'une augmentation majeure par rapport aux niveaux actuels. En outre, on suppose aussi que le relèvement des droits de douane accroît l'incertitude quant aux politiques commerciales futures.

(suite à la page suivante)

1 Le modèle de commerce extérieur présenté dans Charbonneau et Landry (2018) sert à évaluer l'incidence à long terme des droits de douane sur les économies mondiale et canadienne. Les modèles de politique monétaire de la Banque, combinés à une opinion éclairée reposant sur la littérature consacrée au commerce international et sur d'autres sources, permettent d'évaluer les effets à court terme sur l'économie. Le modèle de commerce extérieur est décrit dans K. B. Charbonneau et A. Landry (2018), *The Trade War in Numbers*, document de travail du personnel n° 2018-57, Banque du Canada.

2 Apparaissant comme extrême s'il s'appliquait à l'ensemble des importations, un taux de droits de douane de 25 % correspond néanmoins à celui qui a été imposé sur les importations d'acier en 2018 ainsi qu'au niveau auquel les États-Unis taxent actuellement des importations de biens provenant de Chine qui totalisent 250 milliards de dollars américains. De plus, ce même taux de 25 % a aussi été évoqué à plusieurs reprises dans des déclarations relatives à d'éventuelles taxes sur les véhicules importés de l'Union européenne.

Encadré 2 (suite)

Une combinaison de modélisation et de jugement a été utilisée pour tenir compte des principaux canaux par lesquels la hausse des droits de douane et une incertitude plus élevée influencent les résultats macroéconomiques. Au chapitre de la demande, ces canaux comprennent des effets négatifs sur les revenus, un resserrement des conditions financières et un effritement de la confiance des entreprises. Pour ce qui est de l'offre, les facteurs incluent une hausse des prix des biens importés pour les entreprises et les ménages et une productivité plus faible découlant surtout des perturbations des chaînes de valeur. En outre, les modèles macroéconomiques de la Banque intègrent des rigidités à court terme qui empêchent la réaffectation rapide des ressources des secteurs les plus durement touchés par l'augmentation des droits de douane vers d'autres secteurs. Il en résulte une période au cours de laquelle ces ressources connaissent des bouleversements majeurs³.

Les simulations réalisées montrent que les facteurs d'offre aussi bien que les facteurs de demande entraînent une forte détérioration des perspectives mondiales et canadiennes. À la fin de 2021, le produit intérieur brut (PIB) mondial est d'à peu près 3 % inférieur au niveau projeté dans le scénario de référence, tandis que dans le cas des prix des produits de base, l'écart est d'environ 30 % inférieur⁴. Ces évolutions provoquent une détérioration des termes de l'échange du Canada qui accentue l'ampleur du ralentissement économique mondial et l'incidence des facteurs d'offre et de demande, à tel point que le PIB canadien finit par diminuer de 6 % approximativement. Cette baisse tient en grande partie à des exportations et des investissements des entreprises plus faibles. Les investissements pâtissent de la perte de confiance, de la hausse du coût des importations et du fait que les entreprises exportatrices sont incitées à délocaliser leur production vers les États-Unis. La consommation est plus faible en raison d'un niveau d'emploi plus bas et de la détérioration des termes de l'échange. Le dollar canadien se déprécie de quelque 25 % par rapport à la valeur postulée dans le scénario de référence. Cette dépréciation contribue à endiguer le tassement des exportations et facilite l'adaptation aux changements de politiques commerciales, mais elle exerce également des pressions à la hausse sur les prix⁵.

Les effets directs des droits de douane sur les prix des biens importés, conjugués à la dépréciation du dollar canadien et à la productivité plus faible, exercent temporairement des pressions haussières sur l'inflation. Ces pressions ne sont contrebalancées qu'en partie par une baisse de la demande agrégée. L'impact maximal sur l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) (en glissement annuel) est d'environ 3 points de pourcentage et est atteint au bout d'à peu près un an. À supposer que les attentes d'inflation restent ancrées à la cible de 2 %, l'inflation revient à 2 % au bout d'environ deux ans. Si les attentes devaient suivre l'évolution de l'inflation réelle et progresser davantage, l'inflation se maintiendrait plus longtemps à un niveau supérieur à la cible.

Scénario optimiste et comparaison des scénarios

Dans le scénario optimiste, l'économie mondiale se retrouve globalement dans la situation qui prévalait avant la conclusion des accords commerciaux de 2017, et l'incertitude entourant l'avenir des politiques de commerce extérieur se dissipe⁶. Les facteurs de demande et d'offre favorisent maintenant la progression de l'activité économique intérieure et mondiale, bien que leurs effets soient moins prononcés que dans le scénario pessimiste. Cette différence notable tient au fait que l'incidence des taux de droits de douane — ceux postulés dans le scénario de référence revenant à ceux qui prévalaient avant 2017 — est, pour la plupart des pays, bien moins importante que celle du passage de ces taux à 25 %.

À la fin de 2021, le niveau du PIB mondial relevant du scénario optimiste dépasse d'à peu près 1 % celui du scénario de référence. Pour sa part, le PIB canadien est d'environ 2 % supérieur.

Les effets désinflationnistes associés au retrait des droits de douane sont relativement peu prononcés dans le scénario optimiste. Les résultats en termes d'inflation sont donc dans une large mesure tributaires du renforcement de la demande lié principalement à la levée de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur. L'impact maximal sur l'inflation mesurée par l'IPC est d'environ un demi-point de pourcentage. Par conséquent, il n'y a pas d'arbitrage à opérer entre les objectifs de stabilisation de l'inflation et de la production.

3 Pour un complément d'information sur les résultats potentiels une fois le processus mené à son terme, voir K. B. Charbonneau (2019), *The Impact of a Trade War: Assessment of the Current Tariffs and Alternative Scenarios*, note analytique du personnel, n° 2019-20, Banque du Canada.

4 Le multiplicateur qui lie les variations des prix des produits de base à la demande mondiale est estimé à l'aide de données allant de 1998 à 2015 et est conforme à la chute des prix et du PIB mondial qui a été observée pendant la Grande Récession.

5 Pour en savoir plus sur l'utilité d'une monnaie flottante dans l'amortissement des chocs économiques d'origine étrangère, voir L. L. Schembri, *Flottement des monnaies, prix des produits de base et stabilité des prix*, discours prononcé à Edmonton le 17 juin 2019 devant l'Economics Society of Northern Alberta.

6 Plus précisément, les conflits commerciaux sont résolus de façon ordonnée, les hausses des droits de douane décrétées ces deux dernières années sont annulées, les restrictions commerciales sur les exportations de produits canadiens imposées par la Chine sont levées, le Brexit est évité, l'Accord Canada-États-Unis-Mexique est ratifié, et le discours protectionniste disparaît.

Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2019

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Politiques commerciales à l'échelle mondiale	- Les États-Unis ont haussé le taux des droits de douane appliqués à des importations d'une valeur de 200 milliards \$ US en provenance de la Chine, le faisant passer de 10 à 25 %. À son tour, la Chine a imposé des droits de douane additionnels sur des biens produits aux États-Unis d'une valeur de 36 milliards \$ US. - La croissance des échanges commerciaux et de l'activité manufacturière a nettement ralenti dans le monde au cours de la dernière année. - Les droits de douane américains sur les importations d'acier et d'aluminium canadiens ont été supprimés, et les contre-mesures, abandonnées. - La Chine a imposé d'autres restrictions commerciales au Canada.	- 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 - La production et les investissements dans le secteur agricole
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	- La croissance de la productivité s'est raffermie. - Les dépenses des ménages ont rebondi après avoir été anormalement faibles au premier trimestre. - L'indice du secteur manufacturier de l'Institute of Supply Management a continué de baisser depuis le début de l'année.	- 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 poursuivi leur recul à l'échelle mondiale. - Les attentes d'inflation ont diminué depuis le début de l'année dans les grandes économies avancées. - Les marchés des actions nord-américains se maintiennent près des sommets atteints à la mi-2018. - Les conditions financières se sont assouplies dans les pays émergents depuis la parution du <i>Rapport</i> d'avril.	- 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 des actions
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	- La croissance de la consommation s'est redressée au 1^{er} trimestre de 2019. - Les chiffres des ventes au détail et des ventes de véhicules automobiles confirment le rythme modéré des dépenses de consommation à court terme. - Les données mensuelles indiquent une hausse des gains salariaux. - Les créations d'emplois ont fait progresser le nombre total d'heures travaillées, malgré une baisse du nombre moyen d'heures travaillées. - Le ratio de la dette au revenu disponible s'est stabilisé au 1^{er} trimestre de 2019, tandis que le taux d'épargne est demeuré relativement bas. - La confiance des consommateurs est encore élevée.	- Les ventes au détail - Les ventes de véhicules automobiles - La confiance des consommateurs - L'endettement des ménages - Le revenu du travail - L'emploi
Croissance plus faible en Chine et baisse des prix des produits de base	- Le ralentissement de la croissance se poursuit en Chine. - Les investissements des entreprises du secteur manufacturier ont fléchi. - L'expansion du crédit s'est stabilisée à un rythme plus bas. - Les prix du pétrole et des métaux communs ont baissé depuis avril.	- La croissance du PIB en Chine - La confiance des entreprises - La croissance du crédit - Les prix des produits de base
Faiblesse plus prononcée du marché du logement au Canada	- Le marché du logement s'est raffermi à Halifax, Montréal et Ottawa grâce au dynamisme de l'activité dans les secteurs de la revente et de la construction neuve ainsi qu'à la hausse modérée des prix des maisons. - Des signes de stabilisation apparaissent à Toronto, où les reventes et les prix ont augmenté récemment, mais à Vancouver, le niveau des reventes reste bas et les prix reculent encore. - Les stocks de logements existants sont relativement élevés à Calgary et à Vancouver, ce qui exercera des pressions à la baisse sur la construction neuve. - La croissance du crédit hypothécaire demeure modeste.	- Le 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