



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2020



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, 2020



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2020

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

Table des matières

L'économie mondiale	1
Le commerce mondial	2
Les conditions financières.....	3
Les États-Unis.....	4
Les autres économies avancées.....	5
Les pays émergents.....	5
Les prix des produits de base	6
L'économie canadienne	9
L'évolution récente	10
Les pressions sur la capacité de production.....	12
Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence	13
Les perspectives économiques	15
Les dépenses des ménages	16
Les investissements des entreprises et les exportations	17
Les perspectives d'inflation	19
Les risques entourant les perspectives d'inflation	21

L'économie mondiale

Après avoir connu une période de ralentissement synchronisé, l'activité économique mondiale montre des signes de stabilisation. La Banque prévoit que la croissance de l'économie mondiale s'accroîtra progressivement, essentiellement comme elle l'entrevoit dans le *Rapport* d'octobre (tableau 1). Les données d'enquêtes semblent indiquer que l'activité manufacturière commence à se raffermir dans un grand nombre de régions (graphique 1). Dans le secteur des services, les indicateurs ont fléchi dernièrement, mais ils restent favorables. Le taux de chômage se maintient près de creux historiques dans de nombreuses économies avancées.

Les récentes annonces sur le commerce ont été positives. La première phase de l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine a annulé certaines hausses des droits de douane prévues et réduit d'autres droits de douane existants. Par ailleurs, on s'attend à la ratification prochaine de l'Accord Canada–États-Unis–Mexique (ACEUM). Toutefois, les perturbations

Tableau 1 : Projection de 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 (2,3)	1,9 (1,9)	1,9 (1,7)
Zone euro	11	1,9 (1,9)	1,2 (1,1)	1,0 (1,0)	1,3 (1,4)
Japon	4	0,3 (0,8)	1,1 (0,9)	0,6 (0,2)	1,2 (0,7)
Chine	19	6,7 (6,6)	6,1 (6,1)	5,9 (5,9)	5,8 (5,7)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	4,3 (4,3)	3,1 (3,2)	3,8 (4,0)	4,2 (4,3)
Autres pays§	17	2,2 (2,1)	1,2 (1,2)	1,7 (1,7)	2,0 (2,1)
Monde	100	3,7 (3,7)	2,9 (2,9)	3,1 (3,1)	3,3 (3,3)

* La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2018, publiées en octobre 2019 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

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

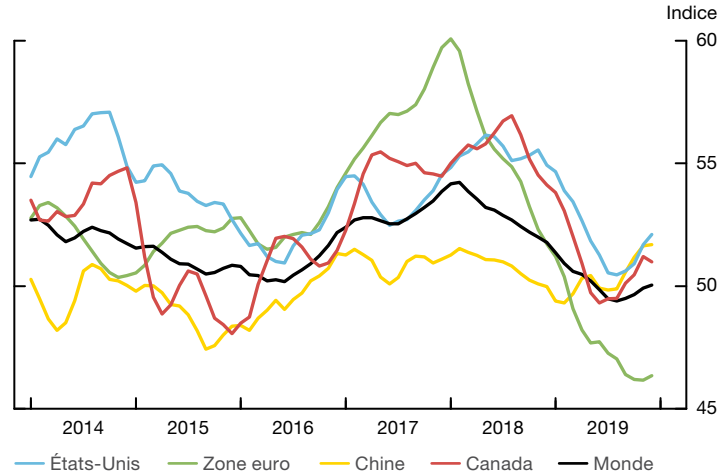
‡ Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud —, et des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

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

Source : Banque du Canada

Graphique 1 : La production manufacturière commence à se redresser dans la plupart des régions

Indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier, 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.

Source : IHS Markit via Haver Analytics

Dernière observation : décembre 2019

des chaînes d'approvisionnement causées par des mesures commerciales antérieures, le degré d'incertitude élevé et les tensions géopolitiques persistantes pèsent encore sur l'activité économique mondiale¹.

La Banque prévoit que la croissance mondiale se raffermira quelque peu pour passer à environ 3 1/4 % d'ici 2021 et qu'elle sera inégale selon les régions. La croissance devrait continuer de ralentir aux États-Unis et en Chine, mais elle devrait reprendre dans d'autres grandes économies émergentes. En dépit de la décélération prévue de l'activité économique aux États-Unis, les investissements des entreprises et la production industrielle — qui sont des sources de demande importantes pour les exportations canadiennes — devraient progresser plus tard au cours de la période de projection. Dans l'ensemble, les politiques monétaires expansionnistes et les conditions financières favorables continueront de soutenir l'activité économique mondiale.

Le commerce et les investissements mondiaux devraient s'améliorer

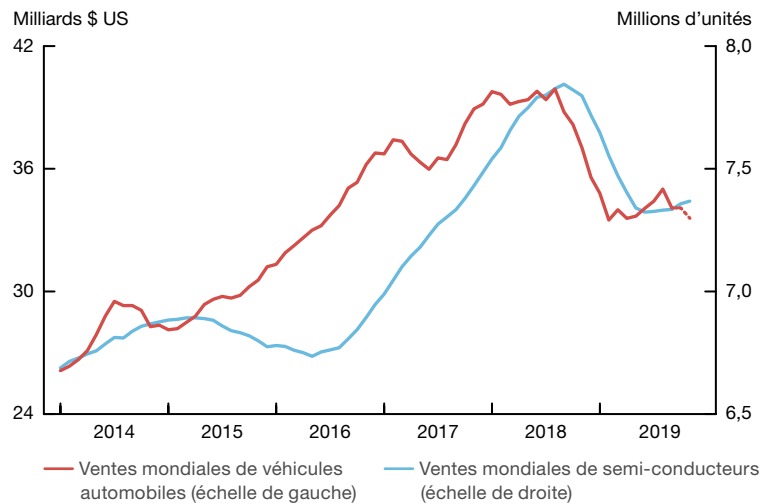
Après avoir considérablement ralenti au second semestre de 2018 et au premier semestre de 2019, la croissance des échanges commerciaux et des investissements des entreprises à l'échelle mondiale semble être sur le point de franchir un creux. Les ventes mondiales de véhicules automobiles et de semi-conducteurs, en particulier, se sont stabilisées après avoir connu une brusque contraction à la fin de 2018 (graphique 2). De plus, les nouvelles commandes de biens manufacturés ont commencé à augmenter.

On s'attend à ce que les échanges et les investissements mondiaux s'accroissent au cours de la période de projection, quoique modestement, car l'incertitude persistante et les hausses de droits de douane imposées

¹ L'incertitude persiste quant à l'avenir des politiques de commerce extérieur. Les États-Unis ont notamment menacé d'augmenter les droits de douane sur certains produits importés de France, du Brésil et de l'Argentine.

Graphique 2 : Les ventes mondiales de véhicules automobiles et de semi-conducteurs se sont stabilisées

Moyenne mobile sur six mois, données mensuelles désaisonnalisées



Nota : Les données sur les ventes mondiales de véhicules automobiles ont été désaisonnalisées par la Banque du Canada. Comme les ventes de véhicules automobiles d'octobre et de novembre n'ont pas encore été publiées pour un petit nombre de pays (une part représentant environ 8 % des ventes mondiales), les ventes mondiales indiquées pour ces deux mois reposent sur l'hypothèse que les ventes de ces pays n'ont pas changé depuis septembre.

Sources : Ward's Automotive Group et Semiconductor Industry Association via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : ventes de véhicules automobiles, novembre 2019
Dernière observation : ventes de semi-conducteurs, novembre 2019

continueront de nuire à l'activité économique. Le frein à la croissance mondiale lié à ces tensions commerciales devrait se dissiper peu à peu. Néanmoins, il en résultera une réduction du produit intérieur brut (PIB) mondial de 1,2 % au total d'ici la fin de 2021². Les répercussions de ces tensions sont légèrement inférieures à ce qui avait été pris en compte dans la projection de la Banque présentée en octobre, étant donné la conclusion récente de la première phase de l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine³.

Les marchés financiers réagissent favorablement aux annonces sur le commerce mondial

La perception d'une diminution des risques liés aux tensions commerciales et à la croissance mondiale a entraîné un regain de confiance des marchés ces derniers mois. Les cours des actions ont continué à augmenter pour atteindre des sommets historiques et les écarts de crédit se sont resserrés. Le dollar américain s'est légèrement déprécié par suite de l'atténuation des mouvements vers les valeurs refuges. Après une période d'assouplissement de la politique monétaire d'un grand nombre de banques centrales, les attentes quant à la mise en œuvre de nouvelles mesures de relance monétaire dans les grandes économies se sont modérées. Dans l'ensemble, les investisseurs sont toujours en quête de rendements dans un contexte mondial de faibles taux d'intérêt et la demande d'actifs de haute qualité demeure

² L'escalade des mesures commerciales et l'incertitude connexe pèsent sur l'économie mondiale depuis 2017. La Banque estime qu'environ la moitié de leur effet s'était répercutée sur le PIB mondial à la fin de 2019.

³ Dans le *Rapport* d'octobre, la Banque estimait que les tensions commerciales retrancheraient 1,3 % au PIB mondial.

vigoureuse. Dans ces circonstances, les rendements des obligations d'État n'ont que légèrement augmenté à l'échelle mondiale et la pente des courbes des rendements s'est accentuée. En général, le dollar canadien s'est négocié dans une fourchette étroite vis-à-vis du dollar américain.

La montée récente des tensions géopolitiques au Moyen-Orient a accru l'incertitude sur les marchés financiers et a temporairement fait monter les prix de certains actifs comme l'or et le pétrole.

Globalement, les indicateurs des marchés financiers étayent l'opinion selon laquelle la croissance mondiale a touché un creux et l'activité économique mondiale devrait reprendre progressivement.

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

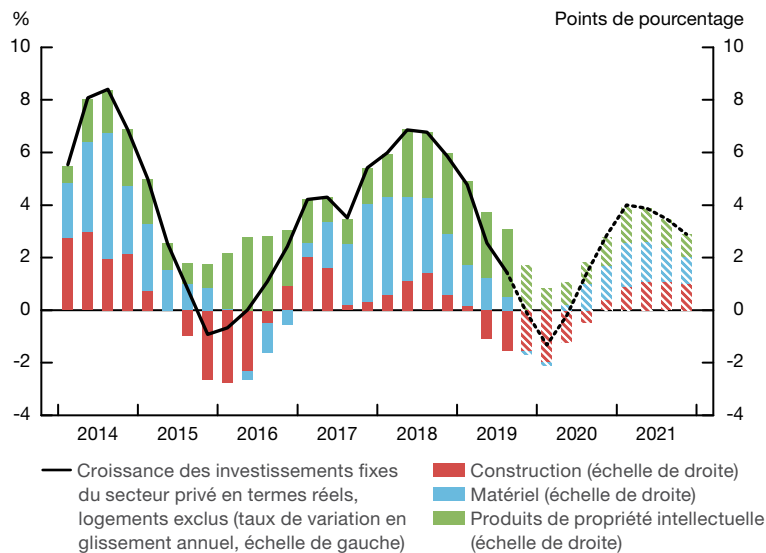
En 2019, l'économie américaine a continué de croître à un rythme supérieur à son potentiel mais inférieur au rythme soutenu de 2018. Ce ralentissement généralisé de la croissance s'explique en partie par l'atténuation des effets des mesures de stimulation fiscale adoptées en 2018, combinée aux tensions commerciales qui ont de plus en plus freiné la croissance. Les investissements des entreprises, les échanges commerciaux et la production industrielle ont été touchés par le conflit commercial avec la Chine et une baisse de la production de Boeing. Les investissements dans la construction et les installations pétrolières se sont également contractés. De plus, l'activité du secteur manufacturier a été ralentie par une faible production de véhicules automobiles. La croissance des dépenses de consommation et l'activité dans le secteur des services ont aussi ralenti. Elles sont cependant restées solides grâce à la vigueur du marché du travail. Les dépenses en biens de consommation durables et l'activité sur le marché du logement se sont redressées ces derniers mois, notamment du fait de coûts d'emprunt plus bas.

La croissance de l'économie américaine devrait ralentir pour se rapprocher de son potentiel au cours des deux prochaines années à cause de l'adoption d'une politique budgétaire globalement neutre après une phase expansionniste. Néanmoins, la croissance des investissements des entreprises américaines devrait s'accélérer sous l'effet de la récente amélioration des conditions financières (**graphique 3**). Parallèlement à cet assouplissement des conditions financières, les perspectives économiques aux États-Unis se sont légèrement améliorées par rapport à octobre, du fait de la conclusion de la première phase de l'accord commercial avec la Chine.

L'inflation fondamentale demeure sous la cible, notamment en raison de plusieurs facteurs temporaires touchant les prix des services financiers et des vêtements. À mesure que les effets de ces facteurs se dissipent, l'inflation fondamentale devrait retourner graduellement vers la cible au cours de la période de projection.

Graphique 3 : La croissance des investissements des entreprises devrait s'accélérer aux États-Unis

Contribution à la croissance des investissements réels des entreprises, données trimestrielles



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis via Haver Analytics et projections de la Banque du Canada

Les autres économies avancées devraient enregistrer une croissance modeste

L'activité économique dans la zone euro est restée anémique. Les vents contraires soufflés par le Brexit, l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et les modifications réglementaires touchant la construction automobile continuent de peser sur les entreprises. Toutefois, les données d'enquêtes récentes indiquent que la confiance des entreprises a cessé de se détériorer et que l'activité du secteur manufacturier se stabilise. Le marché du travail demeure solide. La Banque s'attend à ce que la croissance se maintienne autour de 1 % au début de 2020, puis à ce qu'elle se redresse légèrement à la faveur d'un renforcement de la demande étrangère et des mesures monétaires prises en 2019 par la Banque centrale européenne pour soutenir l'économie. L'inflation fondamentale a augmenté un peu ces derniers mois, mais elle reste de beaucoup inférieure à la cible.

Les perspectives de croissance demeurent modestes au Japon, mais elles ont été nettement revues à la hausse depuis octobre, après l'annonce de nouvelles mesures budgétaires.

L'économie chinoise devrait continuer à ralentir

En Chine, la croissance continue de s'essouffler, essentiellement comme la Banque l'entrevoit dans le *Rapport* d'octobre. Elle a été freinée par les tensions commerciales, les efforts des autorités réglementaires pour atténuer les vulnérabilités du système financier et les prix élevés des aliments pendant la majeure partie de 2019. Malgré les efforts déployés, les vulnérabilités financières demeurent élevées, sur fond d'endettement élevé et de préoccupations quant à l'exposition au risque. La Banque s'attend à ce que la croissance passe de quelque 6 % en 2019 à environ 5¼ % en 2021, étant donné la baisse de la croissance potentielle et les efforts continus déployés

pour stabiliser l'endettement des entreprises. L'atténuation de l'effet de frein exercé par les tensions commerciales devrait toutefois soutenir la croissance économique chinoise.

Le rythme d'expansion dans les autres pays émergents importateurs de pétrole a ralenti en 2019, en partie à cause de tensions géopolitiques et commerciales. Les conditions financières ont aussi pesé sur l'activité dans plusieurs pays, notamment l'Inde. La croissance devrait se redresser grâce à des politiques de soutien économique et à l'amélioration des conditions financières. La Banque a cependant revu à la baisse ses prévisions de croissance pour ces pays depuis octobre en raison des effets plus forts que prévu des tensions financières en Inde.

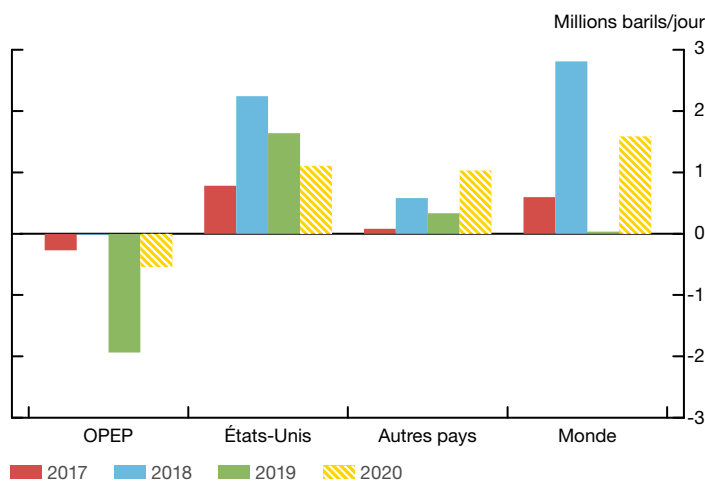
Dans les pays exportateurs de pétrole, les réductions de la production opérées par les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains autres pays producteurs ont entravé la croissance économique en 2019. Or, ces pays ont annoncé de nouvelles réductions en décembre. La croissance dans ces pays devrait tout de même s'accroître graduellement, à la faveur, entre autres, de l'assouplissement récent des politiques.

Les prix du pétrole ont augmenté

Les prix moyens récents du pétrole se sont établis à respectivement 65 et 60 \$ US le baril pour le Brent et le West Texas Intermediate (WTI), soit, dans les deux cas, à 5 \$ US de plus que l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'octobre (encadré 1, page 13). L'amélioration récente du climat sur les marchés a certes contribué à cette hausse, mais l'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et de nouvelles réductions de la production de pétrole annoncées par les membres de l'OPEP ont aussi joué un rôle. Malgré ces réductions, la production mondiale d'or noir devrait augmenter en 2020, sous l'effet d'une croissance de la production américaine solide malgré un certain ralentissement (graphique 4).

Graphique 4 : La production mondiale de pétrole devrait augmenter en 2020 malgré les réductions de l'OPEP

Variation annuelle, données annuelles



Nota : OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

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

Les principaux risques liés à l'hypothèse de la Banque relative aux prix du pétrole tiennent aux tensions géopolitiques et à la production mondiale. Les prix pourraient monter encore si les tensions entre les États-Unis et l'Iran s'aggravent. Par contre, une production plus forte que prévu dans les pays hors OPEP, dont les États-Unis, exercerait des pressions à la baisse sur les prix.

L'écart entre les cours du WTI et du Western Canadian Select a augmenté depuis la livraison d'octobre du *Rapport* : dernièrement, il s'est établi en moyenne autour de 20 \$ US. Cet élargissement tient à une hausse imprévue des stocks après la fuite de l'oléoduc Keystone et la grève du Canadien National, qui ont perturbé le transport du pétrole. La Banque s'attend à ce que la production d'or noir augmente à mesure que les capacités de transport s'améliorent.

Les prix de certains métaux communs ont progressé légèrement depuis octobre, du fait d'un regain d'optimisme quant aux perspectives de croissance mondiale. Les prix du bois d'œuvre et des produits agricoles ont peu changé depuis octobre.

L'économie canadienne

L'économie canadienne tourne relativement près de son potentiel, le marché du travail est sain et l'inflation avoisine 2 %. Cela dit, l'activité économique au Canada a ralenti au dernier trimestre de 2019, et les données récentes portent à croire que cette perte de vigueur se poursuivra en partie au début de 2020. Le rythme de l'activité devrait se redresser durant le premier semestre de 2020, puis se maintenir juste au-dessus du taux de croissance potentiel par la suite.

Le récent ralentissement tient à des facteurs mondiaux et nationaux. Les conflits liés au commerce international et l'incertitude qui en découle pèsent sur les investissements des entreprises et les exportations. Ces dernières sont également limitées par certains facteurs temporaires. Devant l'affaiblissement de la demande, les fabricants ont diminué la production afin de réduire l'accumulation de leurs stocks. Dans ce contexte, la croissance de l'emploi et les dépenses des ménages ont fléchi.

Au cours de la période de projection, le profil des investissements des entreprises et des exportations devrait s'améliorer à mesure qu'augmenteront les capacités de transport du pétrole et que diminuera l'effet des obstacles aux échanges commerciaux sur la croissance mondiale. Les dépenses des ménages devraient se renforcer, grâce à une solide hausse de la population et du revenu disponible.

La Banque prévoit que la croissance se chiffrera à 1,6 % en 2019 et en 2020. Le rythme de l'activité devrait s'accélérer pour atteindre 2,0 % en 2021 (tableau 2).

L'estimation de la croissance a été réévaluée à la hausse pour 2019, comparativement au chiffre avancé dans le *Rapport* d'octobre, surtout en raison de la révision des données historiques concernant les investissements tant des entreprises que des administrations publiques. Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse pour 2020 et à la hausse pour 2021. La réduction pour 2020 s'explique par une progression plus faible que prévu pour le quatrième trimestre de 2019 et le premier trimestre de 2020. Au-delà du court terme, des estimations supérieures de la population en âge de travailler et des réductions de l'impôt fédéral sur le revenu soutiennent les prévisions d'expansion tout au long de la période de projection. Dans l'ensemble, le niveau du PIB devrait être plus élevé à la fin de 2021 qu'on ne le projetait en octobre.

Les mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque avoisinent 2 %, quoique leur dispersion ait augmenté quelque peu. Elles cadrent avec une économie qui fonctionne près de son potentiel. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait demeurer à un niveau proche de la cible de 2 % durant la période de projection.

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

	2018	2019	2020	2021
Consommation	1,2 (1,2)	0,9 (0,9)	1,0 (1,1)	1,3 (1,0)
Logement	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)	0,4 (0,4)	0,2 (0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,7)	0,5 (0,4)	0,2 (0,2)	0,2 (0,2)
Investissements fixes des entreprises	0,2 (0,2)	0,0 (-0,4)	0,2 (0,1)	0,3 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	2,1 (2,0)	1,4 (0,9)	1,8 (1,8)	2,0 (1,7)
Exportations	1,0 (1,0)	0,5 (0,6)	0,4 (0,3)	0,8 (0,7)
Importations	-0,8 (-0,9)	-0,1 (-0,1)	-0,3 (-0,2)	-0,9 (-0,6)
Total partiel : exportations nettes	0,1 (0,1)	0,4 (0,5)	0,1 (0,1)	-0,1 (0,1)
Stocks	-0,2 (-0,3)	-0,2 (0,1)	-0,3 (-0,2)	0,1 (0,0)
PIB	2,0 (1,9)	1,6 (1,5)	1,6 (1,7)	2,0 (1,8)
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	2,1 (2,0)	1,6 (1,6)	1,6 (1,5)	2,1 (1,7)
Inflation mesurée par l'IPC	2,3 (2,3)	2,0 (2,0)	1,9 (1,8)	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.

La croissance a fléchi à la fin de 2019

Selon les estimations de la Banque, la croissance a ralenti au quatrième trimestre pour se situer à 0,3 %. Elle devrait rebondir pour atteindre 1,3 % au premier trimestre de 2020, un rythme qui reste modéré (**tableau 2**, **tableau 3** et **graphique 5**). Ces perspectives sont en moyenne inférieures d'environ trois quarts de point de pourcentage à la projection d'octobre. La faiblesse de l'activité économique mondiale contribue à un ajustement des stocks plus important qu'escompté. La consommation et le logement sont aussi plus faibles que prévu. Des facteurs particuliers, dont des conflits de travail, des perturbations de la production et des conditions météorologiques défavorables, influencent également la dynamique de la croissance à court terme.

Les défis dans le secteur pétrolier et gazier, de même que le contexte mondial difficile, continuent de peser sur les investissements des entreprises et les exportations. D'après des indicateurs préliminaires, les investissements dans ce secteur se stabilisent⁴. La Banque estime qu'à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier, les investissements des entreprises augmentent modestement dans un contexte d'incertitude mondiale persistante. En particulier, les dépenses en machines et en matériel vont probablement rester modérées à court terme. Les exportations se sont encore contractées au quatrième trimestre de 2019, en raison de la faiblesse de la demande mondiale et de l'arrêt de la production de véhicules automobiles à l'usine de General Motors à Oshawa. De plus, elles ont subi les effets de facteurs temporaires, dont l'interruption de service de l'oléoduc Keystone et la grève du Canadien National. Les exportations devraient augmenter au premier trimestre de 2020, à mesure que l'incidence de ces facteurs se dissipera.

⁴ Les données historiques sur les investissements en ouvrages de génie dans le secteur pétrolier et gazier ont fait l'objet de révisions à la hausse. Ce fait, conjugué aux données d'enquête récentes, indique que les dépenses en immobilisations dans ce secteur se sont contractées dans une moindre mesure en 2019 qu'on ne l'escomptait dans le *Rapport* d'octobre. Leur niveau demeure toutefois environ 55 % plus bas qu'avant la chute des prix du pétrole de 2014-2016.

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

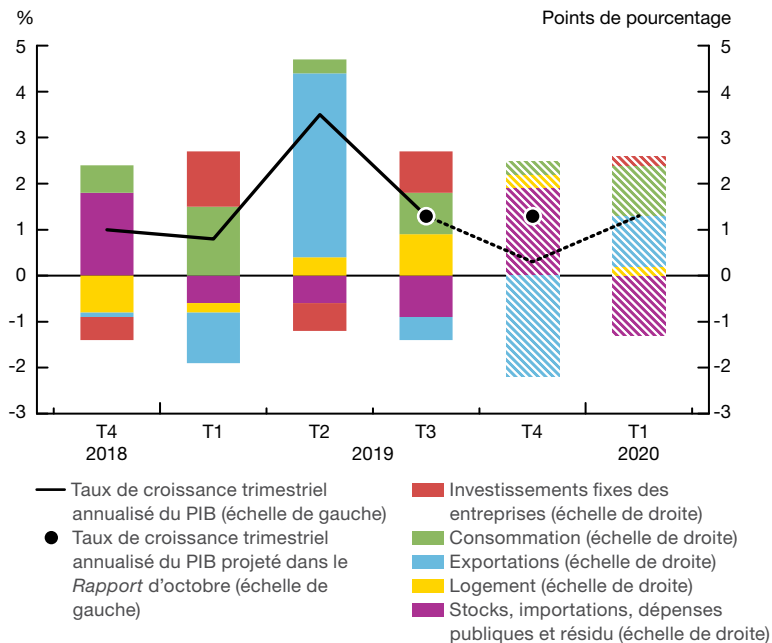
	2019			2020	2018	2019	2020	2021
	T2	T3	T4	T1	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	2,2 (2,2)	1,9 (1,9)	2,1 (2,1)	2,0	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)
PIB réel	1,9 (1,6)	1,7 (1,4)	1,5 (1,7)	1,6	1,8 (1,6)	1,5 (1,7)	1,9 (1,6)	2,1 (1,9)
Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)[†]	3,5 (3,7)	1,3 (1,3)	0,3 (1,3)	1,3				

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

† Le quatrième trimestre de 2019 et le premier trimestre de 2020 sont les seuls 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 5 : La croissance s'est affaiblie à la fin de 2019

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

Dernière valeur du graphique : 2020T1

Les dépenses des ménages ont fléchi à la fin de 2019. Les effets des conflits commerciaux internationaux et de l'incertitude élevée ont pu se propager au-delà des investissements et des exportations, ce qui aurait contribué au ralentissement du marché du travail et miné la confiance. Cela pourrait avoir amené les ménages à faire preuve d'une prudence accrue. La faiblesse du secteur manufacturier et le resserrement budgétaire dans certaines provinces ont vraisemblablement pesé aussi sur la confiance. La croissance de la consommation devrait se redresser au premier trimestre de 2020, compte tenu de la santé du marché du travail et de la croissance ferme du revenu.

Le niveau d'activité dans le secteur du logement reste solide dans la majeure partie du Canada, bien que de récents indicateurs donnent à penser que la croissance de l'investissement résidentiel a ralenti par rapport

à la vive cadence observée précédemment. La demande demeure robuste au Québec, où le marché du travail a été vigoureux. En Ontario et en Colombie-Britannique, la croissance démographique stimule la demande de logements. Par contraste, le marché albertain de l'habitation s'ajuste encore aux défis que connaît le secteur pétrolier et gazier. À l'échelle nationale, les prix des logements ont continué de monter et devraient se raffermir légèrement à court terme, ce qui concorde avec les résultats de la récente enquête de la Banque sur les attentes des consommateurs au Canada.

La marge de capacités excédentaires a modestement augmenté

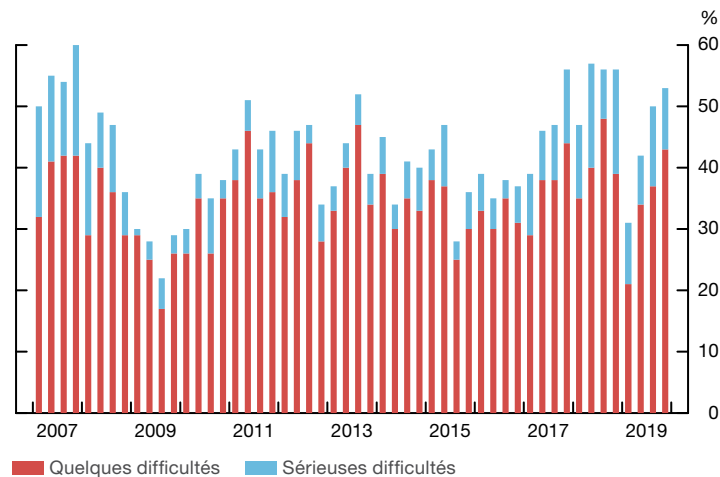
La Banque estime que l'écart de production se situait entre -1,25 et -0,25 % au dernier trimestre de 2019. Cette fourchette implique que les capacités excédentaires se sont amplifiées depuis le troisième trimestre, ce qui s'explique par la croissance plus lente au quatrième trimestre (encadré 1).

Les capacités excédentaires restent surtout concentrées dans les régions productrices d'énergie. Ailleurs, les indicateurs des pressions sur la capacité de production et des pénuries de main-d'œuvre montrent peu de signes de ressources inutilisées. Les répondants à l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises (sauf ceux des Prairies) ont signalé que les pressions sur la capacité attribuables au manque de main-d'œuvre ont continué de s'intensifier (graphique 6).

De façon générale, le marché du travail demeure sain. Les gains au chapitre de l'emploi ont été solides tout au long de 2019. La plupart des postes créés étaient à temps plein et dans le secteur des services. Le nombre de postes vacants reste important et le taux de chômage est proche de son creux historique. Cependant, la croissance de l'emploi a ralenti ces derniers mois, principalement dans le secteur manufacturier et l'administration publique.

Graphique 6 : Les pressions sur la capacité de production demeurent élevées dans une grande partie du pays

Résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, données trimestrielles



Nota : Pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant signalé quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2019T4

Le nombre moyen d'heures travaillées a baissé quelque peu dans le secteur manufacturier, la demande étant plus faible, mais il a chuté encore plus dans le secteur des services et dans les régions affichant une mince marge de ressources inutilisées. Cela pourrait s'expliquer notamment par les conditions tendues qui attirent davantage de jeunes et de personnes plus âgées sur le marché du travail, lesquels effectuent habituellement moins d'heures⁵. En revanche, dans les Prairies, les conditions du marché sont fragiles et la progression de l'emploi est plus lente qu'ailleurs au pays.

⁵ Dans le cadre de l'évaluation de la production potentielle que la Banque effectue annuellement, le personnel examinera les répercussions, sur le facteur travail tendanciel, de l'évolution du nombre moyen d'heures travaillées et des nouvelles estimations de la croissance démographique, y compris les données sur l'immigration. De nouvelles estimations de la production potentielle seront fournies dans le *Rapport d'avril 2020*.

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 :

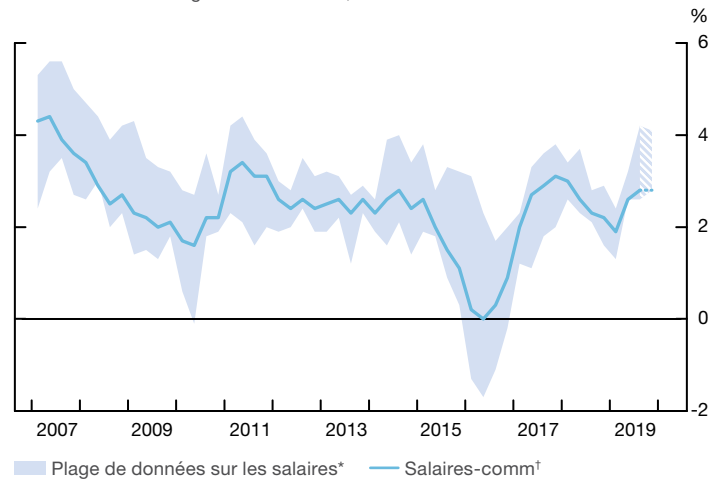
- Il est supposé que les prix du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours moyens du Brent et du West Texas Intermediate se sont établis respectivement à près de 65 et 60 \$ US le baril, soit environ 5 \$ de plus que les prévisions d'octobre. La Banque fonde principalement ses projections à l'égard de la production et des exportations de pétrole de l'Ouest canadien sur la capacité de transport plutôt que sur une hypothèse du cours du Western Canadian Select.
- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision du taux de change dans son scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 76 cents américains durant la période de projection, ce qui est près du niveau moyen observé récemment et essentiellement conforme à la valeur postulée dans le *Rapport d'octobre*.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette allant de -1,25 à -0,25 % au quatrième trimestre de 2019, comparativement à une fourchette révisée de -0,75 à 0,25 % au troisième trimestre¹. Elle est d'avis que l'écart de production s'est élargi au quatrième trimestre, la croissance du PIB ayant été plus faible que celle de la production potentielle.
- Il est supposé que la croissance de la production potentielle au Canada avoisinera 2 % en moyenne de 2019 à 2020, avant de descendre à 1,8 % en 2021. Ces taux dépassent légèrement les points milieux des fourchettes d'estimations de la Banque (*tableau 2*) et sont supérieurs aux taux qui étaient envisagés en octobre. Par conséquent, on s'attend maintenant à ce que le niveau de la production potentielle soit un peu plus élevé d'ici la fin de 2021. Ce changement tient surtout au fait que la croissance de la productivité tendancielle du travail devrait être plus importante que postulé précédemment, compte tenu principalement de deux facteurs. Premièrement, on estime que la productivité totale des facteurs sera plus élevée, eu égard aux révisions apportées aux données historiques sur la production et la formation du capital. Deuxièmement, le niveau d'investissement supérieur aux attentes observé au troisième trimestre de 2019 devrait se maintenir. Enfin, la révision à la hausse du taux de croissance démographique postulé, qui tient compte des nouvelles données dans ce domaine, contribue également à la majoration de la projection visant la production potentielle².
- 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 sera réévaluée dans le *Rapport d'avril*.

¹ Dans le *Rapport d'octobre*, on situait l'écart de production au troisième trimestre entre -1 et 0 %. La révision des données historiques a entraîné une correction à la hausse des niveaux du PIB et de la production potentielle estimée. Par conséquent, l'estimation ponctuelle de l'écart de production au troisième trimestre est inférieure d'environ 0,2 point de pourcentage à celle postulée en octobre et proche du point milieu d'une fourchette de -0,75 à 0,25 %.

² Par convention, la Banque intègre les données historiques révisées et les nouvelles données disponibles aux estimations de la production potentielle sur lesquelles reposent ses projections. Les estimations incorporées dans le présent scénario de référence restent à l'intérieur des fourchettes établies lors de la plus récente évaluation annuelle de la Banque (voir l'annexe du *Rapport d'avril 2019*). Les résultats d'une réévaluation complète seront présentés en avril 2020.

Graphique 7 : La croissance des salaires s'est renforcée tout au long de 2019

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : Pour en savoir plus, voir D. Brouillette, J. Lachaine et B. Vincent (2018). *Wages: Measurement and Key Drivers*, note analytique du personnel n° 2018-2, Banque du Canada.

* Les données sur les salaires proviennent de l'Enquête sur la population active (EPA); de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH); des comptes nationaux; et des comptes de productivité. Les données pour le quatrième trimestre de 2019 proviennent de l'EPA (trimestre entier) et de l'EERH (octobre).

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

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

Dernière valeur du graphique : 2019T4

La croissance des salaires a été ferme en 2019, un redressement généralisé ayant été observé dans toutes les régions. Selon les estimations, la mesure composite de la croissance des salaires qu'utilise la Banque, appelée « salaires-comm », serait demeurée à 2,8 % au quatrième trimestre, en hausse de presque un point de pourcentage par rapport au premier trimestre de 2019 (graphique 7).

La Banque estime que l'inflation mesurée par l'IPC avoisinait la cible de 2 % au quatrième trimestre (tableau 3). Cet indicateur est passé à 2,2 % en novembre, en hausse par rapport au taux de 1,9 % enregistré au cours des mois précédents. Il est vraisemblablement resté un peu au-dessus de la cible en décembre, surtout en raison des prix plus élevés de l'essence. Les mesures de l'inflation fondamentale se sont établies autour de 2 %, même si leur dispersion s'est accrue (graphique 8)⁶. Elles cadrent avec une économie tournant près des limites de sa capacité.

⁶ Cette dispersion est probablement liée à la volatilité des prix des biens et devrait être temporaire. De manière plus générale, chacune des mesures fournit une évaluation différente et complémentaire de l'inflation sous-jacente. Ensemble, ces mesures donnent une indication de l'évolution de l'écart de production. La Banque les prend toutes en considération dans la conduite de la politique monétaire. Pour des précisions, voir le [site Web](#) de la Banque.

Graphique 8 : Les mesures de l'inflation fondamentale demeurent près de 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

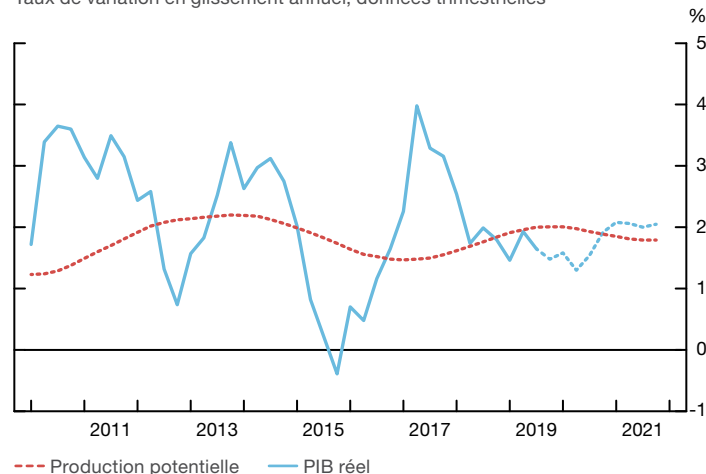
Dernière observation : novembre 2019

L'activité économique devrait croître pour atteindre un rythme proche de celui de la production potentielle

La Banque prévoit une amélioration de l'activité économique tout au long de 2020 et un rythme de croissance légèrement supérieur à celui de la production potentielle en 2021 (graphique 9 et encadré 1). Les dépenses des ménages devraient se raffermir et progresser à une cadence modérée. La Banque s'attend aussi à ce que la contribution des investissements des entreprises et des exportations à l'expansion économique s'accroisse, à mesure que la demande étrangère se redressera, que l'incidence de l'incertitude entourant les politiques commerciales diminuera et que les capacités de transport du pétrole augmenteront. Dans ce contexte, l'activité dans le secteur des biens devrait se renforcer et les investissements en stocks devraient s'accélérer. En même temps, la progression des dépenses publiques devrait ralentir, compte tenu des mesures budgétaires annoncées par certaines provinces.

Graphique 9 : Le PIB devrait augmenter légèrement plus vite que la production potentielle en 2021

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



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

La croissance des dépenses des ménages devrait se raffermir

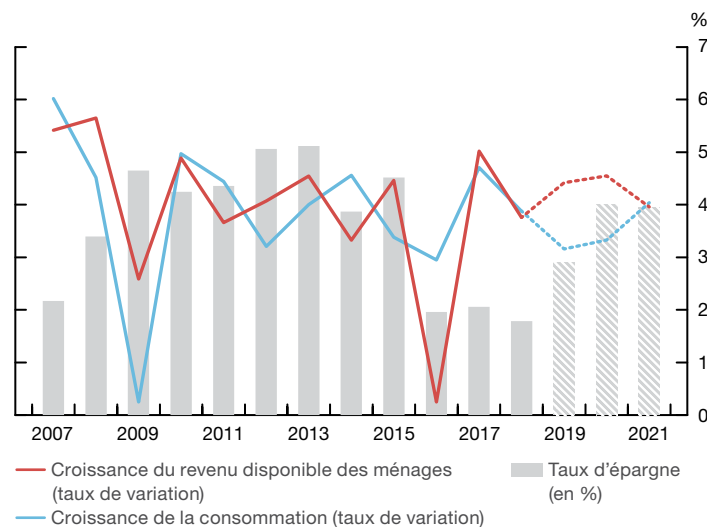
En 2020 et en 2021, la progression des dépenses des ménages devrait être soutenue par l'expansion de la population en âge de travailler, la croissance solide du revenu du travail et les réductions de l'impôt fédéral sur le revenu⁷.

La Banque s'attend à ce que la croissance de la consommation se raffermisse en 2020, après une période morose. Un fort degré d'incertitude demeure toutefois quant à la persistance de cette morosité. Étant donné leur endettement élevé, les ménages continueront vraisemblablement de faire preuve d'un peu plus de prudence dans leurs décisions de consommation, et le taux d'épargne devrait augmenter modestement. Cependant, la vigueur du marché du travail et l'accroissement de la richesse devraient stimuler la demande des ménages durant la période de projection. Tenant compte de ces facteurs, le scénario de référence de la Banque laisse entrevoir que les dépenses de consommation augmenteront graduellement pour ensuite croître à un rythme proche de celui du revenu disponible (graphique 10).

La Banque prévoit que l'activité dans le secteur du logement poursuivra sa reprise en 2020, puis évoluera à peu près en phase avec les facteurs fondamentaux sous-jacents. Vu le rebond des reventes en 2019, elle s'attend à ce que la construction soit le principal moteur de la croissance de l'investissement résidentiel pendant la période de projection. La proportion des immeubles à logements multiples dans les mises en chantier devrait continuer de s'accroître en raison de leur prix relativement plus abordable et de la demande grandissante dans les régions urbaines.

Graphique 10 : La croissance de la consommation devrait se raffermir au cours de la période de projection

Données nominales annuelles

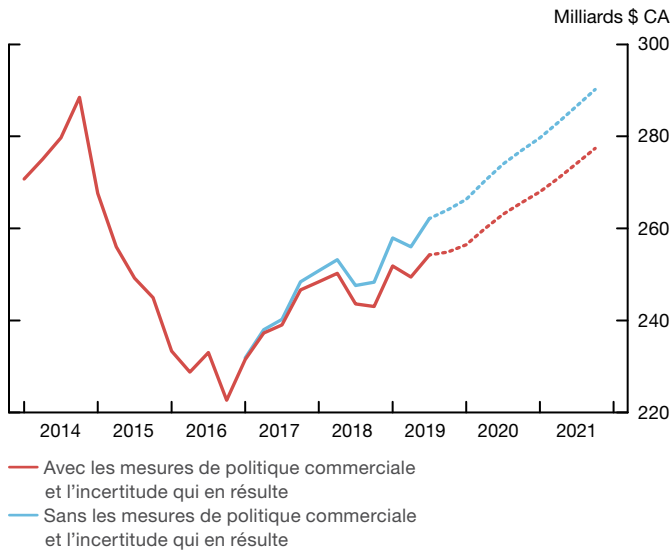


Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

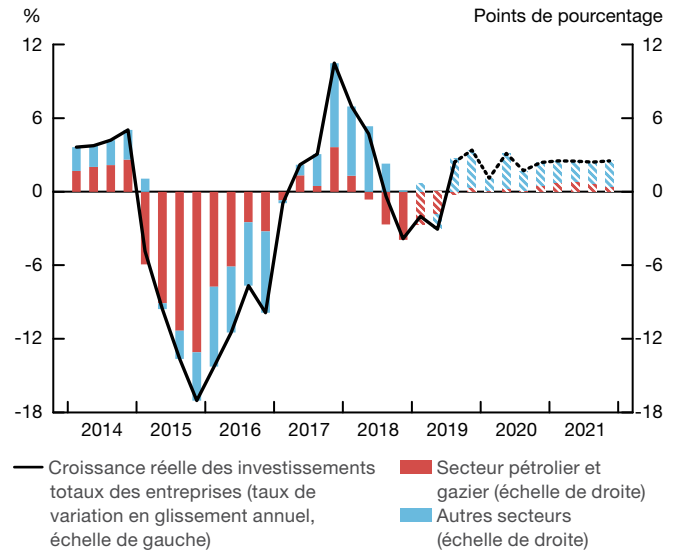
⁷ Pour des précisions sur les nouvelles mesures budgétaires fédérales, voir la *Mise à jour économique et budgétaire 2019*.

Graphique 11 : Les investissements des entreprises devraient s'accroître modérément, limités par les mesures de politique commerciale et l'incertitude qui en résulte

a. Investissements nominaux, données trimestrielles (chiffres annualisés)



b. Contribution à la croissance réelle des investissements totaux des entreprises, données trimestrielles



Nota : L'expression « les mesures de politique commerciale et l'incertitude qui en résulte » englobe les effets directs et indirects des droits de douane et de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur.

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

Les investissements des entreprises et les exportations devraient augmenter à un rythme modéré

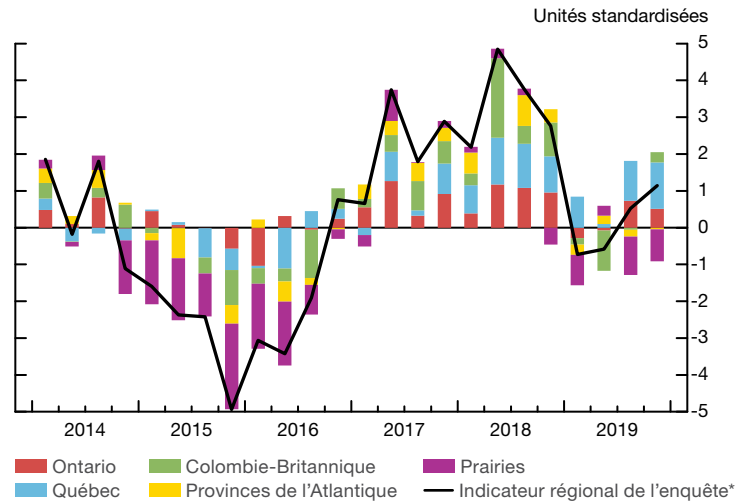
La Banque s'attend à ce que la croissance des investissements des entreprises et des exportations augmente sur la période de projection. Cette évolution cadre avec une expansion soutenue de la demande étrangère après une période de faiblesse. La conclusion de la première phase de l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine et la ratification prochaine de l'Accord Canada–États-Unis–Mexique devraient aussi avoir une incidence positive sur la croissance. Bien que l'incertitude entourant les politiques commerciales limitera encore le niveau des investissements des entreprises et des exportations, son effet sur la croissance devrait s'atténuer de façon graduelle au cours des deux prochaines années (**graphique 11a**)⁸.

Les investissements des entreprises à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier devraient progresser à une cadence modérée en 2020 et en 2021 (**graphique 11b**). Cette évolution concorde avec les réponses recueillies lors de l'enquête de cet hiver sur les perspectives des entreprises. Les répondants sont restés confiants, surtout en dehors des régions productrices de pétrole (**graphique 12**). Les intentions d'investissement sont positives dans le secteur des services, en particulier pour ce qui est des dépenses en nouvelles technologies. Dans l'ensemble, la vigueur de ce secteur et la numérisation de l'économie continueront de soutenir les investissements des entreprises. Par ailleurs, des projets d'infrastructure d'envergure, comme LNG Canada et Trans Mountain, stimuleront les dépenses d'investissement dans le secteur des transports.

⁸ La Banque estime que d'ici la fin de 2021, les effets directs et indirects des tensions commerciales et de l'incertitude qui en découle sur les investissements des entreprises et les exportations auront retranché environ 1,8 % au niveau du PIB. C'est 0,2 point de pourcentage de moins que ce que la Banque avait projeté en octobre, une modeste réduction attribuable à l'évolution favorable récente des politiques commerciales.

Graphique 12 : Les entreprises sont confiantes à l'extérieur des régions productrices de pétrole

Indicateur régional de l'enquête sur les perspectives des entreprises et contribution par région, données trimestrielles



* Cet indicateur peut différer de l'indicateur global de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les variations communes étant extraites d'un plus grand nombre de variables, qui sont plus volatiles puisqu'elles sont basées sur les réponses de plus petits échantillons d'entreprises. Pour des précisions, voir l'encadré 1 de la livraison d'automne de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2019T4

On s'attend à ce que les exportations hors énergie augmentent au cours de la période de projection, soutenues par le raffermissement de la demande étrangère. Une exception notable toutefois : les exportations de véhicules automobiles, qui devraient baisser étant donné la réduction des mandats de production des constructeurs canadiens d'automobiles et le ralentissement de la croissance des ventes aux États-Unis (**graphique 13**).

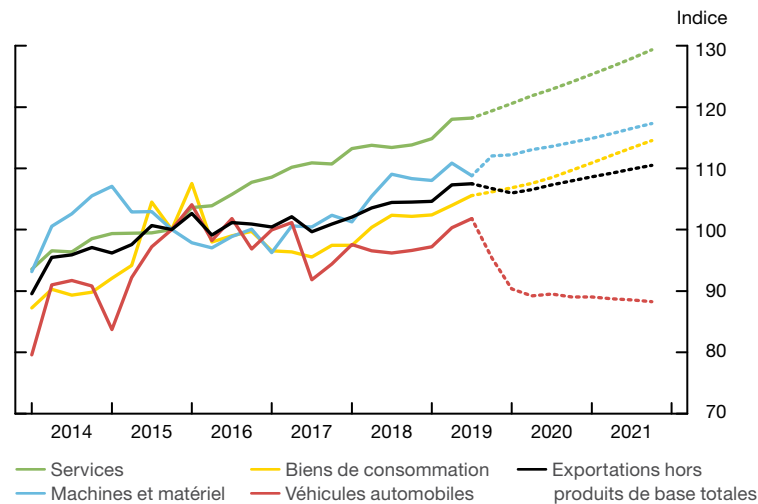
Après avoir ralenti en 2019, la croissance des importations devrait se redresser en 2020 et en 2021, en phase avec celle de la demande intérieure et des exportations.

Dans le secteur pétrolier et gazier, l'amélioration des capacités de transport et l'assouplissement des contraintes de production devraient favoriser une production plus élevée⁹. On s'attend donc à ce que la croissance des exportations d'énergie s'accroisse en 2020 et en 2021 (**graphique 14**). La confiance des entreprises se renforcera avec les nouvelles capacités de transport, ce qui devrait faire progresser les investissements dans le secteur en 2021.

⁹ Les nouvelles capacités de transport découleront de projets d'optimisation et d'expansion d'oléoducs en cours et à venir; de la mise en service complète de la canalisation 3 d'Enbridge, prévue d'ici le milieu de 2021; et de l'expédition plus fréquente de pétrole brut par rail. Le gouvernement de l'Alberta a récemment éliminé les limites de production imposées aux producteurs qui expédient du pétrole par rail ou en font l'extraction à partir de nouveaux puits traditionnels. Pour les producteurs qui sont toujours soumis à des limites de production, celles-ci devraient être éliminées au cours de l'année 2020.

Graphique 13 : Contrairement aux autres exportations hors produits de base, celles de véhicules automobiles devraient reculer

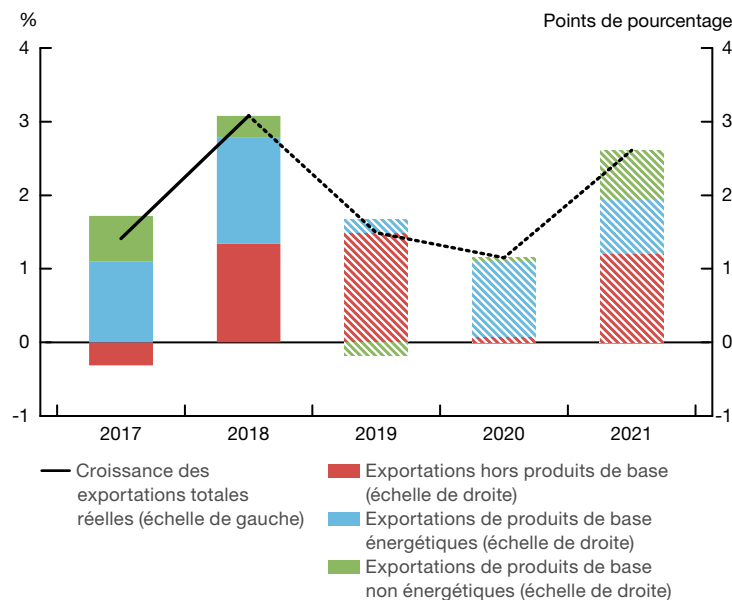
Exportations réelles, base 100 de l'indice : 2015T4, données trimestrielles



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

Graphique 14 : La croissance des exportations devrait se redresser

Contribution à la croissance des exportations totales réelles, données annuelles



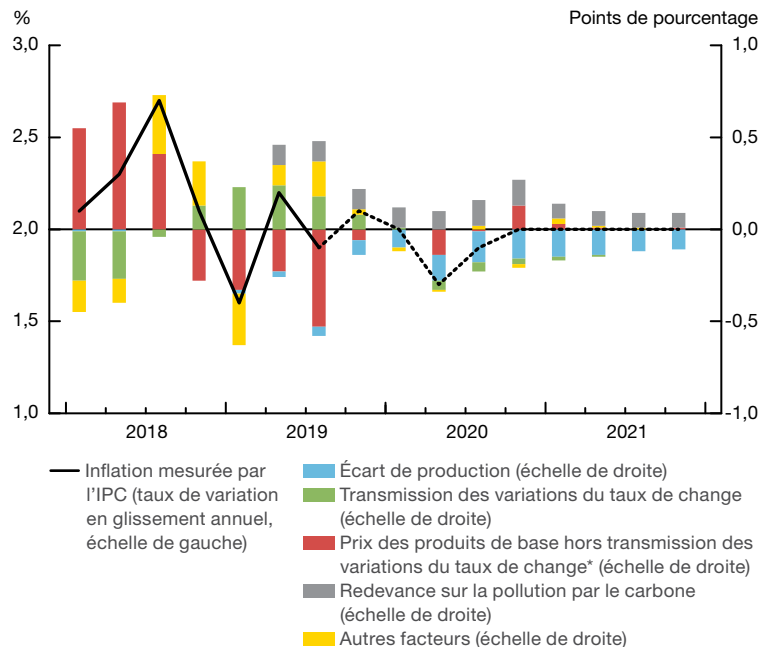
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

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

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC se situera autour de la cible de 2 % durant la période de projection (**tableau 2**), bien qu'elle s'attende à de légères fluctuations en 2020 attribuables à la volatilité des prix de l'énergie. L'impulsion donnée par la redevance fédérale sur la pollution par le carbone devrait contrebalancer à peu près les modestes pressions à la baisse découlant des capacités excédentaires au sein de l'économie (**graphique 15**).

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

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



* 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

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. Et la plupart des répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada s'attendent à ce que l'inflation se situe à l'intérieur ou légèrement au-dessus de cette fourchette au cours de la même période¹⁰. Les compilations de Consensus Economics publiées en décembre 2019 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,0 % en 2019 et de 1,9 % en 2020. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 2,0 % jusqu'en 2029.

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 s'appuyant sur une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque 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 premier trimestre de 2020 à $\pm 0,6$ et $\pm 1,4$ point de pourcentage à la fin de 2021.

¹⁰ Comme dans d'autres pays, les anticipations d'inflation des ménages au Canada ont tendance à être un peu supérieures à l'inflation observée. Pour en savoir plus, voir l'*Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada*.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs risques, tant à la hausse qu'à la baisse. Dans les dernières livraisons du *Rapport*, la Banque avait déterminé que les tensions liées aux politiques commerciales et l'incertitude qui en découle étaient le principal risque pesant sur l'économie canadienne. La ratification prochaine de l'Accord Canada–États-Unis–Mexique (ACEUM) et la première phase de l'accord conclu entre les États-Unis et la Chine constituent des avancées à cet égard. Dans ce contexte, la Banque juge qu'il est devenu moins probable qu'un scénario pessimiste extrême lié aux tensions commerciales puisse se réaliser durant la période de projection¹¹. Les risques associés aux politiques commerciales restent néanmoins importants, comme en témoigne l'analyse ci-après.

D'un autre côté, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient se sont récemment intensifiées, avec de tragiques conséquences. Une nouvelle escalade marquée des tensions pourrait avoir des répercussions macroéconomiques graves sur la scène mondiale. Le scénario de référence de la Banque suppose que ce risque ne se matérialisera pas.

Abstraction faite des risques géopolitiques, la Banque estime que les risques liés à sa projection de la trajectoire de l'inflation sont relativement équilibrés. À ce sujet, et comme dans les rapports précédents, la Banque présente un ensemble de risques qui sont considérés comme les plus importants parmi tous ceux pris en compte dans le scénario de référence. Le **tableau 4** résume l'évolution depuis octobre de certains de ces risques clés. Les données historiques révisées révèlent qu'au cours des dernières années, le taux d'épargne a été plus important qu'on ne l'avait estimé précédemment. Le risque associé à des dépenses de consommation plus élevées au Canada qui avait été identifié en octobre s'en trouvant compensé, il a été exclu de la liste qui suit.

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

Ce risque a trait aux tensions entre les États-Unis et ses partenaires commerciaux. Comme le scénario de référence de la Banque tient compte des effets négatifs des droits de douane annoncés précédemment et de l'incertitude élevée entourant les politiques de commerce extérieur, ce risque va dans les deux sens.

Si les tensions commerciales actuelles pouvaient se résoudre et les hausses des droits de douane décidées ces deux dernières années être annulées, l'activité économique et l'inflation seraient alors plus fortes au Canada. Les conflits commerciaux pourraient aussi s'exacerber de nouveau ou s'étendre, ce qui aurait des conséquences négatives sur les PIB mondial et canadien.

¹¹ Dans l'encadré 2 du *Rapport* de juillet 2019, on analyse le jeu des forces qui pourraient s'exercer dans deux scénarios extrêmes, l'un positif, l'autre négatif.

L'incidence nette d'une recrudescence des tensions commerciales sur l'inflation au Canada dépendrait de plusieurs facteurs. Une demande globale plus faible que prévu modérerait les tensions inflationnistes, mais un fléchissement du dollar canadien et une baisse de la productivité feraient augmenter l'inflation.

2) Croissance plus solide de l'investissement résidentiel (↑ à court terme) et hausse des vulnérabilités des ménages au Canada (↓ à moyen terme)

Le rebond du marché du logement pourrait s'avérer plus fort que ce qui est projeté dans le scénario de référence. Une demande de logements plus ferme pourrait intensifier les tensions sur les prix déjà élevés dans certaines régions, accroître le recours à l'emprunt et accentuer les vulnérabilités des ménages. Cela serait particulièrement le cas si la croissance du secteur du logement dépassait ce que justifient les facteurs fondamentaux sous-jacents, et spécialement si l'activité spéculative reprenait.

3) Resserrement marqué des conditions financières à l'échelle mondiale (↓)

L'évolution récente des prix des actions et des primes de risque témoigne de façon générale de l'optimisme des marchés en ce qui a trait aux bénéfices des entreprises et à la croissance économique. Les conditions financières pourraient se resserrer subitement si la croissance des grandes économies ne s'avérait pas à la hauteur des attentes des marchés ou si des risques extrêmes ressurgissaient. De la même façon, un mouvement à la hausse des attentes d'inflation pourrait entraîner une augmentation des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, ce qui alourdirait le fardeau du service de la dette et réduirait l'activité dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Dans un cas comme dans l'autre, la croissance ralentirait au Canada et dans le monde.

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

Il pourrait être difficile pour la Chine de stimuler son économie de manière à contrecarrer les tensions commerciales et les autres vents contraires tout en limitant la croissance du crédit. Par ailleurs, la croissance du crédit pourrait ralentir davantage que prévu, étant donné que les autorités laissent augmenter les défaillances sur obligations du secteur privé. Dans d'autres pays émergents importateurs de pétrole, la reprise pourrait être plus hésitante que postulé dans le scénario de référence. En particulier, les tensions financières en Inde et la persistance de difficultés d'ordre politique dans certains pays émergents pourraient avoir des conséquences plus importantes et plus durables. Ces évolutions pourraient peser sur la croissance mondiale et les cours des produits de base.

5) Croissance plus élevée de la production potentielle aux États-Unis (↑)

La production potentielle pourrait être plus élevée que ne le prévoit actuellement le scénario de référence de la Banque du fait, par exemple, de la numérisation ou d'un taux de chômage naturel plus faible¹². Une augmentation plus vive des déterminants structurels de l'économie américaine se traduirait par une hausse des dépenses des ménages et des investissements privés aux États-Unis. La demande de produits canadiens s'en trouverait stimulée, ce qui exercerait des pressions à la hausse sur l'inflation au Canada.

¹² Pour une analyse de l'incidence de la numérisation sur la production potentielle, voir S. S. Poloz (2019), *Technological Progress and Monetary Policy: Managing the Fourth Industrial Revolution*, document d'analyse du personnel n° 2019-11, Banque du Canada.

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

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Tensions commerciales à l'échelle mondiale	<ul style="list-style-type: none"> La ratification de l'ACEUM approche. La première phase de l'accord conclu entre les États-Unis et la Chine a annulé les hausses des droits de douane qui devaient entrer en vigueur le 15 décembre 2019 et réduit certains autres droits existants. Malgré cet accord entre les États-Unis et la Chine, l'incertitude entourant les politiques commerciales reste élevée. La croissance des échanges commerciaux et des investissements des entreprises à l'échelle mondiale s'est stabilisée au cours des derniers mois. 	<ul style="list-style-type: none"> L'évolution des politiques commerciales Les mesures de l'incertitude entourant les politiques commerciales Les échanges commerciaux à l'échelle mondiale La production et les investissements dans le secteur manufacturier Les prix à la consommation
Croissance plus solide de l'investissement résidentiel et hausse des vulnérabilités des ménages au Canada	<ul style="list-style-type: none"> Alors que l'activité dans le marché du logement est restée soutenue presque partout au Canada, de récents indicateurs portent à croire que la croissance de l'investissement résidentiel a ralenti. La croissance des prix des logements a continué de s'améliorer; la vigueur dans le Centre et l'Est du pays a compensé la faiblesse dans les Prairies. L'augmentation des prix des logements à Vancouver s'est stabilisée au cours des derniers mois. Les stocks de logements neufs restent élevés en Alberta. Le ratio de la dette au revenu disponible s'est un peu accru au troisième trimestre de 2019, après avoir diminué pendant trois trimestres consécutifs. La croissance du crédit hypothécaire a légèrement augmenté ces derniers mois. 	<ul style="list-style-type: none"> L'activité dans le secteur du logement Les prix des logements et les attentes à l'égard de ces prix Le cadre réglementaire La croissance du crédit hypothécaire L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages L'emploi et les revenus La croissance démographique
Resserrement marqué des conditions financières mondiales	<ul style="list-style-type: none"> Les rendements des obligations d'État ont légèrement augmenté au cours des derniers mois. Les cours des actions ont continué à augmenter pour atteindre des sommets historiques et les écarts de crédit se sont resserrés. Le dollar américain s'est déprécié par rapport à la plupart des grandes monnaies, dont le dollar canadien. 	<ul style="list-style-type: none"> Les taux d'intérêt à long terme Les primes de terme et de risque sur les obligations Les marchés des actions Les taux de change Les mouvements de capitaux
Expansion plus modérée dans les économies émergentes	<ul style="list-style-type: none"> La croissance en Chine continue de ralentir progressivement. Partant d'un niveau faible, les défaillances sur obligations du secteur privé ont augmenté en Chine. La croissance est demeurée décevante en Inde, à cause de l'effet modérateur exercé par des tensions financières. 	<ul style="list-style-type: none"> La croissance du PIB en Chine, en Inde et dans d'autres grandes économies émergentes Les indicateurs de la confiance des entreprises La croissance du crédit Les conditions du crédit
Croissance plus élevée de la production potentielle aux États-Unis	<ul style="list-style-type: none"> La croissance du PIB et de la productivité aux États-Unis a ralenti au cours des derniers trimestres, mais demeure solide. La croissance des investissements des entreprises a décéléré au cours des derniers trimestres, mais les investissements dans les produits de propriété intellectuelle ont été robustes. L'inflation fondamentale a baissé depuis le mois d'août et demeure sous la cible. Les pressions sur les salaires restent modestes malgré un marché du travail tendu. 	<ul style="list-style-type: none"> La croissance du PIB et de la productivité aux États-Unis L'inflation fondamentale aux États-Unis La création d'entreprises et les investissements des entreprises, y compris au chapitre de la propriété intellectuelle Les ventes en ligne Les salaires et l'évolution du marché du travail