



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2018

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, 2018



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2018

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 et Lynn Patterson.

Table des matières

| | |
|---|----|
| L'économie mondiale | 1 |
| Les États-Unis | 2 |
| Encadré 1 : Les répercussions possibles des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine | 3 |
| La zone euro | 5 |
| Les conditions financières | 5 |
| Les pays émergents | 7 |
| Encadré 2 : Ce que révèle la courbe de rendement à propos des perspectives économiques | 7 |
| La Chine | 8 |
| Les prix des produits de base | 8 |
| L'économie canadienne | 11 |
| L'évolution récente | 12 |
| Encadré 3 : Principaux éléments du scénario de référence | 13 |
| Encadré 4 : L'incidence de la modification des règles sur le crédit hypothécaire | 16 |
| Les pressions sur la capacité de production et l'inflation | 17 |
| Les perspectives économiques | 19 |
| Les dépenses des ménages | 20 |
| Les investissements des entreprises | 22 |
| Les exportations | 23 |
| Les perspectives d'inflation | 25 |
| Les risques entourant les perspectives d'inflation | 27 |
| Encadré 5 : La politique monétaire et les risques pour la stabilité financière | 31 |

L'économie mondiale

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale continuent d'être solides. Aux États-Unis, les dépenses de consommation et les investissements des entreprises devraient demeurer robustes. Même si le protectionnisme ne cesse d'être une menace à l'échelle internationale, le nouvel accord commercial proposé entre le Canada, les États-Unis et le Mexique réduira dans une certaine mesure les incertitudes entourant les politiques de commerce extérieur en Amérique du Nord. Dans d'autres régions, la croissance est vigoureuse, bien que les risques pesant sur les perspectives de certains pays émergents et la Chine se soient accentués. La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'économie mondiale avoisinera 3¾ % en 2018, puis diminuera légèrement pour s'établir aux environs de 3½ % en 2019 (tableau 1).

Les perspectives économiques mondiales seraient encore plus favorables sans l'existence de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et les incertitudes qui en découlent. Ces tensions pèsent en effet sur les prix d'un certain nombre de produits de base et ont probablement contribué à la diminution de la croissance des échanges et des investissements mondiaux

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

| | Part du PIB mondial réel* (en pourcentage) | Croissance projetée† (en pourcentage) | | | |
|---|---|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| États-Unis | 15 | 2,2 (2,3) | 2,9 (3,1) | 2,4 (2,5) | 1,6 (1,8) |
| Zone euro | 12 | 2,5 (2,6) | 2,1 (2,2) | 1,5 (1,6) | 1,5 (1,4) |
| Japon | 4 | 1,7 (1,7) | 0,9 (0,9) | 0,8 (0,9) | 0,2 (0,2) |
| Chine | 18 | 6,8 (6,9) | 6,6 (6,5) | 6,1 (6,2) | 5,8 (6,0) |
| Pays émergents importateurs de pétrole‡ | 33 | 4,4 (4,4) | 4,4 (4,5) | 3,9 (4,2) | 4,4 (4,2) |
| Autres pays§ | 18 | 1,3 (1,3) | 2,2 (2,0) | 2,3 (2,6) | 2,6 (2,7) |
| Ensemble du monde | 100 | 3,6 (3,6) | 3,8 (3,8) | 3,4 (3,5) | 3,4 (3,4) |

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

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

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

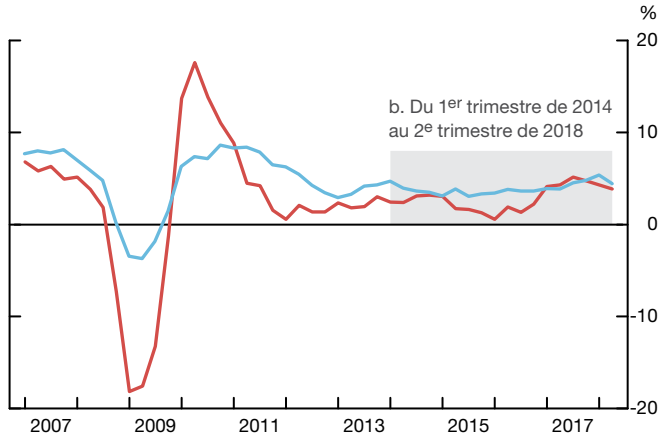
§ Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

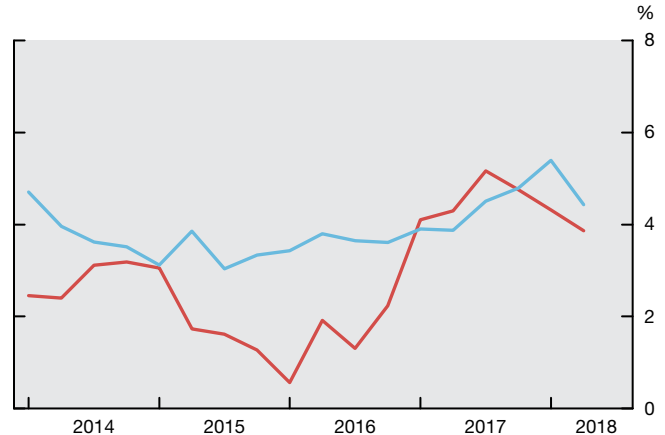
Graphique 1 : La croissance des échanges et des investissements mondiaux a diminué par rapport aux sommets atteints récemment

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Du 1^{er} trimestre de 2007 au 2^e trimestre de 2018



b. Du 1^{er} trimestre de 2014 au 2^e trimestre de 2018



— Volume des échanges mondiaux — Formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale*

* La formation brute de capital fixe à l'échelle mondiale est un agrégat calculé à partir de données provenant de 48 économies avancées et émergentes qui représentent environ 84 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat.

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

Dernière observation : 2018T2

(graphique 1). La projection de la Banque incorpore les effets négatifs que les incertitudes ont sur les investissements, de même que l'incidence des droits de douane instaurés récemment ou il y a quelque temps par les États-Unis et d'autres pays. On estime actuellement que ces facteurs devraient réduire le niveau du produit intérieur brut (PIB) mondial de 0,3 % d'ici la fin de 2020.

Toutefois, les répercussions des tensions commerciales sont difficiles à prévoir et pourraient être plus profondes que celles prises en compte dans la projection de la Banque (encadré 1). Les effets des mesures commerciales peuvent se cumuler de manière imprévue, et de nouvelles mesures pourraient avoir des conséquences démesurées.

Aux États-Unis, l'expansion demeure robuste

L'économie américaine a progressé à un rythme rapide ces derniers mois, la relance budgétaire ayant contribué à ce que la croissance dépasse son taux potentiel. La consommation et les investissements des entreprises ont connu une solide augmentation, favorisée par un marché du travail tendu (graphique 2). La croissance des salaires a été modérée, mais n'a pas cessé d'augmenter non plus. Les exportations ont bondi au deuxième trimestre, probablement sous l'effet d'une impulsion passagère avant l'imposition de droits de douane par la Chine. Parallèlement, l'investissement résidentiel continue d'être limité par les contraintes d'offre et le recul de l'accessibilité à la propriété.

Les perspectives intègrent un effet modérateur sur les investissements des entreprises qui est plus important que celui dont la Banque faisait état dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, compte tenu des nouveaux droits de douane instaurés par les États-Unis et la Chine (encadré 1). Les entreprises américaines signalent que l'incertitude

Encadré 1

Les répercussions possibles des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

La montée des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait avoir des répercussions considérables et durables sur l'économie mondiale. Depuis le début de l'année, les États-Unis ont imposé de nouveaux droits de douane ciblant quelque 250 milliards de dollars américains d'importations en provenance de la Chine. Les autorités américaines ont également indiqué que tant les droits de douane que le nombre de biens visés pourraient augmenter. La Chine a répliqué en appliquant des taxes douanières visant environ 110 milliards de dollars américains d'importations en provenance des États-Unis.

On s'attend à ce que cette escalade des tensions se solde par des distorsions de prix et une baisse du niveau de l'activité économique dans les deux pays. Pour quantifier les effets de cette surenchère sur les perspectives mondiales, la Banque a d'abord produit des estimations à partir des modèles internes existants. Elle s'est appuyée sur son jugement pour tenir compte des canaux de transmission manquants, les effets des droits de douane étant trop complexes pour que les modèles puissent en prendre toute la mesure. La Banque estime que, si les droits de douane devaient se pérenniser, ils viendraient réduire le niveau du PIB réel des États-Unis et de la Chine de 0,2 et de 0,5 % respectivement d'ici la fin de 2020¹. Selon les estimations, l'augmentation du niveau général des prix à la consommation aux États-Unis pourrait atteindre 0,2 % si les droits de douane étaient intégralement répercutés sur les consommateurs, les effets les plus importants se faisant sentir dans les catégories des biens et services directement frappés².

Une grande part d'incertitude continue d'entourer ces estimations : les coûts d'ajustement en réaction aux changements induits par l'imposition de droits de douane pourraient être élevés et le moment où ceux-ci se matérialiseront est difficile à prévoir. De plus, les estimations ne tiennent pas compte des coûts potentiellement considérables associés à la réaffectation des capitaux et de la main-d'œuvre dans les branches d'activité et les pays touchés. Ne sont pas comprises non plus les répercussions sur la productivité tendancielle ou la confiance.

Les retombées sur les autres pays sont complexes

L'incidence à l'échelle mondiale sera globalement négative. Toutefois, les retombées sur chacun des pays sont incertaines : elles pourraient être autant négatives que positives. Ces effets pourraient être transmis par quatre canaux (sans compter les liens avec le marché financier) :

- Diminution de la croissance des économies américaine et chinoise — Le recul de la production et des revenus aux États-Unis et en Chine réduit leur demande d'importations en provenance d'autres pays.
- Baisse des prix des produits de base — Le ralentissement de l'activité économique aux États-Unis et en Chine pourrait aussi peser sur la demande de produits de base, entraînant une baisse des prix. À leur tour, des prix plus faibles pourraient se traduire par un choc positif des termes de l'échange pour les importateurs de produits de base et un choc négatif pour les exportateurs de produits de base.
- Réorientation des échanges et des investissements — Les barrières commerciales entre les États-Unis et la Chine pourraient donner lieu à une réorientation des échanges et des investissements vers les autres pays.
- Renchérissement des intrants dans les chaînes de valeur mondiales — Les prix des biens intégrés aux chaînes de valeur comportant des étapes de production aux États-Unis et en Chine pourraient augmenter dans les autres pays.

Au Canada, l'effet net pris en compte dans la projection de la Banque est négatif, mais peu marqué. Les coûts engendrés par la demande américaine plus faible et la baisse des prix des produits de base devraient être supérieurs aux bénéfices tirés de la réorientation des échanges, qui pourraient prendre du temps à se matérialiser. Les exportations canadiennes ne sont pas de proches substituts pour la plupart des produits touchés, et la marge de capacités inutilisées parmi les exportateurs de biens non énergétiques est limitée. Même si les prix de certaines importations en provenance des États-Unis seront probablement plus élevés, la baisse des prix des produits de base ferait contrepoids.

Les répercussions pourraient être plus graves que prévu pour l'économie mondiale :

- Les investissements, les échanges et la productivité ont affiché une forte croissance à l'échelle planétaire, stimulés par l'intégration de la Chine au commerce international et par la segmentation du processus de production et l'essor des chaînes de valeur mondiales qui en ont résulté. Le renchérissement des biens intermédiaires pourrait perturber ces chaînes de valeur, faisant reculer les exportations et poussant à la hausse les prix des intrants. Si ces conséquences sont suffisamment sévères, il pourrait s'ensuivre une réorganisation

1 On suppose que les dépenses publiques n'augmenteront pas en réaction à la hausse des revenus tirés des droits de douane.

2 Le taux de change et d'autres ajustements pourraient amoindrir cet effet.

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

des chaînes de valeur entre les pays ou à l'intérieur des frontières nationales. Celle-ci risquerait de nuire à la productivité mondialement et de faire monter les prix des biens manufacturés, et pourrait nécessiter une longue et difficile réaffectation des travailleurs et des ressources parmi les différents secteurs d'activité.

- La majorité des droits de douane visent des biens intermédiaires destinés aux entreprises et les capitaux. La hausse des coûts des capitaux importés fait automatiquement augmenter les coûts d'investissement dans les deux économies concernées.
- Il est possible que les retombées fassent apparaître d'autres risques, notamment dans les pays émergents déjà aux prises avec des conditions de financement plus restrictives. Les tensions pourraient miner encore davantage la confiance des investisseurs et contribuer à un ralentissement plus généralisé de la croissance.
- Les pressions inflationnistes pourraient s'intensifier partout dans le monde sous l'effet à la fois des retombées directes des droits de douane sur les prix et de la réorganisation des chaînes d'approvisionnement. En outre,

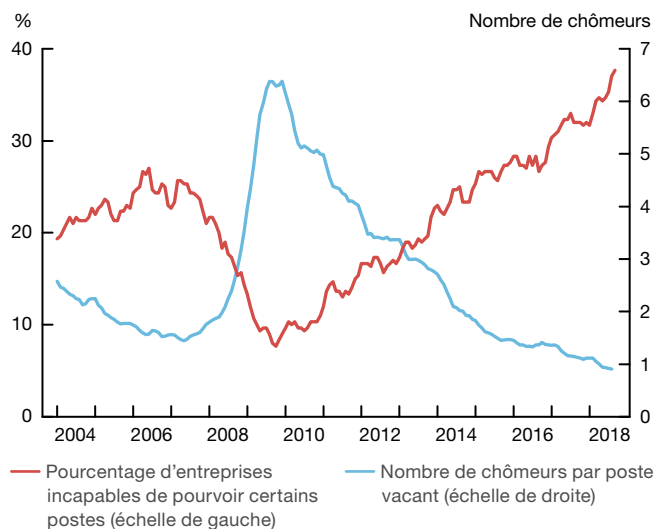
le repli de la production fera peut-être baisser les prix; cependant, cet effet prendra probablement du temps à se concrétiser.

Par ricochet, ces changements risqueraient de freiner la croissance à long terme et de menacer la prospérité à l'échelle mondiale.

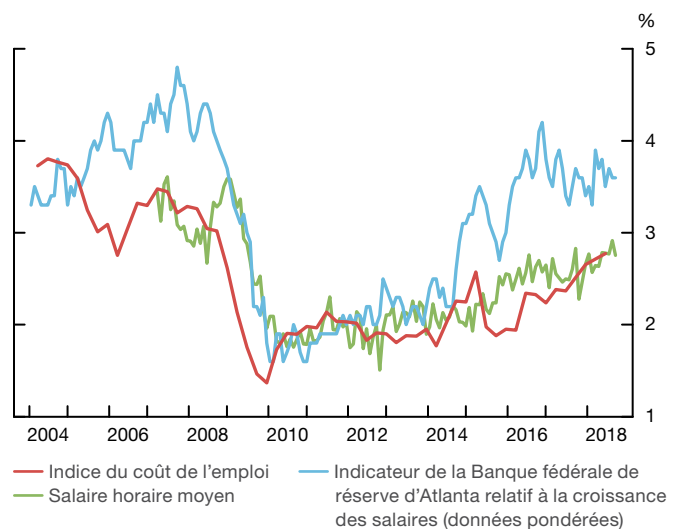
Les autorités chinoises devront procéder à des arbitrages complexes si l'escalade de tensions se poursuit. Un assouplissement additionnel du crédit ou de la politique budgétaire pourrait aller à l'encontre des efforts visant à réduire les risques liés au secteur financier. Par ailleurs, une nouvelle dépréciation du renminbi pourrait aider à amortir un choc qui frapperait les exportations chinoises dans l'avenir, mais aussi exercer des pressions sur le contrôle des capitaux. Les mesures ciblées comportent moins d'arbitrages et protégeraient mieux l'économie de la Chine contre la réorientation des échanges ou des investissements vers d'autres pays. Les autorités chinoises ont pris des mesures dans cette direction, notamment des baisses d'impôt pour les exportateurs et une réduction des droits de douane appliqués à certaines importations.

Graphique 2 : Aux États-Unis, le marché du travail est tendu et la croissance des salaires ne cesse d'augmenter

a. Indicateurs du marché du travail américain, moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



b. Indicateurs de la croissance des salaires aux États-Unis, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles et trimestrielles



Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Fédération nationale de l'entreprise indépendante des États-Unis, Banque fédérale de réserve d'Atlanta et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : septembre 2018 (indicateur de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta relatif à la croissance des salaires, salaire horaire moyen et pourcentage d'entreprises incapables de pourvoir certains postes), août 2018 (nombre de chômeurs par poste vacant) et 2018T2 (indice du coût de l'emploi)

entourant les politiques de commerce extérieur bride les investissements, bien qu'aucune indication de cette évolution ne ressorte encore des données disponibles. Les droits de douane introduits durant la dernière année entraînent une hausse des prix de certains produits.

La croissance de l'économie américaine devrait avoisiner 3 % en 2018 et 2 ½ % en 2019, soit une cadence supérieure à celle de la production potentielle. Soutenue par de solides gains au chapitre de l'emploi et les réductions de l'impôt sur le revenu, la consommation devrait augmenter à un bon rythme. Le profil de croissance de la consommation concorde avec la prévision d'un maintien du taux d'épargne aux environs de 7 %. Grâce à la fermeté de la demande privée, mais aussi aux réductions de l'impôt des sociétés, les investissements des entreprises devraient bénéficier d'une croissance vigoureuse.

Le rythme d'expansion de l'économie devrait se modérer pour avoisiner 1 ½ % en 2020, et se rapprocher ainsi de celui la production potentielle. Ce ralentissement devrait contribuer à empêcher l'inflation fondamentale de dépasser nettement 2 %. La médiane des projections établies par le Comité de l'open market de la Réserve fédérale est compatible avec un relèvement graduel du taux directeur. Cette gradation réduit la probabilité d'une réévaluation soudaine du risque financier et d'un resserrement des conditions financières¹.

La croissance devrait être modérée dans la zone euro

Dans la zone euro, la croissance de l'activité au premier semestre de 2018 a été plus faible que prévu. Les exportations, entre autres, ont exercé un effet modérateur sur la croissance en raison notamment de facteurs temporaires comme l'appréciation passée de l'euro. D'un autre côté, la demande intérieure est soutenue et la situation sur le marché du travail continue de s'améliorer. Le rythme de croissance de l'activité devrait fléchir, passant d'environ 2 % en 2018 à quelque 1 ½ % en 2020, à mesure que le degré de détente monétaire sera réduit et que l'économie s'approchera des limites de sa capacité de production. L'inflation fondamentale est encore faible et ne devrait remonter que progressivement.

Les évolutions politiques demeurent une source de risque à la baisse dans le scénario de référence de la Banque. Celle-ci continue de supposer que le processus du Brexit se déroulera de manière ordonnée, et que l'incertitude qui l'entoure n'aura qu'un impact négatif modéré. Cette hypothèse est entachée de risques, puisqu'aucune entente n'a encore été conclue. En Italie, la hausse prévue des dépenses publiques s'est traduite par une augmentation de l'écart de rendement entre les obligations du gouvernement italien et les obligations de référence.

Les marchés financiers réagissent à la vigueur de l'économie américaine et aux risques pesant sur les économies émergentes

Les conditions financières restent expansionnistes dans la plupart des pays, mais devraient l'être de moins en moins, à mesure que les économies avancées normaliseront leurs politiques monétaires. Dernièrement, la Réserve

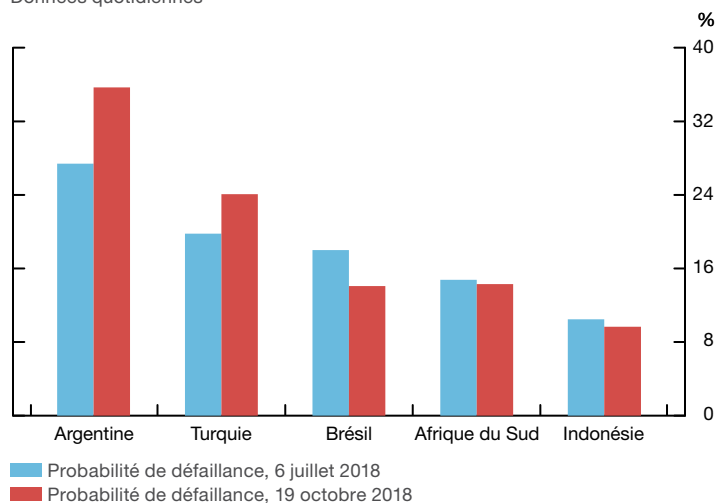
¹ Par exemple, les conséquences pour la stabilité financière de l'émission en nombre croissant de prêts assortis de clauses moins strictes soulèvent des questions.

fédérale a de nouveau relevé son taux directeur, et en octobre, la Banque centrale européenne a réduit ses achats d'actifs (assouplissement quantitatif). À l'échelle internationale, les rendements des obligations se sont généralement accrus depuis juillet, et de manière à peu près identique aux deux extrémités de la courbe de rendement. Plus tôt cette année, certains analystes se sont demandé si l'aplatissement de la courbe n'augurerait pas un ralentissement de l'économie américaine. Un assortiment plus vaste d'indicateurs de marché suggère plutôt une expansion continue à court terme, quoiqu'un peu moins rapide que prévu (**encadré 2**).

À mesure que les économies avancées réduiront leur degré de détente monétaire, on pourrait à nouveau observer un rééquilibrage entre les différentes catégories d'actifs. Dans ce contexte, une augmentation de la volatilité a été constatée depuis juillet dans plusieurs catégories d'actifs. Les pays émergents sont particulièrement vulnérables à une contraction de la liquidité internationale, car leur dette libellée en dollars américains s'est creusée ces dernières années. Et comme la devise américaine s'est encore appréciée depuis juillet, ces pressions se sont accentuées. Les tensions sur les marchés financiers ont été aiguës dans les pays émergents qui ont des niveaux élevés d'emprunts en devises et qui n'ont pas un cadre de politique monétaire suffisamment robuste (**graphique 3**). Il y a eu encore un certain durcissement des conditions financières dans d'autres pays émergents depuis juillet, mais peu de signes de sorties massives de capitaux. Une nouvelle escalade des frictions commerciales, des hausses imprévues des salaires et de l'inflation, ou un vif renchérissement du pétrole pourraient entraîner un resserrement encore plus rapide des conditions financières mondiales que celui pris en compte dans la projection de la Banque.

Graphique 3 : Les tensions financières se sont intensifiées dans certaines économies émergentes

Données quotidiennes



Nota : Le graphique indique la probabilité implicite de défaillance souveraine d'après les écarts sur les swaps sur défaillance à cinq ans en dollars américains, en supposant un taux de recouvrement de 25 %.

Source : Bloomberg Finance L.P.

Dernière observation : 19 octobre 2018

Encadré 2

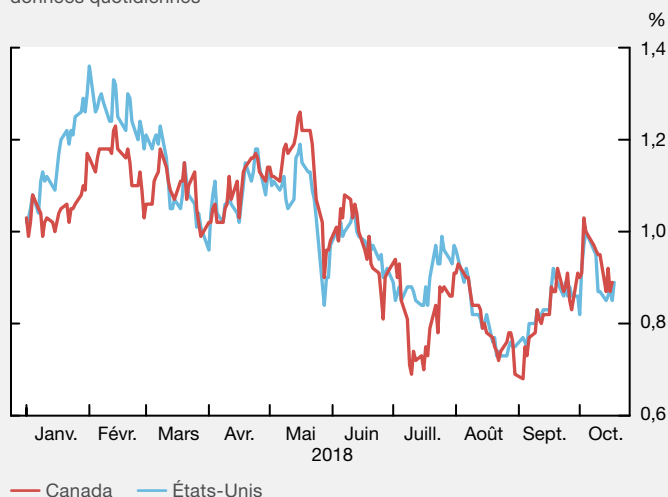
Ce que révèle la courbe de rendement à propos des perspectives économiques

Dans le passé, certains indicateurs de marché ont été jugés utiles pour prévoir les récessions. En particulier, lorsque les taux de rendement des obligations d'État à long terme passent sous ceux des obligations à court terme — ce qu'on qualifie « d'inversion de la courbe de rendement » — il n'est pas rare qu'une récession s'ensuive. Aux États-Unis, l'inversion de la courbe de rendement a, depuis le milieu des années 1960, systématiquement précédé l'entrée en récession de ce pays. Au Canada, bien qu'on puisse lui attacher une certaine valeur prédictive, la courbe de rendement n'est pas aussi fiable qu'elle ne l'est aux États-Unis : durant cette même période, 40 % des inversions de la courbe n'ont pas été suivies d'une récession. Cela tient sans doute à la forte influence des facteurs mondiaux sur les taux à long terme canadiens.

La courbe de rendement ne s'est pas inversée aux États-Unis ni au Canada depuis 2008, et les taux à long terme sont actuellement bien supérieurs aux taux à court terme (graphique 2-A). Si une inversion devait se produire, il conviendrait de l'interpréter avec prudence, en prenant d'autres indicateurs en considération. Bien que la prime de terme ait augmenté récemment, elle est actuellement basse, ce qui reflète des facteurs de long terme comme la faible volatilité de l'inflation, ainsi que des pressions liées au cycle économique. Les programmes d'assouplissement quantitatif mis en place par les banques centrales et la forte demande privée d'actifs sûrs à long terme pourraient aussi fausser les rendements des obligations à plus longue échéance. Ces facteurs pourraient avoir pour effet d'aplatir la courbe de rendement et de rendre l'information qu'elle recèle moins pertinente. Une prime de terme peu élevée pourrait aussi signaler que la courbe de rendement serait plus susceptible de s'inverser maintenant que par le passé.

Graphique 2-A : La courbe de rendement reste ascendante aux États-Unis et au Canada

Écart de rendement entre les obligations d'État à dix ans et à trois mois, données quotidiennes



Sources : Banque fédérale de réserve et Banque du Canada par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 19 octobre 2018

D'autres mesures donnent à penser que l'activité économique poursuivra sa croissance à court terme. Figurent parmi celles-ci des indicateurs moins sensibles à l'évolution de la prime de terme, comme les écarts de rendement à court terme ou encore les écarts de crédit. En font aussi partie des mesures ayant un bon pouvoir prédictif de l'activité économique future, telle la prime excédentaire sur les obligations d'entreprise¹.

¹ Voir M. Leboeuf et D. Hyun (2018), *Is the Excess Bond Premium a Leading Indicator of Canadian Economic Activity?*, note analytique du personnel n° 2018-4, Banque du Canada.

Les perspectives se sont assombries dans certains pays émergents

Bien que les tensions financières se soient accentuées en Argentine et en Turquie, la croissance a été généralement supérieure aux prévisions dans la plupart des pays émergents au premier semestre de 2018. Globalement, la Banque prévoit maintenant que la croissance de l'activité dans les pays émergents importateurs de pétrole sera plus faible qu'elle ne l'anticipait en juillet : celle-ci devrait ralentir, pour s'établir aux environs de 4 % en 2019, puis se raffermir pour atteindre quelque 4 1/2 % en 2020. Cette prévision repose sur l'hypothèse d'un risque de contagion financière qui reste limité, mais ne peut cependant être écarté. La croissance au sein des pays exportateurs de pétrole devrait, elle, augmenter à la faveur de la hausse des prix de l'or noir et de la diminution de l'effet de freinage exercé par les processus d'assainissement budgétaire.

La croissance économique de la Chine ralentit

Les politiques de soutien économique devraient permettre à la Chine de maintenir un rythme de croissance conforme aux objectifs des autorités de ce pays, quoique les risques à la baisse aient augmenté. Les mesures qui ont été prises pour réduire les vulnérabilités financières ont freiné l'expansion du crédit, mais elles brident vraisemblablement la croissance économique. L'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait également peser sur les exportations et les investissements, comme pourrait le laisser supposer la diminution des nouvelles commandes à l'exportation qui ressort des enquêtes, entre autres signes précurseurs. Dans ce contexte, les autorités ont annoncé de nouvelles mesures de relance budgétaire et d'assouplissement du crédit visant à contrer certains des effets modérateurs attendus. Un repli du renminbi devrait aussi contribuer à compenser l'incidence des nouveaux droits de douane sur la croissance des exportations. La croissance de l'économie chinoise devrait ralentir et passer d'environ 6½ % en 2018 à quelque 6 % en 2020, soit un rythme un peu moins élevé que dans la projection publiée en juillet et légèrement inférieur au taux d'augmentation de la production potentielle.

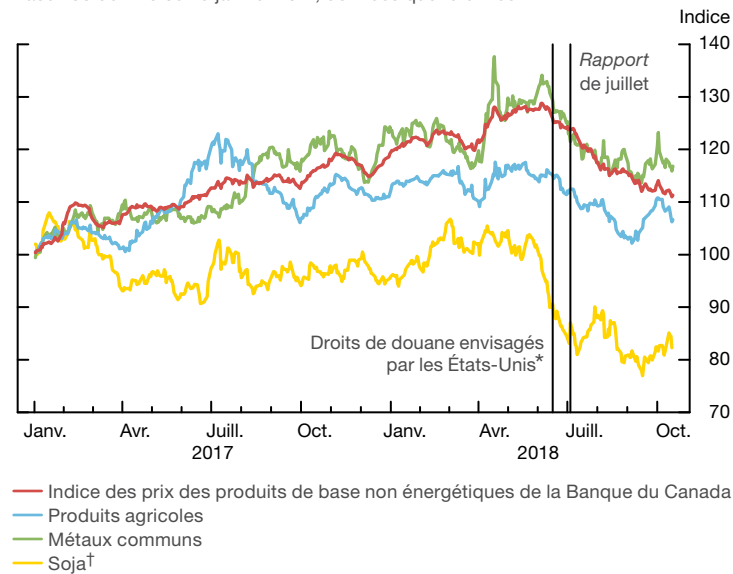
Les préoccupations suscitées par les politiques commerciales pèsent sur les prix des produits de base non énergétiques

Le cours moyen récent du baril de Brent, le pétrole brut de référence à l'échelle mondiale, dépasse de 5 \$ celui que la Banque envisageait dans le *Rapport* de juillet (encadré 3, p. 13). La hausse tient principalement à la contraction de l'offre de pétrole en provenance d'Iran et du Vénézuéla. Par ailleurs, l'écart entre les cours du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) s'est accru depuis. La demande de WCS des raffineries américaines a chuté en raison de fermetures à des fins de maintenance intervenues plus tôt dans l'année et en plus grand nombre que d'habitude. L'effet sur l'écart de prix est amplifié par le fait que la production d'hydrocarbures tirés des sables bitumineux augmente plus vite que les capacités de transport. L'écart entre les cours du WTI et du WCS devrait se réduire dans un proche avenir, quand certains de ces facteurs temporaires défavorables cesseront de jouer. Il restera cependant sans doute volatil, étant donné qu'il faudra du temps pour que les contraintes liées au transport soient surmontées.

Les risques associés aux niveaux actuels des cours mondiaux du pétrole sont relativement équilibrés. D'un côté, on ne peut écarter la possibilité d'une observation plus vaste que prévu des sanctions visant les exportations de pétrole iranien prises par les États-Unis, ou encore d'une baisse plus prononcée de la production vénézuélienne. En outre, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) pourrait ne pas être en mesure de compenser les baisses de la production aussi pleinement qu'elle a pu le faire dans le passé. D'un autre côté, les préoccupations suscitées par l'incidence des différends commerciaux sur les perspectives de l'économie mondiale pourraient exercer une pression baissière plus forte sur les prix du pétrole.

Graphique 4 : Les tensions commerciales pèsent sur les prix des produits de base non énergétiques

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2017, données quotidiennes



* Le 18 juin 2018, les États-Unis ont annoncé leur intention d'imposer des droits de douane sur 200 milliards de dollars américains supplémentaires d'importations chinoises.

† Les prix du soja ne sont pas compris dans l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada.

Sources : Banque du Canada et *Wall Street Journal*
par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 19 octobre 2018

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a reculé de quelque 10 % depuis juillet. Les inquiétudes entourant la croissance économique de la Chine tirent les prix des métaux communs vers le bas (**graphique 4**). En outre, les mesures douanières prises par la Chine et le Mexique à l'encontre des États-Unis ont exercé des pressions à la baisse sur les prix de certains produits agricoles depuis juillet. Les prix du bois d'œuvre se sont également repliés, reflet du recul plus important que prévu de la demande de logements aux États-Unis. Dans l'ensemble, la chute des cours du WCS et des produits de base non énergétiques pèse sur les termes de l'échange du Canada.

L'économie canadienne

La croissance de l'économie canadienne suit de près celle de la production potentielle, et sa composition est aujourd'hui plus équilibrée que l'an dernier (tableau 2 et tableau 3). L'inflation devrait demeurer à l'intérieur de la fourchette cible et redescendre vers 2 % au cours de la période de projection.

L'économie canadienne sera soutenue par la solide croissance de la demande tant étrangère qu'intérieure et par le maintien de conditions financières favorables. On s'attend à ce que les entreprises investissent afin d'atténuer les pressions sur leur capacité de production et d'améliorer leur productivité. L'achèvement des négociations en vue du nouvel Accord États-Unis–Mexique–Canada (AEUMC) est encourageant, car il a réduit l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et son effet modérateur sur les investissements des entreprises et les exportations. Toutefois, la baisse récente des cours des produits de base et des termes de l'échange devrait avoir une modeste incidence négative sur les investissements. Les exportations devraient s'accroître à un rythme modéré, étant freinées par les défis qui continuent de se poser sur le plan de la compétitivité et les capacités de transport limitées. Parallèlement, les ménages continuent de s'ajuster aux taux d'intérêt plus élevés et aux modifications apportées aux

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

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Consommation | 1,9 (1,9) | 1,3 (1,3) | 1,2 (1,3) | 1,1 (1,2) |
| Logement | 0,2 (0,2) | -0,1 (0,1) | 0,1 (0,0) | 0,0 (-0,1) |
| Administrations publiques | 0,6 (0,6) | 0,6 (0,7) | 0,3 (0,3) | 0,4 (0,4) |
| Investissements en capital fixe des entreprises | 0,3 (0,3) | 0,7 (0,7) | 0,4 (0,2) | 0,3 (0,2) |
| Total partiel : demande intérieure finale | 3,1 (3,1) | 2,5 (2,8) | 2,0 (1,8) | 1,8 (1,7) |
| Exportations | 0,3 (0,3) | 0,9 (0,5) | 0,9 (0,8) | 0,7 (0,8) |
| Importations | -1,2 (-1,2) | -1,1 (-1,2) | -0,6 (-0,4) | -0,6 (-0,6) |
| Total partiel : exportations nettes | -0,9 (-0,9) | -0,2 (-0,7) | 0,3 (0,4) | 0,1 (0,2) |
| Stocks | 0,8 (0,8) | -0,2 (-0,1) | -0,2 (0,0) | 0,0 (0,0) |
| PIB | 3,0 (3,0) | 2,1 (2,0) | 2,1 (2,2) | 1,9 (1,9) |
| Pour mémoire (taux de variation) | | | | |
| Fourchette de la production potentielle | 1,4-2,0 (1,4-2,0) | 1,5-2,1 (1,5-2,1) | 1,4-2,2 (1,4-2,2) | 1,3-2,3 (1,3-2,3) |
| Revenu intérieur brut réel | 4,0 (4,0) | 2,3 (2,6) | 2,0 (2,3) | 2,0 (2,0) |
| Inflation mesurée par l'IPC | 1,6 (1,6) | 2,4 (2,4) | 2,0 (2,2) | 2,0 (2,1) |

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

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

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

Taux de variation en glissement annuel*

| | 2018 | | | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|--------------|--------------|--------------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T4 | T4 | T4 | T4 |
| Inflation mesurée par l'IPC | 2,1 (2,1) | 2,3 (2,2) | 2,7 (2,5) | 2,3 | 1,8 (1,8) | 2,3 (2,5) | 2,0 (2,1) | 2,0 (2,1) |
| PIB réel | 2,3 (2,3) | 1,9 (1,9) | 2,0 (1,8) | 2,1 | 3,0 (3,0) | 2,1 (2,0) | 2,0 (2,2) | 1,8 (1,8) |
| Taux de variation en glissement trimestriel (chiffres annualisés)[†] | 1,4 (1,3) | 2,9 (2,8) | 1,8 (1,5) | 2,3 | | | | |

* 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 3 de la présente livraison.

† Le troisième et le quatrième trimestre de 2018 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation en glissement trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

règles sur la souscription de prêts hypothécaires. La consommation devrait augmenter à un bon rythme, soutenue par la hausse des salaires. L'élan donné aux revenus par la croissance démographique est plus que contrebalancé par les conséquences négatives de l'affaiblissement des termes de l'échange.

Ces derniers mois, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté plus qu'on ne l'escomptait dans le *Rapport* de juillet. L'inflation a atteint 2,7 % au troisième trimestre de cette année et devrait redescendre vers 2 % d'ici la fin du premier trimestre de 2019, à mesure que se dissiperont les effets de facteurs temporaires, liés notamment aux prix des billets d'avion et de l'essence, et au salaire minimum. Les mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque continuent d'avoisiner 2 %, ce qui cadre avec une économie tournant près des limites de sa capacité.

La production devrait croître d'environ 2 % au second semestre de 2018

Comme on le prévoyait dans le *Rapport* de juillet, la croissance du PIB s'est renforcée pour atteindre un taux robuste de 2,9 % au deuxième trimestre de 2018, en raison surtout d'une poussée des exportations. L'économie affiche une grande vigueur, de sorte que, malgré un ralentissement de la croissance des exportations, le PIB réel devrait progresser d'environ 2 % en moyenne au second semestre de 2018 (tableau 3 et graphique 5)².

La composition de la demande se modifie en faveur des investissements des entreprises et des exportations et au détriment de la consommation et du logement (graphique 6), en partie sous l'effet de l'ajustement des dépenses des ménages aux taux d'intérêt plus élevés et des modifications apportées aux politiques visant le marché du logement (encadré 4). En particulier, la hausse des taux hypothécaires, les nouvelles règles du financement hypothécaire et les politiques provinciales et municipales visant le marché de l'habitation contribuent à la faiblesse de l'activité dans le secteur du logement cette année. Après une chute marquée plus tôt cette année, l'activité de revente à l'échelle nationale a commencé à reprendre. Dans la région du Grand Toronto, les reventes ont commencé à se redresser, tandis

² Cette prévision ne tient pas compte de l'effet de la légalisation du cannabis sur le Système de comptabilité nationale du Canada (encadré 3).

Encadré 3

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. L'institution 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 cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours moyens du Brent, du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canada Select (WCS) se sont respectivement établis à près de 80, 70 et 35 \$ US le baril. Le cours du WTI est à peu près le même que celui postulé dans le *Rapport* de juillet, tandis que le cours du Brent est plus élevé d'environ 5 \$ et celui du WCS, plus bas d'environ 15 \$.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, soit 77 cents américains, comparativement aux 76 cents américains postulés en juillet.
- La Banque estime que l'écart de production se situait dans une fourchette de -0,5 à 0,5 % au troisième trimestre de 2018, soit la même que celle retenue en juillet pour le deuxième trimestre de 2018.
- Le taux de croissance annuel de la production potentielle devrait s'établir en moyenne à 1,9 % au cours de la période de projection 2018-2020 et, par conséquent, avoisiner le point milieu de la fourchette d'estimations de la Banque (tableau 2). Ce profil de croissance est légèrement plus fort que celui envisagé en juillet, en raison, d'une part, de l'expansion de la population en 2018 sous l'effet de la migration internationale nette et, d'autre part, d'un profil d'investissement plus favorable au cours de la période de projection. Des précisions sur l'évaluation de la production potentielle sont données dans l'annexe de la livraison d'avril 2018.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec un niveau de production qui se maintient durablement au niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure égal 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. La Banque estime qu'au Canada, le taux neutre

s'inscrit dans une fourchette de 2,5 à 3,5 %. La projection économique est basée sur le point milieu de cette fourchette, comme dans le *Rapport* de juillet.

- Depuis avril 2017, le scénario de référence intègre le jugement quelque peu négatif que la Banque porte sur la croissance des investissements et des exportations pour tenir compte des effets de l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur et de la perte prévue de compétitivité du Canada en matière d'investissement causée par la réforme fiscale américaine. Or, le nouvel Accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC) a réduit l'incertitude associée à la politique de commerce extérieur des États-Unis. La Banque porte donc un jugement moins négatif qu'en juillet. Elle ne l'a toutefois pas éliminé complètement, étant donné l'incertitude que laissent présager la possibilité d'autres mesures en matière de commerce extérieur et le fait que l'AEUMC n'a pas encore été ratifié (tableau 3-A).
- On ne sait pas encore exactement comment l'activité économique relative au cannabis sera intégrée au Système de comptabilité nationale du Canada. Il s'agit essentiellement d'une question de mesure, et les implications pour la politique monétaire devraient être peu importantes. La Banque n'a pas pris en compte les effets de la légalisation du cannabis dans sa projection, mais elle apportera des ajustements aux prévisions des rapports à venir lorsque les données pertinentes seront disponibles.

Tableau 3-A : Incidence des principales hypothèses sur le niveau des investissements des entreprises et des exportations

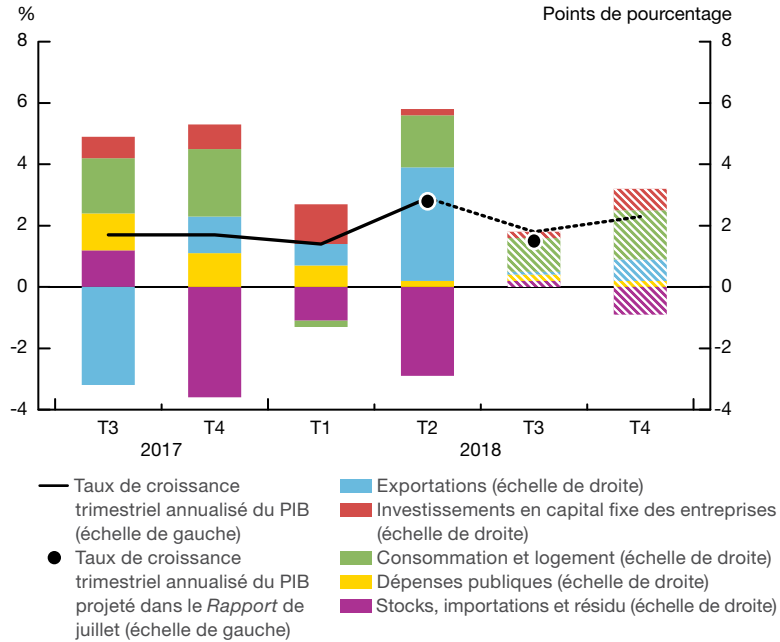
En pourcentage*

| | | De 2018T3 à 2020T4 |
|--|---|--------------------|
| Investissements des entreprises | Réforme fiscale aux États-Unis | -0,7 (-0,7) |
| | Incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis | -0,7 (-1,4) |
| Exportations | Réforme fiscale aux États-Unis | -0,3 (-0,3) |
| | Incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis | -0,3 (-0,7) |

* Les chiffres entre parenthèses pour la période allant du troisième trimestre de 2018 au quatrième trimestre de 2020 sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 5 : La croissance devrait avoisiner 2 % au deuxième semestre de 2018

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

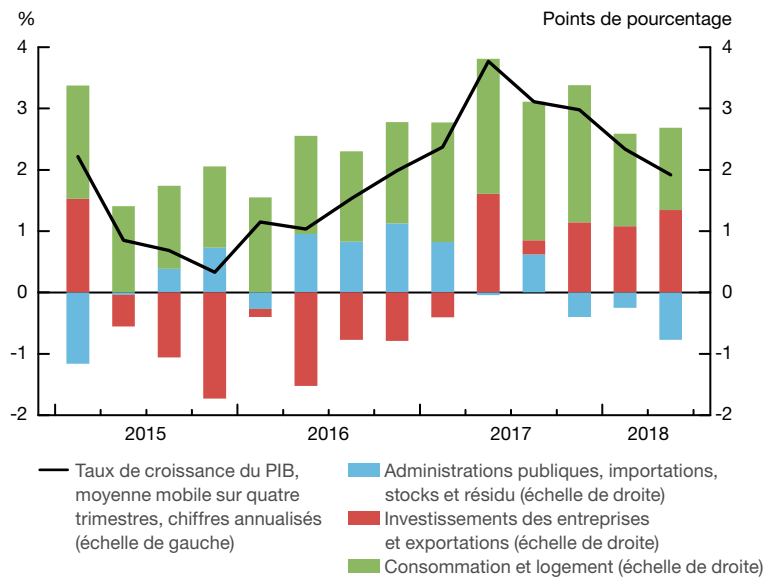


Sources : Statistique Canada, et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2018T4

Graphique 6 : La demande s'est déplacée vers les investissements des entreprises et les exportations

Contribution à la croissance du PIB réel, moyenne mobile sur quatre trimestres, données trimestrielles

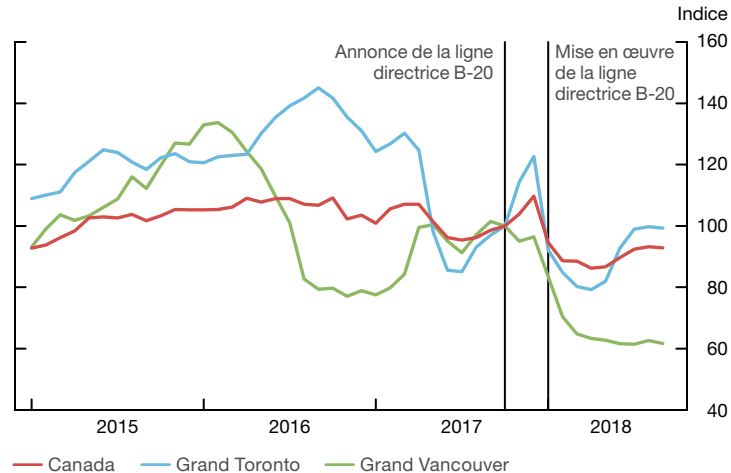


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T2

Graphique 7 : L'activité de revente de logements à l'échelle nationale a commencé à reprendre

Ventes résidentielles réalisées par l'intermédiaire des systèmes Multiple Listing Service, base 100 de l'indice : octobre 2017, données mensuelles



Nota : Des modifications à la ligne directrice B-20, dont l'imposition d'un test de résistance aux emprunteurs qui souhaitent obtenir un prêt hypothécaire non assuré, ont été annoncées par le Bureau du surintendant des institutions financières en octobre 2017 et mises en œuvre en janvier 2018.

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

Dernière observation : septembre 2018

que dans celle du Grand Vancouver, elles se sont stabilisées (**graphique 7**)³. Après trois trimestres de contraction, le rythme des mises en chantier devrait s'accélérer au quatrième trimestre, sous l'effet du renforcement de la demande liée à l'évolution démographique. Cependant, la construction neuve devrait se détendre légèrement au quatrième trimestre, ce qui cadre avec les diminutions précédentes des mises en chantier et avec le fait que les acheteurs se tournent actuellement vers des logements moins chers.

La croissance de la consommation a été vigoureuse au deuxième trimestre et devrait le demeurer à court terme, grâce à l'expansion soutenue des revenus et au niveau de confiance élevé des consommateurs.

Les entreprises continuent à accroître leur capacité de production pour répondre à la forte demande intérieure et étrangère, sauf dans le secteur pétrolier et gazier, où les contraintes en matière de transport posent encore problème. Quoique la volatilité du volume des exportations ait fait fluctuer le taux d'accroissement trimestriel du PIB, la croissance des exportations s'est somme toute améliorée depuis 2017. Les exportations ont été modestes au cours des deux premiers mois du troisième trimestre, après le bond enregistré au trimestre précédent. Selon les récentes données sur les échanges commerciaux, les droits de douane américains et les contre-mesures adoptées par le Canada ont fait baisser les exportations et les importations d'acier, mais n'ont pas encore eu d'effet manifeste sur les livraisons d'aluminium. Dans ce contexte, les données sur les échanges commerciaux ne donnent qu'un aperçu des retombées négatives subies par de nombreuses entreprises en raison de l'imposition de droits de douane et de l'adoption de contre-mesures. Des négociations visant à supprimer ces droits de douane sont en cours.

³ La faiblesse observée en Colombie-Britannique est vraisemblablement liée au plan provincial « Homes for BC ». Cette politique, annoncée en février 2018, prévoit 30 mesures en matière de fiscalité et de transparence visant la spéculation et l'accessibilité à la propriété sur les marchés du logement provinciaux.

Encadré 4

L'incidence de la modification des règles sur le crédit hypothécaire

Au cours des deux dernières années, les autorités fédérales ont resserré les critères d'admissibilité pour l'octroi de crédits hypothécaires dans le but d'améliorer la qualité des nouveaux prêts. À l'automne 2016, les règles de l'assurance hypothécaire ont été modifiées de façon à appliquer un taux plus haut que le taux affiché pour déterminer l'admissibilité de tous les ménages cherchant à obtenir un prêt à rapport prêt-valeur (RPV) élevé¹. Puis, à l'automne 2017, le Bureau du surintendant des institutions financières a modifié sa ligne directrice B-20 sur la souscription des prêts hypothécaires et introduit, comme nouvelle exigence, un test de résistance pour les prêts hypothécaires à faible RPV. Ces mesures, jumelées à une augmentation des taux d'intérêt, ont permis de réduire les vulnérabilités associées à l'endettement élevé des ménages.

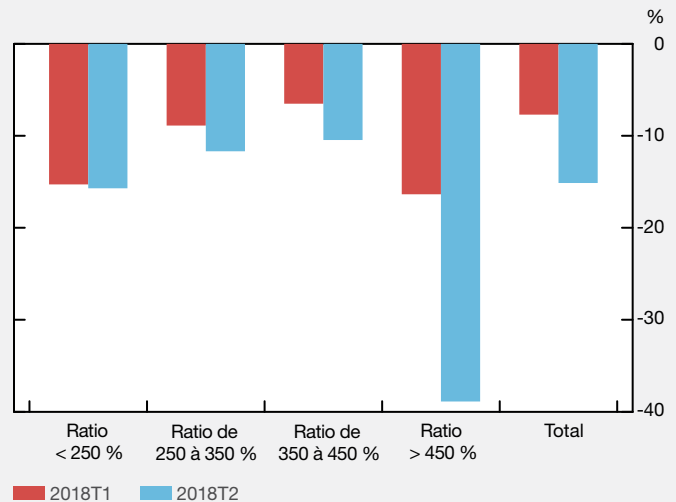
Durant la dernière année, la croissance du crédit aux ménages a ralenti et la qualité des nouveaux prêts hypothécaires consentis s'est améliorée. Une diminution d'environ 15 % des émissions de prêts hypothécaires à faible RPV a été constatée au deuxième trimestre de 2018 par rapport au même trimestre en 2017 (**graphique 4-A**). Bien que l'activité ait chuté pour toutes les catégories d'emprunteurs, le repli a été plus marqué chez ceux dont le ratio de prêt au revenu était supérieur à 450 %, ce qui s'est traduit par une baisse du nombre de nouveaux ménages lourdement endettés². Des résultats semblables ont été observés à la suite du resserrement des règles de l'assurance hypothécaire en octobre 2016 (**graphique 4-B**). De plus, c'est dans les villes où la croissance des prix des habitations a été forte que les baisses des activités d'octroi de prêts ont été les plus importantes, quoique dans ce cas, des mesures prises par des administrations provinciales et municipales aient également joué un rôle non négligeable pendant cette même période.

La réforme des règles du financement hypothécaire a été efficace pour atténuer les vulnérabilités des ménages et a permis à la croissance de ne plus reposer autant sur le logement et la consommation. Elle a aussi entraîné une

(suite à la page suivante)

Graphique 4-A : L'activité d'octroi de nouveaux prêts hypothécaires a ralenti

Taux de variation en glissement annuel du nombre de nouveaux prêts hypothécaires à faible rapport prêt-valeur ($\leq 80\%$), selon le ratio de prêt au revenu



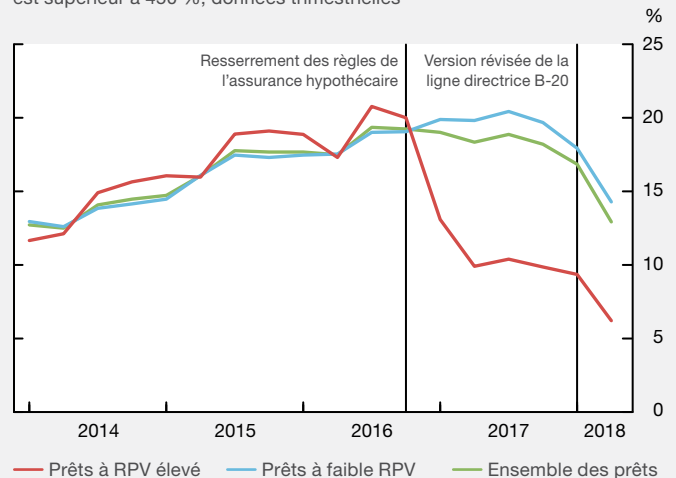
Nota : Les données portent sur les prêts hypothécaires résidentiels octroyés par des institutions financières fédérales.

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

Dernière observation : 2018T2

Graphique 4-B : La qualité des prêts hypothécaires s'est améliorée

Pourcentage des nouveaux emprunteurs dont le ratio de prêt au revenu est supérieur à 450 %, données trimestrielles



Nota : Les prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur (RPV) élevé ont un RPV supérieur à 80 % et doivent être assurés. Les prêts hypothécaires à faible RPV englobent les prêts non assurés à l'émission et un nombre restreint de prêts assurés à RPV inférieur ou égal à 80 %.

Sources : ministère des Finances du Canada, relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T2

1 Le terme « prêts à rapport prêt-valeur élevé » désigne les prêts hypothécaires dont le RPV dépasse 80 %, pour lesquels les institutions financières fédérales (IFF) sont tenues de souscrire une assurance contre les défauts de paiement. Les prêts hypothécaires à faible rapport prêt-valeur sont les prêts dont le RPV est de 80 % ou moins, pour lesquels les IFF ne sont pas tenues de souscrire une telle assurance. Ces prêts sont communément appelés des « prêts hypothécaires non assurés », même si les prêteurs souscrivent souvent une assurance de portefeuille pour ce type de prêts réunis en blocs.

2 Voir O. Bilyk et M. teNyenhuys (à paraître), *The Impact of Recent Policy Changes on the Canadian Mortgage Market*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

Encadré 4 (suite)

certaine volatilité de l'activité sur le marché du logement. L'annonce de la modification de la ligne directrice B-20 en octobre 2017 et sa mise en œuvre en janvier 2018 a provoqué un devancement des activités de revente de logements au quatrième trimestre de 2017. Ces activités ont ensuite fortement chuté durant la première moitié de 2018. L'activité de revente à l'échelle nationale a retrouvé une certaine vigueur au troisième trimestre, mais est demeurée à un niveau inférieur à celui de la même période l'an dernier.

Il est difficile d'évaluer les conséquences précises des modifications apportées à la ligne directrice B-20, puisque d'autres mesures des autorités publiques, comme le relèvement des taux d'intérêt et les mesures d'administrations

provinciales et municipales relatives au logement, ont aussi été mises en œuvre au cours des deux dernières années. Les données récentes concordent généralement avec les anticipations, et la Banque continuera à surveiller les répercussions de ces mesures sur l'économie. Dans l'ensemble, la Banque s'attend à ce que la ligne directrice B-20 révisée ait pour effet de soustraire environ 0,2 % au niveau du PIB d'ici la fin de 2019.

Bien que ces mesures aient permis de réduire avec efficacité les vulnérabilités des ménages, l'ampleur de l'encours de la dette est telle que la vulnérabilité liée à l'endettement élevé des ménages persistera un certain temps.

L'économie continue de tourner proche des limites de sa capacité, et l'inflation fondamentale reste près de 2 %

L'économie tourne près des limites de sa capacité depuis plus d'un an. La Banque estime que le PIB réel s'est accru à peu près au même rythme que la production potentielle au troisième trimestre, l'écart de production restant ainsi entre -0,5 et +0,5 %, soit la même fourchette qu'indiquait le *Rapport* de juillet pour le deuxième trimestre (encadré 3). Selon les participants à l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises dont les résultats sont parus cet automne, les pressions sur la capacité de production demeurent élevées (graphique 8) et les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées.

La demande de main-d'œuvre est forte. L'emploi a progressé de 2,0 % au cours de la période de 12 mois terminée en juillet⁴, et en septembre, le taux de chômage s'est établi à 5,9 %, soit près de son plus bas niveau en 40 ans. Les hausses salariales sont cependant restées modérées. Selon l'indicateur salaires-comm, les salaires ont augmenté de 2,3 % au deuxième trimestre et évoluent à peu près à ce rythme depuis le début de 2017 (graphique 9)⁵. Les hausses salariales dont fait état l'Enquête sur la population active de Statistique Canada ont ralenti ces derniers mois par rapport aux taux élevés qu'elles affichaient et se sont rapprochées des autres mesures des augmentations de salaire.

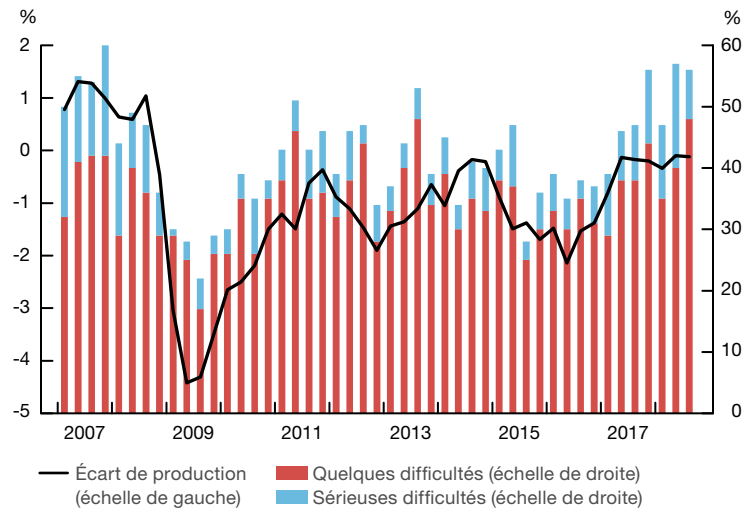
L'inflation mesurée par l'IPC est passée de 2,2 % en mai à 3,0 % en juillet, avant de redescendre à 2,2 % en septembre. Ces résultats supérieurs à 2 % sont principalement attribuables à des facteurs temporaires, dont un renchérissement de l'essence, au premier trimestre, et des billets d'avion,

4 Cette mesure de l'emploi, qui couvre les salariés dans toutes les industries, y compris les entreprises non classifiées, est tirée de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail de Statistique Canada.

5 La mesure salaires-comm, qui est construite par la Banque à l'aide des diverses mesures des salaires publiées par Statistique Canada, rend compte de la croissance sous-jacente des salaires. 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.

Graphique 8 : Les pressions sur la capacité de production demeurent élevées

Données trimestrielles



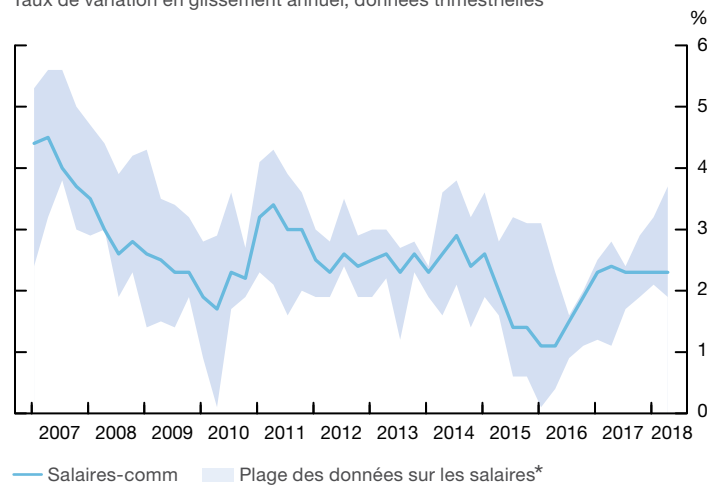
Nota : D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T3

Graphique 9 : La croissance des salaires demeure modérée

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



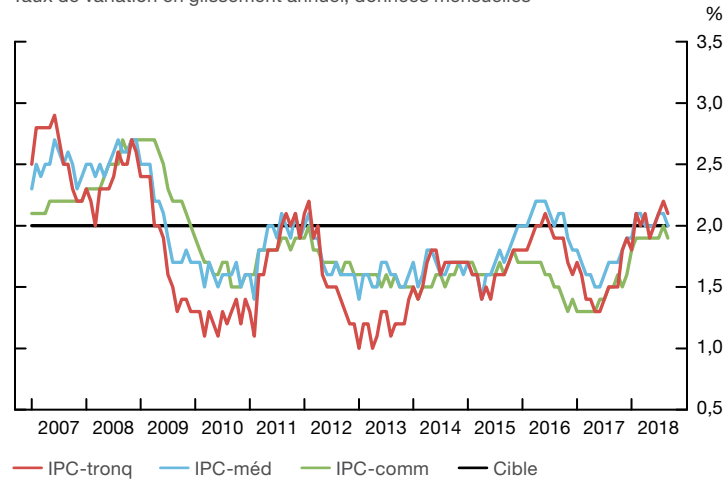
* Les données sur les salaires proviennent de l'Enquête sur la population active; de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail; des comptes nationaux et des comptes de productivité.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T2

Graphique 10 : Les mesures de l'inflation fondamentale continuent d'avoisiner 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2018

en juillet⁶. En raison de cette augmentation inattendue des tarifs aériens en juillet et de leur baisse en septembre, l'inflation a plus augmenté au troisième trimestre qu'on ne l'escomptait dans le *Rapport* de juillet.

Les trois mesures de l'inflation fondamentale sont restées près de 2 %, ce qui conforte le point de vue de la Banque selon lequel les niveaux élevés de l'inflation observés récemment s'expliquent par des facteurs temporaires (graphique 10). Ces chiffres cadrent avec une économie tournant près des limites de sa capacité.

L'économie devrait suivre la même trajectoire que la production potentielle

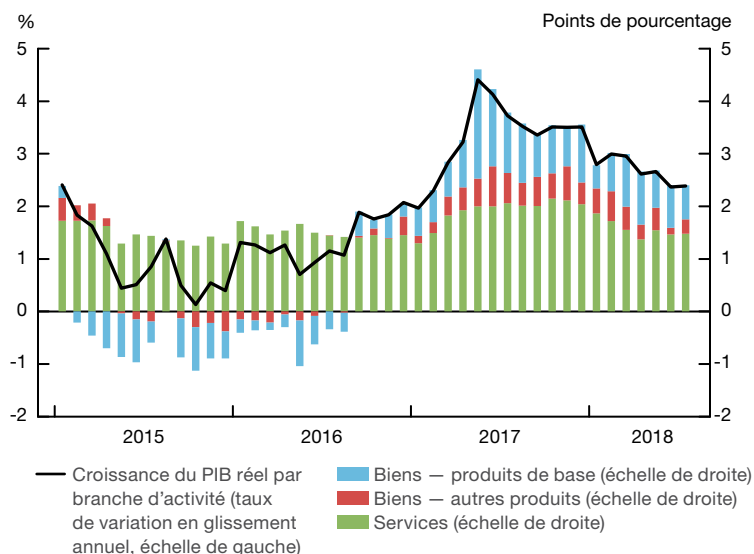
La Banque prévoit que le PIB réel continuera de croître au même rythme que la production potentielle pendant la période de projection, et que la modification de la composition de la croissance se stabilisera et demeurera généralisée pour l'ensemble des branches d'activité productrices de biens et de services (graphique 11). Plusieurs secteurs devraient aider l'économie de façon notable à poursuivre son expansion : la construction non résidentielle (à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier), la fabrication de biens non durables, le commerce de gros, et les services professionnels et de transport.

Les projections concernant les investissements et les exportations ont été revues à la hausse. Le jugement négatif, qui reflétait les effets de l'incertitude liée aux politiques de commerce extérieur sur les projections relatives aux exportations et à l'investissement, a été en partie supprimé (encadré 3). La conclusion récente de l'AEUMC vient réduire l'incertitude, sans toutefois la dissiper complètement, étant donné l'escalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis. Pour ce qui est des exportations, les

⁶ Une augmentation inattendue des prix des billets d'avion s'est produite en juillet, quelques mois après la modification de la méthode utilisée pour mesurer cette composante de l'IPC. Cette composante a ensuite affiché une chute notable en septembre. Il sera plus facile de distinguer les effets des facteurs saisonniers des variations de prix sous-jacentes lorsque la nouvelle méthode aura été utilisée depuis au moins un an. Par conséquent, la volatilité des tarifs aériens durera probablement jusqu'au deuxième trimestre de 2019.

Graphique 11 : La croissance économique est généralisée

Contribution à la croissance du PIB réel par branche d'activité, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juillet 2018

perspectives sont légèrement plus favorables, les effets bénéfiques de la diminution de l'incertitude étant partiellement contrebalancés par la baisse des cours des produits de base.

Le profil de croissance des dépenses publiques dans la projection est le même qu'en juillet. Par convention, seuls les budgets fédéral et provinciaux annoncés sont pris en compte dans la projection des dépenses publiques.

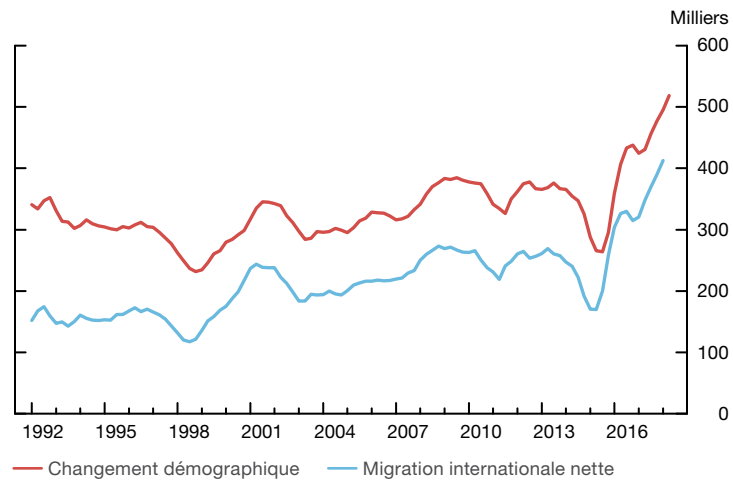
Les dépenses des ménages continuent de s'ajuster aux changements réglementaires et de politique monétaire

Les perspectives concernant la consommation et le logement sont soutenues par la progression des revenus, alors que les ménages s'ajustent aux modifications apportées aux règles sur le crédit hypothécaire et aux taux d'intérêt plus élevés. Conformément aux résultats de son enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises, la Banque prévoit une hausse de la croissance des salaires, entraînée par un resserrement du marché du travail et une amélioration attendue de la croissance de la productivité. En outre, le revenu du travail est stimulé par un accroissement de la population (**graphique 12**). La migration internationale nette a bondi ces derniers trimestres, en raison surtout de l'arrivée de migrants titulaires d'un permis de travail. Comparativement aux attentes formulées dans le *Rapport* de juillet, la taille de la population plus importante qu'anticipé a un effet bénéfique. Cet effet est plus que contrebalancé par la projection plus faible pour le revenu intérieur brut réel en raison de la détérioration des termes de l'échange⁷.

⁷ La projection économique de la Banque se base sur le scénario de référence moyen de Statistique Canada concernant la croissance de la population, ajusté pour tenir compte des cibles d'immigration plus élevées annoncées en novembre 2017.

Graphique 12 : La croissance démographique a augmenté en raison d'une forte migration internationale nette

Moyenne mobile sur quatre trimestres, données trimestrielles annualisées



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2018T2 (migration internationale nette) et 2018T3 (changement démographique)

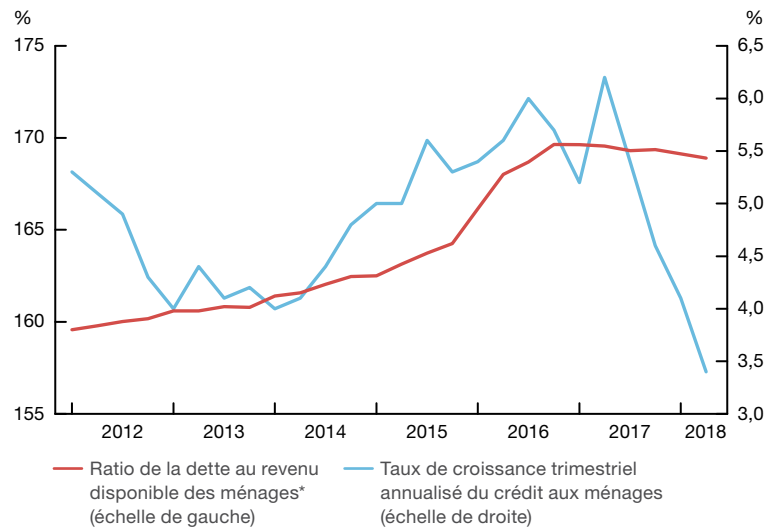
La consommation devrait croître à un bon rythme, bien que la progression des dépenses ralentisse graduellement en réaction à la hausse des taux d'intérêt. Jusqu'à présent, la consommation évolue essentiellement selon les prédictions des modèles de la Banque depuis le premier relèvement du taux directeur au milieu de 2017.

La Banque s'attend à ce que l'investissement résidentiel reste à peu près inchangé au cours de la période de projection, après avoir augmenté constamment depuis plusieurs années. Les taux hypothécaires plus élevés et les modifications apportées aux règles hypothécaires influent sur la dynamique de l'activité dans le secteur du logement. Les nouvelles règles hypothécaires se sont rapidement répercutées sur le niveau des reventes de logements, lequel devrait continuer d'évoluer selon une trajectoire plus basse qu'avant l'adoption de ces règles. Les nouveaux logements construits ont tendance à être plus petits, quoiqu'on estime que l'accélération de la croissance démographique stimule la demande fondamentale d'habitations.

La croissance du crédit aux ménages a ralenti, et le pourcentage de nouveaux prêts hypothécaires dont le ratio de prêt au revenu est élevé a chuté. Le ratio de la dette au revenu des ménages s'est stabilisé et devrait commencer à s'inscrire en baisse (graphique 13). Bien que les vulnérabilités du secteur des ménages soient appelées à s'atténuer, elles vont demeurer élevées durant la période de projection.

Graphique 13 : La croissance du crédit aux ménages continue de ralentir

Données trimestrielles désaisonnalisées



* Données désaisonnalisées par la Banque du Canada

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2018T2

Les entreprises devraient augmenter leurs investissements

La Banque s'attend à ce que les entreprises de l'extérieur du secteur pétrolier et gazier continuent à accroître leur capacité de production pour répondre à la solide demande intérieure et étrangère (graphique 14). Les bénéfices avoisinent des sommets historiques et la confiance des entreprises reste élevée. Les répondants à l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises ont indiqué avoir la ferme intention d'investir en raison de la forte demande escomptée, de pressions sur la capacité et de la nécessité d'améliorer leur efficacité afin de rester concurrentiels. Si les perspectives d'investissement sont globalement favorables, la Banque s'attend toujours à ce que les défis de compétitivité liés à la réforme fiscale et aux changements réglementaires aux États-Unis, ainsi que l'incertitude entourant les autorisations relatives aux oléoducs, incitent certains exportateurs à retarder leurs investissements ou à investir à l'extérieur du Canada.

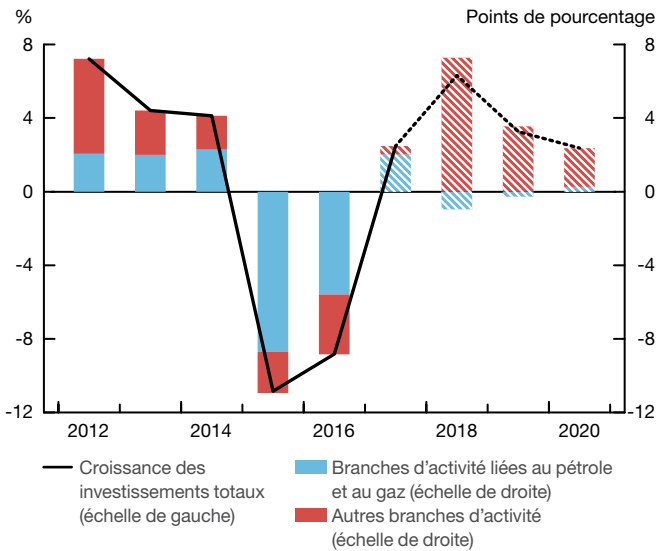
Les fabricants de machines et de matériel investissent en vue d'accroître leur capacité de production et de répondre à la demande croissante. En outre, des projets d'investissement de grande envergure, comme le projet LNG Canada, ont déjà été lancés ou devraient s'amorcer durant la période de projection⁸. Les entreprises du secteur de la conception de systèmes informatiques, qui affichent une progression rapide, tirent avantage des grandes tendances dans l'adoption des technologies numériques, tant au pays qu'ailleurs dans le monde⁹. Le Canada a réussi à attirer des investissements étrangers dans des domaines fortement axés sur le savoir, comme

⁸ L'installation d'un terminal d'exportation à Kitimat, en Colombie-Britannique, où le gaz naturel sera liquéfié en vue de son transport vers des marchés mondiaux, et celle d'un gazoduc dans le nord de la province sont parmi les étapes confirmées du projet LNG Canada. Ce projet représentera environ 3 % des investissements des entreprises au quatrième trimestre de 2020. Ce projet relève du secteur des transports.

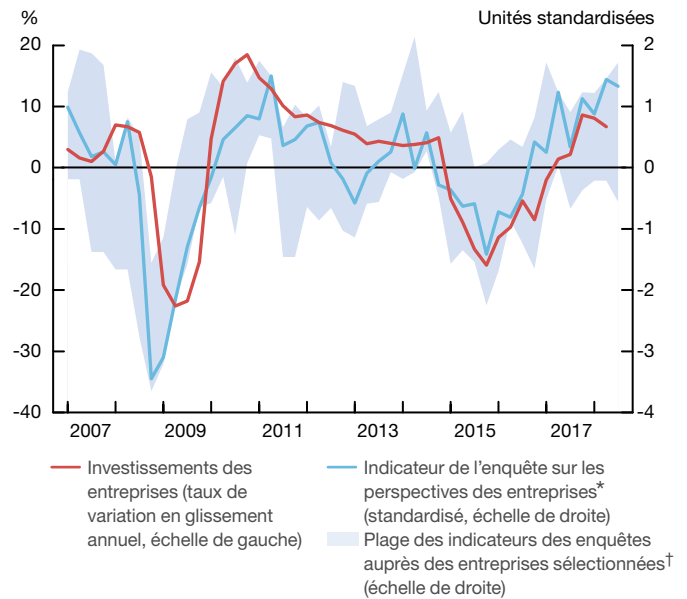
⁹ Des enquêtes récentes révèlent que les taux d'adoption des technologies numériques par les entreprises canadiennes varient : ils sont élevés en ce qui concerne la technologie infonuagique et le commerce électronique, mais faibles pour ce qui est de l'impression 3D et de l'intelligence artificielle. Voir J. Fudurich, L. Pichette et L. Suchanek (à paraître), *Adoption of Digital Technologies: Insights from a Global Survey Initiative*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

Graphique 14 : La forte confiance des entreprises favorise la croissance des investissements

a. Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données annuelles



b. Indicateurs de la confiance des entreprises, données trimestrielles



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

† La plage représente l'écart des indicateurs par rapport à leur moyenne historique, établi selon l'écart-type.

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

Dernières observations : 2018T2 (investissements des entreprises) et 2018T3 (indicateur de l'enquête sur les perspectives des entreprises et plage des indicateurs des enquêtes sélectionnées)

la recherche-développement, la conception de logiciels et les services de technologies de l'information, les communications, les services professionnels et les services de soutien opérationnel.

Les investissements dans le pétrole et le gaz devraient être à peu près stables en 2019 et en 2020. Les perspectives sont légèrement plus faibles qu'on le prévoyait dans le *Rapport* de juillet. Cette révision révèle un climat moins optimiste dans le secteur, attribuable à l'élargissement de l'écart entre les cours du WTI et du WCS, et au coup de frein qui a été appliqué au projet d'expansion du réseau d'oléoducs Trans Mountain.

Les exportations devraient croître à un rythme modéré

La forte demande extérieure et une capacité exportatrice accrue devraient dynamiser les exportations, surtout que les répercussions négatives de l'incertitude sur la confiance des entreprises se sont atténuées après la conclusion récente de l'AEUMC. Les exportations bénéficieront également d'autres accords commerciaux, dont l'Accord économique et commercial global et l'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste, qui réduisent les obstacles aux exportations canadiennes à destination d'un plus grand nombre de pays¹⁰.

¹⁰ Les droits de douane imposés jusqu'à présent par les États-Unis et la Chine sur leurs importations respectives devraient avoir une légère incidence nette négative sur les exportations canadiennes au cours de la période de projection (encadré 1).

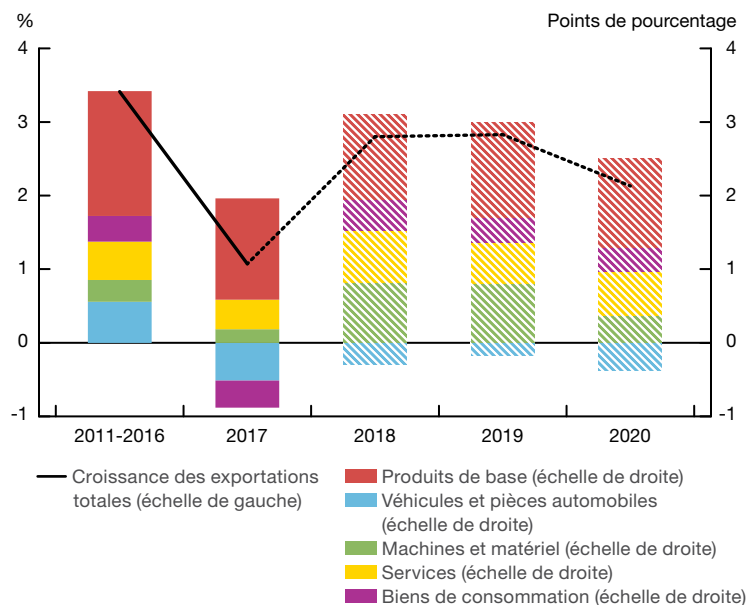
La croissance des exportations devrait se poursuivre à un rythme modéré, malgré plusieurs facteurs y faisant obstacle. La Banque s'attend à ce que les capacités de transport continuent de freiner les exportations d'énergie. De même, le doute qui plane sur les politiques commerciales à l'échelle mondiale et la forte concurrence d'autres pays, en particulier sur le marché américain, exercent encore un effet modérateur. La Banque estime que la perte de compétitivité du Canada en matière d'investissement causée par la réforme fiscale aux États-Unis, jumelée à l'incertitude entourant les politiques commerciales sur le plan international, abaissera le niveau des exportations d'environ 0,6 % entre le troisième trimestre de 2018 et le quatrième trimestre de 2020.

Les exportations de produits de base et de biens et services hors produits de base devraient progresser pendant la période projetée (**graphique 15**). La Banque s'attend à ce que les droits de douane imposés récemment par les États-Unis sur l'acier et l'aluminium, ainsi que le niveau réduit des prix des produits de base non énergétiques, freinent les exportations de matières premières. Dans l'ensemble, celles-ci devraient croître à un rythme modéré, tirées par des exportations vigoureuses d'énergie attribuables à l'accroissement continu de la production des installations d'exploitation de sables bitumineux.

Parallèlement, la croissance des exportations hors produits de base devrait être relativement généralisée. Ainsi, les fabricants de machines et de matériel doivent répondre à une forte demande stimulée par l'augmentation des investissements des entreprises américaines, et les exportations aéronautiques devraient également apporter une contribution positive à la croissance des exportations à court terme. La Banque s'attend aussi à ce que la vive progression des exportations liées aux services se poursuive, portée par la demande étrangère robuste de services professionnels et de services d'information et de soutien dans un contexte d'accélération des investissements et de numérisation par les entreprises américaines. Par contre, les

Graphique 15 : La croissance des exportations devrait être généralisée

Contribution à la croissance des exportations totales, données annuelles



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

exportations du secteur automobile devraient se replier quelque peu, ce qui est partiellement représentatif des mandats de production des constructeurs canadiens de véhicules.

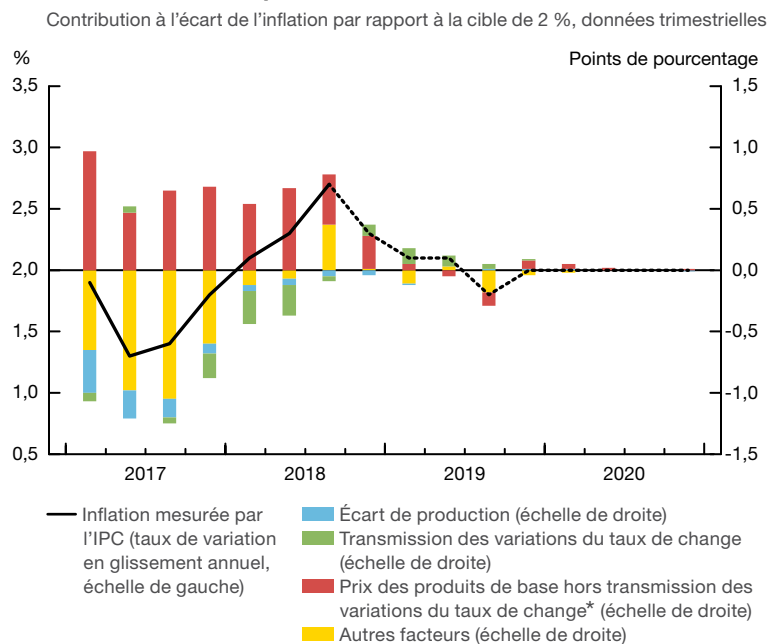
Le rythme d'expansion des importations devrait fléchir, pour passer de 3,4 % en 2018 à 1,8 % en moyenne en 2019 et en 2020. Cette évolution correspond à la trajectoire anticipée de la demande d'importations des différentes composantes du PIB, notamment les investissements.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait retourner à 2 %

Après avoir atteint 2,7 % au troisième trimestre de 2018, l'inflation mesurée par l'IPC devrait redescendre près de 2 % au début de 2019, à mesure que se dissiperont les effets des facteurs temporaires. La Banque s'attend à ce que les incidences des majorations passées des prix de l'essence et du salaire minimum s'estompent au premier trimestre de 2019, tandis que les effets des contre-mesures prises à la suite de l'imposition de droits de douane devraient se dissiper d'ici la fin de 2019. L'inflation devrait ensuite se maintenir près de 2 %, ce qui cadre avec une économie tournant près de son potentiel (graphique 16).

Le scénario de référence donne le point de vue de la Banque à l'égard de l'évolution la plus probable de l'inflation. Cependant, toute projection est soumise à des incertitudes considérables. Un intervalle de confiance à 90 % autour de la projection concernant l'inflation passe de $\pm 0,6$ point de pourcentage au quatrième trimestre de 2018 à $\pm 1,5$ point de pourcentage à la fin de 2020.

Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait retourner à 2 %



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

* Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta. L'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario a également eu un effet positif en 2017, mais son retrait récent devrait peser sur l'inflation du milieu de 2018 au second semestre de 2019.

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. La plupart des répondants à l'enquête de cet automne sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation moyenne demeurera, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. La majorité des entreprises pensent que l'inflation s'établira dans la moitié supérieure de cette fourchette. Les compilations de Consensus Economics publiées en septembre 2018 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,4 % pour 2018 et de 2,1 % pour 2019, et les attentes d'inflation annuelle à long terme se situent en moyenne à 2,0 % jusqu'en 2028.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs risques tant à la hausse qu'à la baisse. Globalement, la Banque estime que les risques planant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. L'évolution des risques les plus importants depuis juillet est résumée au **tableau 4**.

Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur les risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble pris en compte dans la projection. Comme les vulnérabilités financières peuvent amplifier l'incidence sur l'économie et l'inflation de certains événements défavorables, les considérations touchant la stabilité financière constituent un aspect pertinent d'une approche de gestion des risques en matière de politique monétaire. Les politiques macroprudentielles et autres politiques relatives au système financier peuvent atténuer les vulnérabilités financières et la gravité des résultats défavorables. C'est pourquoi la Banque analyse l'évolution conjointe des risques pour la stabilité financière et la macroéconomie lorsqu'elle évalue les risques entourant les perspectives d'inflation, plus particulièrement lorsque cette évolution connaît des changements importants (**encadré 5**).

1) **Conflit commercial entre les États-Unis et la Chine**

Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourraient s'intensifier davantage, et les répercussions pourraient être plus graves que ce que prévoit la projection (**encadré 1**). Le risque à la baisse le plus important serait associé à des changements structurels comportant une réaffectation appréciable des capitaux et de la main-d'œuvre entre les branches d'activité et les pays. Dans ce contexte, les exportations et les investissements des entreprises canadiennes pourraient souffrir d'un affaiblissement marqué de la demande étrangère, d'une rupture des chaînes de valeur mondiales, d'un fléchissement de la confiance des entreprises et d'une baisse des cours des produits de base. Parallèlement, il pourrait y avoir des effets d'offre inflationnistes découlant d'une augmentation du coût des intrants à l'échelle mondiale et d'un recul de la productivité, conjugués à l'incidence de la transmission des variations du taux de change. Dans l'ensemble, il existe un risque important que l'activité réelle soit par conséquent plus faible, et l'inflation, plus élevée, à mesure que s'opère cet ajustement.

Par contre, si les États-Unis et la Chine parvenaient à s'entendre sur une levée des droits de douane imposés cette année, l'activité économique mondiale et canadienne s'avérerait plus forte que prévu dans le scénario de référence. En outre, les effets positifs à court terme des droits de douane sur les prix disparaîtraient.

2) Effets positifs de l'Accord États-Unis—Mexique—Canada sur la confiance

Le jugement négatif associé à l'incertitude liée aux politiques de commerce extérieur en Amérique du Nord a été en partie supprimé du scénario de référence. Cependant, à supposer que l'accord soit ratifié, il pourrait aussi favoriser une plus grande amélioration de la confiance des entreprises, ce qui entraînerait des investissements et des exportations plus robustes que ce que prévoit le scénario de référence.

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

La croissance du PIB des États-Unis pourrait être plus élevée au cours de la période de projection si la réforme fiscale, la déréglementation ou les mesures de relance budgétaire avaient des effets positifs plus importants que ceux actuellement intégrés dans le scénario de référence. L'accroissement des investissements qui en résulterait ainsi que le raffermissement des dépenses des ménages auraient des répercussions favorables sur les investissements et les exportations des entreprises canadiennes.

4) Resserrement marqué des conditions financières mondiales

Les conditions financières mondiales demeurent généralement expansionnistes, mais pourraient se resserrer subitement. Plusieurs éléments déclencheurs pourraient faire grimper les primes de terme et les primes de risque. Ces éléments comprennent une escalade des tensions commerciales et une accélération plus forte que prévu de l'accroissement des salaires et des prix dans les économies avancées, ou encore une hausse marquée des attentes quant à l'orientation future de la politique monétaire. Si les primes augmentaient, la hausse des rendements obligataires dans les économies avancées pourrait amplifier les sorties de capitaux des pays émergents, ce qui aviverait les vulnérabilités propres à certains de ces pays. Ces évolutions pourraient se traduire par un recul de l'activité dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, un alourdissement du service de la dette, une baisse des prix des produits de base et un affaiblissement de la croissance au Canada et à l'étranger.

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

Le degré élevé de confiance des consommateurs pourrait entraîner des dépenses de consommation et des pressions inflationnistes plus élevées que prévu dans le scénario de référence. De plus, la réorientation de la demande de logements en faveur de logements moins dispendieux pourrait permettre de dégager des revenus susceptibles d'être réaffectés à des dépenses de consommation. Dans l'hypothèse

où les dépenses supplémentaires seraient financées par de nouveaux emprunts, les vulnérabilités associées à l'endettement des ménages pourraient s'accroître.

6) Recul prononcé des prix des logements dans certaines régions

On constate des progrès quant à l'atténuation des déséquilibres dans le secteur des ménages dans certaines régions. En partie sous l'effet des diverses mesures publiques, la croissance des prix des logements s'est modérée au cours des derniers trimestres et on observe moins de signes de spéculation dans certains marchés. Néanmoins, le niveau des prix reste élevé dans les régions du Grand Toronto et du Grand Vancouver, et l'économie se trouve dans un contexte de taux d'intérêt en hausse. Il subsiste donc un risque de recul prononcé des prix des logements sur ces marchés, ce qui pourrait freiner la consommation, la demande de logements et la construction.

Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de juillet 2018

| Risque | Évolutions récentes | Facteurs à surveiller |
|---|--|---|
| <p>Conflit commercial entre les États-Unis et la Chine</p> <p>Effets positifs de l'AEUMC sur la confiance</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Les exportations canadiennes de biens en termes réels ont augmenté de 0,2 % en moyenne au cours de la période de trois mois ayant pris fin en août. ▪ Les négociations de l'Accord États-Unis–Mexique–Canada (AEUMC) sont terminées. ▪ La menace à court terme de l'imposition de droits de douane par les États-Unis sur les importations de véhicules et de pièces automobiles s'est atténuée, mais les droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium et les contre-mesures canadiennes sont maintenus. ▪ Les États-Unis ont imposé des droits de douane supplémentaires visant environ 200 milliards de dollars américains d'importations chinoises. La Chine a répliqué en appliquant de nouvelles contre-mesures visant 60 milliards de dollars américains d'exportations en provenance des États-Unis. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ L'évolution des politiques commerciales ▪ Les mesures de la demande étrangère ▪ Les parts du marché de l'exportation ▪ Les investissements des entreprises et les investissements résidentiels aux États-Unis ainsi que d'autres sources de la demande d'exportations canadiennes ▪ Le commerce international de marchandises |
| <p>Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Les indicateurs économiques récents sont plus vigoureux que prévu. ▪ Les mesures de la confiance restent élevées malgré l'incertitude entourant les politiques de commerce extérieur. ▪ La croissance de la productivité demeure modeste. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 |
| <p>Resserrement marqué des conditions financières mondiales</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Le dollar américain s'est apprécié en valeur effective nominale. ▪ Les tensions financières se sont intensifiées dans certains pays émergents. ▪ Les cours des actions ont été volatils à l'échelle mondiale. ▪ Les rendements obligataires mondiaux ont augmenté. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Les taux d'intérêt à long terme ▪ Les primes de terme 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 économies émergentes |
| <p>Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ La croissance de la consommation a augmenté au deuxième trimestre de 2018. ▪ Les ventes de véhicules automobiles ont fléchi au troisième trimestre de 2018. ▪ La croissance du revenu disponible a ralenti au deuxième trimestre de 2018. ▪ Le ratio de la dette au revenu disponible s'est stabilisé au cours des derniers trimestres. ▪ La confiance des consommateurs reste élevée. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Les dépenses des ménages ▪ Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail ▪ La confiance des consommateurs ▪ L'endettement des ménages ▪ Le revenu du travail |
| <p>Recul prononcé des prix des logements dans certaines régions</p> | <ul style="list-style-type: none"> ▪ La croissance des prix des logements a été modérée au cours des derniers mois. ▪ Les reventes à l'échelle nationale ont nettement augmenté au troisième trimestre de 2018 après avoir atteint un creux au milieu de l'année. ▪ Le recul des mises en chantier observé depuis deux trimestres s'est poursuivi au troisième trimestre de 2018, mais le nombre de permis de construire reste élevé à l'échelle du pays. ▪ La croissance du crédit hypothécaire a ralenti davantage pour s'établir à 1,7 % au cours de la période de trois mois se terminant en août. | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Le prix des logements et l'activité dans le secteur ▪ Les dépenses des ménages ▪ Le contexte réglementaire ▪ Le crédit hypothécaire |

Encadré 5

La politique monétaire et les risques pour la stabilité financière

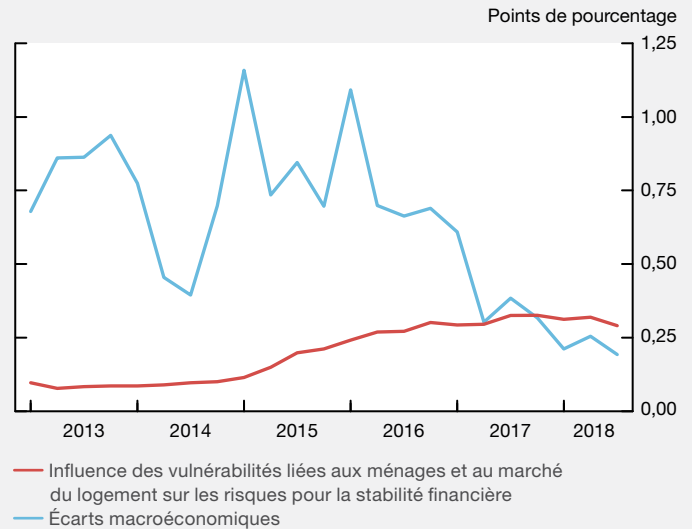
Au moment de définir sa politique monétaire, la Banque du Canada tient compte des interactions entre la macro-économie et le système financier. Ces deux facteurs sont liés, car la politique monétaire influe sur l'évolution des vulnérabilités financières, notamment par ses incidences sur la prise de risques, les prix des actifs et le levier financier. Pour leur part, les vulnérabilités financières influent sur l'économie et la transmission de la politique monétaire. Par exemple, le niveau d'endettement élevé des ménages et les déséquilibres sur le marché du logement accroissent les risques pour la stabilité financière en amplifiant la gravité des événements défavorables, comme celle d'un ralentissement de l'activité économique. Le présent encadré propose un cadre de réflexion intégré au sujet de ces questions¹.

L'une des façons de mesurer les risques pour la stabilité financière consiste à déterminer à quel point la croissance peut être inférieure aux prévisions. La croissance exposée au risque est le taux de croissance du PIB que nos prévisionnistes s'attendent à voir dépasser dans 95 % des cas, compte tenu de la conjoncture et des relations passées². Cette mesure est influencée par la performance macro-économique, l'évolution des conditions sur les marchés financiers et les vulnérabilités financières. Depuis 2014, la croissance de la dette des ménages et l'accentuation des déséquilibres sur le marché du logement font augmenter l'écart entre la croissance exposée au risque et la croissance projetée, malgré l'amélioration de la performance macro-économique. L'influence additionnelle de ces vulnérabilités sur les risques entourant la stabilité financière est illustrée dans le **graphique 5-A**³.

La performance macro-économique peut être mesurée sous forme d'écart macro-économiques. L'une des mesures est donnée par la moyenne des valeurs absolues de l'écart de production et la différence entre l'inflation projetée et le taux de 2 %. Plus l'écart obtenu est faible, plus la performance macro-économique affichée est forte. Cette performance s'est détériorée à la suite de la chute des prix du pétrole au second semestre de 2014. Les pressions désinflationnistes ont amené la Banque à abaisser son taux directeur. Sous

Graphique 5-A : Les vulnérabilités des ménages se sont stabilisées

Données trimestrielles



Nota : Les écarts macro-économiques correspondent à la moyenne des valeurs absolues de l'écart de production et à la différence entre l'inflation prévue et la cible de 2 %, chacun de ces éléments étant calculé pour les quatre premiers trimestres de la période de projection.

Source : estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

l'effet de la reprise, la performance macro-économique s'est améliorée et les écarts macro-économiques ont rétréci.

Ce cadre de réflexion permet à la Banque de suivre l'évolution des vulnérabilités liées aux ménages et au marché du logement et de la performance macro-économique au cours de la période de projection. L'orientation actuelle de la politique monétaire a des incidences favorables pour l'endettement des ménages et les déséquilibres sur le marché du logement et pour l'atteinte de l'objectif d'inflation de la Banque. La Banque s'attend à ce que les risques pour la stabilité financière diminuent du moment que les ménages adaptent leurs emprunts et leurs dépenses en réponse au resserrement des règles de souscription des prêts hypothécaires et au relèvement des taux d'intérêt. Les taux d'intérêt plus élevés contribuent également à la stabilité macro-économique en maintenant la production près de la production potentielle, et l'inflation près de la cible. La Banque prévoit que l'influence de ces facteurs de vulnérabilité sur les risques entourant la stabilité financière va s'atténuer, mais estime qu'elle devrait rester élevée un certain temps, vu le nombre de ménages fortement endettés.

1 Voir S. S. Poloz, *L'économie canadienne et la dette des ménages : quelle est l'ampleur du problème?*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Yellowknife, Territoires du Nord-Ouest, 1^{er} mai 2018.

2 Voir l'encadré 2 de la *Revue du système financier* de juin 2018. La croissance exposée au risque y est présentée comme le PIB exposé au risque.

3 Pour des précisions, voir T. Duprey et A. Ueberfeldt (2018), *How to Manage Macroeconomic and Financial Stability Risks: A New Framework*, note analytique du personnel n° 2018-11, Banque du Canada.