



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2022



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- L'objectif de la politique monétaire au Canada est de favoriser le bien-être économique et financier des Canadiens. L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que la meilleure façon d'atteindre cet objectif est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Cela permet de préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribue à la croissance soutenue de l'économie, à la création d'un marché du travail vigoureux et inclusif ainsi qu'à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2021, le gouvernement du Canada et la Banque du Canada ont renouvelé la stratégie de ciblage de l'inflation liée au cadre de politique monétaire pour une autre période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2026¹.
- La cible d'inflation a été de nouveau fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %, l'inflation étant mesurée par le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC).
- Le gouvernement et la Banque ont convenu que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique et financier des Canadiens est de rester axée sur la stabilité des prix. Ils ont également convenu que la politique monétaire devrait continuer de soutenir l'atteinte du niveau d'emploi durable maximal, tout en reconnaissant que celui-ci n'est pas directement mesurable et qu'il est en grande partie déterminé par des facteurs non monétaires qui peuvent fluctuer dans le temps.
- Enfin, le gouvernement et la Banque se sont entendus sur le fait qu'étant donné la nécessité de bien ancrer les attentes d'inflation pour atteindre à la fois la stabilité des prix et le niveau d'emploi durable maximal, l'objectif central de la politique monétaire est le maintien de l'inflation à un niveau bas et stable au fil du temps.

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.
- L'entente conclue avec le gouvernement en 2021 précise que la cible d'inflation de 2 % reste la pierre angulaire du régime.
- L'entente énonce aussi que la Banque continuera d'utiliser la flexibilité de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % pour rechercher activement le niveau d'emploi durable maximal, si les conditions le justifient. Elle continuera également de tirer parti de la flexibilité inhérente au régime afin de surmonter les défis posés par la faiblesse structurelle des taux d'intérêt à l'aide d'un vaste ensemble d'outils. Elle se servira de cette flexibilité seulement dans la mesure où cela lui permettra de garder les attentes d'inflation à moyen terme bien ancrées à 2 %.

Les outils de politique monétaire

- La politique monétaire doit avoir une orientation prospective, car il faut un certain temps pour que les effets des mesures de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation.

- La Banque conduit normalement la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour (le taux directeur). Elle dispose également d'un éventail d'outils de politique monétaire qu'elle peut utiliser lorsque le taux directeur est très bas, comme les indications sur l'évolution future du taux directeur, les achats massifs d'actifs (assouplissement quantitatif et assouplissement direct du crédit), le financement de mesures de crédit, ou encore les taux directeurs négatifs. L'utilisation et l'ordre de mise en œuvre de ces outils dépendent du contexte économique et de la situation des marchés financiers.
- L'usage par la Banque de tous ses outils de politique monétaire se répercute sur la demande globale de biens et de services canadiens en raison de l'influence qu'ils exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs au pays ainsi que sur le taux de change. 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.

Les communications

- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur l'économie et l'inflation. D'habitude, ses décisions en matière de politique monétaire sont annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.
- La Banque s'est engagée à expliquer dans quelles circonstances elle met à profit la flexibilité de la stratégie de ciblage de l'inflation.
- Vu l'incertitude entourant le niveau d'emploi durable maximal, la Banque tiendra compte d'un large éventail d'indicateurs du marché du travail² et informera systématiquement les Canadiens de la façon dont elle aura pris en considération l'évolution de l'emploi dans ses décisions de politique.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils et occasionner des fluctuations considérables de l'inflation mesurée par 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.
- La Banque privilégie trois mesures de l'inflation fondamentale : 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; enfin, 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 Pour en savoir plus, voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement du cadre de politique monétaire* (13 décembre 2021), le document *Renouvellement du cadre de politique monétaire*, publié en décembre 2021, et le discours de T. Macklem, « *Notre cadre de politique monétaire : continuité, clarté et engagement* », prononcé devant l'Empire Club of Canada, Toronto (Ontario), le 15 décembre 2021.

2 Voir, par exemple, la *gamme d'indicateurs* qu'utilise la Banque pour suivre la reprise du travail dans le contexte de la pandémie.

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 1490-1234 (Internet)
© Banque du Canada, 2022



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2022

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Tiff Macklem, Carolyn Rogers, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Paul Beaudry, Toni Gravelle et Sharon Kozicki.

Table des matières

Vue d'ensemble	1
Messages clés	1
L'économie mondiale	3
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> de janvier	3
Hausse marquée des prix des produits de base	5
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection	7
Les marchés financiers sont plus volatils	8
Des pressions inflationnistes généralisées aux États-Unis	8
Des vents contraires soufflent sur la zone euro	10
Une croissance modeste en Chine	10
Une croissance plus modérée dans les pays émergents et dans le groupe des « Autres pays »	10
L'économie canadienne	12
Encadré 3 : Les conséquences de l'invasion russe de l'Ukraine sur l'économie canadienne	13
Accélération de la croissance au deuxième trimestre	14
Les marchés du travail sont tendus	17
L'économie canadienne entre dans une phase de demande excédentaire	19
L'inflation mesurée par l'IPC atteint un sommet inégalé depuis plusieurs décennies	20
Encadré 4 : Déterminants intérieurs et mondiaux de l'inflation au Canada	21
Forte croissance de l'économie et recul de l'inflation	23
Une expansion soutenue par une forte progression de la consommation	24
Croissance robuste des exportations	25
Redressement des investissements des entreprises après les creux enregistrés durant la pandémie	26
L'inflation mesurée par l'IPC devrait reculer par rapport au sommet atteint au deuxième trimestre	27
Les attentes d'inflation ont augmenté à court terme, mais demeurent stables à long terme	28
Évolution du bilan de la Banque du Canada	30
Les risques entourant les perspectives d'inflation	31
Annexe : La production potentielle et le taux d'intérêt neutre	33
Une modeste augmentation de la croissance de la production potentielle mondiale	33
Un renforcement de la croissance de la production potentielle au Canada	34
Un taux d'intérêt neutre plus élevé	35

Vue d'ensemble

L'économie canadienne affiche un grand dynamisme et l'emploi est robuste. Bien que la COVID-19 continue d'affecter la santé des gens et l'économie, les taux élevés de vaccination en atténuent les effets graves. Les dépenses de consommation des ménages se raffermissent alors que la plupart des mesures sanitaires sont en train d'être levées, et les exportations devraient profiter d'une solide demande étrangère.

L'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie cause une immense souffrance humaine et suscite une grande incertitude quant aux perspectives économiques mondiales. Les répercussions de la guerre pèsent sur l'activité mondiale et se sont traduites par une plus grande volatilité sur les marchés financiers. La guerre a aussi fait monter les prix des produits de base et perturbé davantage les chaînes d'approvisionnement.

Par conséquent, l'inflation s'est accrue dans la majorité des économies, y compris au Canada. Les prix de l'énergie et des aliments continuent d'augmenter, et les contraintes d'offre persistantes, conjuguées à une demande soutenue, créent des pressions à la hausse sur un éventail de prix de plus en plus large.

Messages clés

- Les perspectives de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation au Canada sont plus élevées que prévu précédemment. L'inflation devrait s'établir en moyenne juste au-dessous de 6 % durant la première moitié de 2022 et demeurer largement au-dessus de la fourchette cible pendant le reste de l'année. Elle devrait ensuite descendre de façon constante jusqu'à environ 2½ % au cours de la deuxième moitié de 2023 et atteindre la cible de 2 % en 2024. Cette diminution tient à la baisse des prix de l'énergie, à la dissipation des contraintes liées aux chaînes d'approvisionnement mondiales et au rééquilibrage de l'offre et de la demande dans l'économie canadienne.
- Les conditions du marché du travail au Canada sont tendues. Le taux d'emploi et le taux d'activité avoisinent ou dépassent leur niveau d'avant la pandémie, et le taux de chômage se situe à un creux historique. Dans l'ensemble, l'économie canadienne entre dans une phase de demande excédentaire.
- L'activité économique canadienne devrait rester vigoureuse. Les dépenses de consommation, les exportations et les investissements des entreprises devraient progresser à un rythme solide, sous l'effet de la forte demande étrangère, des prix élevés des produits de base et de la dissipation des perturbations des chaînes d'approvisionnement.

- Les taux d'intérêt plus élevés devraient modérer les dépenses et réduire graduellement la demande excédentaire dans l'économie canadienne.
- Parallèlement à l'atténuation des problèmes d'approvisionnement, les hauts niveaux d'immigration et une reprise solide des investissements des entreprises devraient favoriser une forte croissance de la production potentielle.
- La Banque porte une attention particulière à l'évolution des attentes d'inflation. Alors que les attentes à long terme demeurent ancrées à la cible, celles à court terme ont augmenté en même temps que l'inflation.

L'économie mondiale

L'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie a des conséquences humaines tragiques. En outre, elle déstabilise la reprise économique mondiale au moment même où la plupart des pays se remettent des effets du variant omicron de la COVID-19. La guerre a accentué les ruptures d'approvisionnement à l'échelle planétaire en perturbant le transport dans le monde et les importations de produits de l'Ukraine et de la Russie. Par conséquent, les prix du pétrole, des céréales et d'autres produits de base ont monté en flèche, et la volatilité financière s'est accrue.

Les perspectives de l'économie mondiale ont été revues à la baisse par rapport à janvier (**encadré 1**). Les révisions sont importantes dans le cas des économies importatrices de pétrole et des régions qui entretiennent des

Encadré 1

Révisions des projections économiques depuis le *Rapport de janvier*

Perspectives du PIB mondial

La croissance projetée du produit intérieur brut (PIB) mondial pour 2022 demeure pratiquement inchangée par rapport à celle publiée dans le *Rapport de janvier*. Les retombées négatives de la guerre en Ukraine sont à peu près compensées par l'effet modérateur plus faible des mesures sanitaires liées à la COVID-19 dans les pays émergents. La croissance économique mondiale pour 2023 a été nettement revue à la baisse, étant donné que les conséquences négatives de la guerre devraient continuer de se faire sentir par le biais du renchérissement des produits de base ainsi que des canaux commerciaux et financiers. Par ailleurs, la révision à la baisse des perspectives de l'économie américaine s'explique aussi par un resserrement plus rapide et plus marqué de la politique monétaire, attribuable à une inflation plus forte que prévu. Dans l'ensemble, le niveau du PIB mondial à la fin de 2023 a été révisé à la baisse d'environ 1 %.

Perspectives du PIB canadien

La croissance du PIB a été revue à la hausse de quasiment un quart de point de pourcentage en 2022, à 4¼ %, et à la baisse d'environ un quart de point de pourcentage en 2023, à 3¼ %. Globalement, il résulte

de ces révisions que le niveau du PIB réel demeure presque inchangé d'ici la fin de 2023.

La hausse des prix de l'énergie a entraîné une révision à la hausse des projections touchant les exportations et les investissements dans le secteur pétrolier et gazier. Cette révision est à peu près contrebalancée par l'effet de la diminution de la demande étrangère sur les exportations hors produits de base et les répercussions de l'augmentation des taux d'intérêt sur les dépenses des ménages.

Perspectives de l'inflation mesurée par l'IPC au Canada

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait être considérablement plus élevée que ce qui avait été projeté en janvier. Les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPC ont été révisées à la hausse de 1,1 point de pourcentage pour 2022 et de 0,5 point de pourcentage pour 2023, pour s'établir à 5,3 % et à 2,8 %, respectivement. Ces révisions sont principalement liées aux conséquences de l'invasion de l'Ukraine, qui a fait monter les prix des produits de base et aggravé les perturbations de l'approvisionnement.

relations commerciales plus étroites avec la Russie et l'Ukraine, en particulier l'Europe de l'Est et, dans une moindre mesure, la zone euro. La Banque a révisé aussi à la baisse les perspectives de croissance de l'économie américaine en raison principalement du resserrement de la politique monétaire anticipé du fait d'une inflation plus forte que prévu.

La Banque prévoit que la croissance mondiale ralentira pour passer d'environ 7 % en 2021 à 3½ % en 2022 et 2½ % en 2023 (**tableau 1**). Cette évolution résulterait de l'essoufflement du rebond de l'activité qui a suivi la phase aiguë de la pandémie, ainsi que de l'impact du conflit russo-ukrainien qui pèse sur les perspectives. Elle estime que la croissance mondiale se renforcera pour atteindre 3¼ % en 2024, une fois que l'effet initial de la guerre sur la croissance se sera atténué.

L'inflation a poursuivi sa progression au premier trimestre et demeure élevée dans la plupart des régions du monde, les prix de l'énergie et des aliments contribuant largement à cette situation (**graphique 1**). La forte demande de biens et les ruptures d'approvisionnement généralisées restent aussi des sources importantes de pressions inflationnistes à l'échelle du globe.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2021	2022	2023	2024
États-Unis	16	5,7 (5,6)	2,8 (3,7)	1,9 (2,5)	1,5
Zone euro	12	5,3 (5,2)	3,0 (4,0)	2,3 (2,6)	2,6
Japon	4	1,7 (1,7)	2,0 (2,7)	2,5 (1,0)	1,3
Chine	18	8,1 (8,1)	4,3 (3,8)	4,9 (5,3)	5,0
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	8,5 (8,1)	4,2 (3,5)	2,2 (3,7)	3,5
Autres pays§	16	5,0 (4,9)	2,4 (3,3)	1,0 (2,5)	3,0
Monde	100	7,0 (6,8)	3,5 (3,6)	2,5 (3,4)	3,2

* 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 2020, publiées en octobre 2021 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

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

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

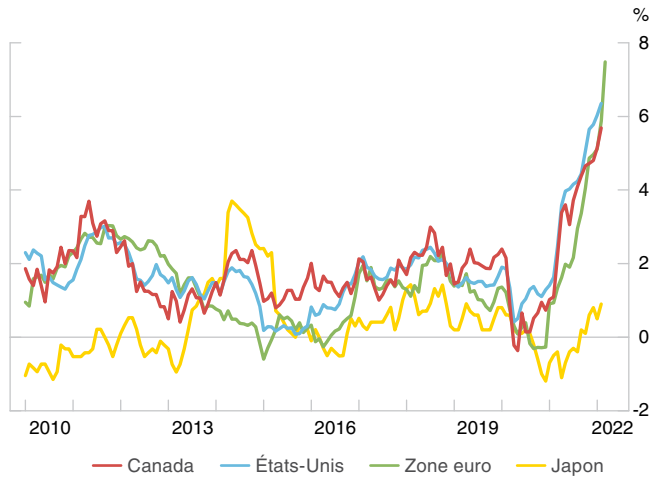
§ Le groupe « Autres pays » comprend des économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

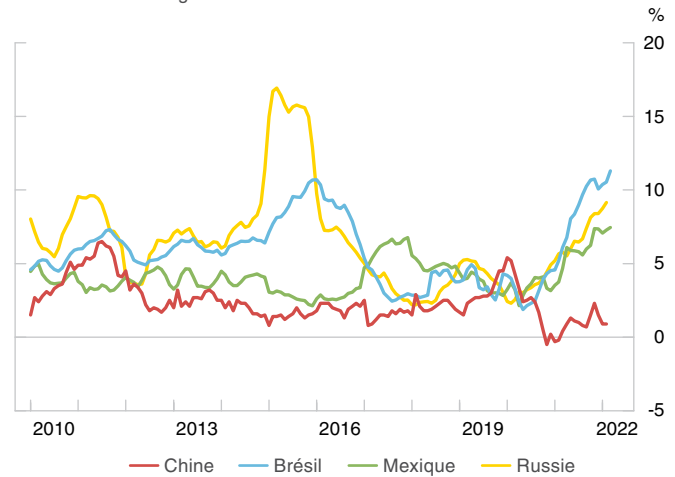
Graphique 1 : L'inflation a continué d'augmenter dans de nombreuses économies

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Économies avancées



b. Économies émergentes



Nota : Le taux d'inflation est calculé selon l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation des ménages (États-Unis), l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (zone euro) et l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (autres pays).

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat, ministère des Affaires intérieures et des Communications (Japon), Bureau national de statistique de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistique, Institut national de la statistique et de la géographie (Mexique) et Service fédéral des statistiques d'État (Russie) via Haver Analytics

Dernières observations : mars 2022 (zone euro, Brésil et Mexique); février 2022 (autres pays)

Hausse marquée des prix des produits de base

La Russie et l'Ukraine sont de grands exportateurs de produits de base. Ainsi, les inquiétudes des marchés concernant les perturbations de l'approvisionnement causées par la guerre en Ukraine ont entraîné une vive augmentation de la plupart des prix des produits de base (**graphique 2**).

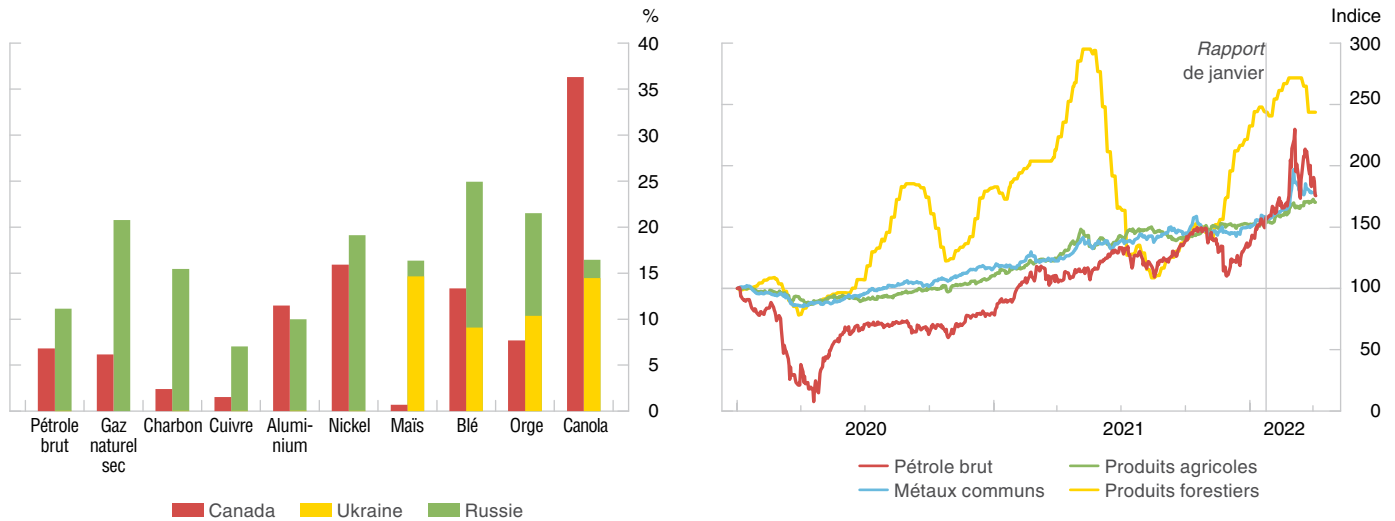
On note une volatilité des cours du pétrole depuis la livraison du *Rapport* de janvier. Avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les cours du pétrole augmentaient déjà parce que la demande dépassait la croissance de l'offre. L'invasion des troupes russes a fait monter les prix en flèche, les cours quotidiens du pétrole brut Brent culminant à près de 130 \$ US le baril au début mars. Depuis, les prix du Brent ont baissé pour s'établir aux alentours de 105 \$ US, une fois que l'ampleur des sanctions contre le pétrole russe s'est précisée et que les États-Unis avec d'autres pays ont annoncé la mise sur le marché d'une partie importante de leurs réserves stratégiques de pétrole. La récente éclosion de COVID-19 en Chine a également soulevé des inquiétudes sur la vigueur de la demande de pétrole.

La Banque présume que le prix du baril de pétrole brut Brent passera de 105 \$ US au deuxième trimestre de 2022 à environ 90 \$ US à la fin de 2024 (**encadré 2**). Elle estime que les prix du pétrole brut West Texas Intermediate et Western Canadian Select suivront des trajectoires semblables en demeurant respectivement à 5 et 15 \$ US en dessous des cours du Brent. Cette évolution suppose que l'impact de la guerre sur les prix du pétrole diminuera au fil du temps. Elle concorde de façon générale avec les attentes des marchés.

Graphique 2 : Les produits de base ont renchéri en raison des craintes de perturbations de l'approvisionnement découlant du conflit entre l'Ukraine et la Russie

a. Part des exportations mondiales de produits de base de l'Ukraine et de la Russie par rapport au Canada

b. Base 100 de l'indice : 3 janvier 2020, données quotidiennes



Nota : Les calculs de la figure a sont basés sur les données disponibles des pays déclarants. Les parts d'exportation des produits de base non énergétiques sont calculées à partir des valeurs nominales (en dollars américains) des exportations tirées de la base de données Comtrade des Nations Unies. La mesure utilisée pour les métaux communs correspond au métal à l'état brut. Les séries de la figure b sont des composantes de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada. L'indice des prix du pétrole brut est fondé sur la moyenne pondérée des cours des pétroles de référence suivants : le West Texas Intermediate, le Western Canadian Select et le Brent.

Sources : Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis, base de données Comtrade des Nations Unies et Banque du Canada

Dernières observations : figure a : 2018 (pétrole brut) et 2019 (autres); figure b : 7 avril 2022

L'incertitude entourant l'évolution postulée des cours du pétrole est particulièrement grande. Les prix pourraient s'accroître davantage si les exportations de pétrole russe étaient plus faibles que prévu ou si la production mondiale de pétrole n'augmentait pas suffisamment pour répondre à la demande. La résolution du conflit en Ukraine, une hausse rapide de la production mondiale ou une réduction de la consommation de pétrole pourraient faire descendre les prix plus rapidement.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque s'est accru d'environ 10 % depuis janvier. La hausse des prix des métaux communs et des matières premières agricoles tient surtout aux difficultés d'approvisionnement causées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Bien qu'inchangés par rapport à janvier, les prix du bois d'œuvre sont encore élevés du fait de la forte demande de logements en Amérique du Nord et de la congestion persistante des infrastructures de transport. Les marchés s'attendent à ce que les prix des produits de base non énergétiques demeurent élevés pendant la période de projection, compte tenu des incertitudes entourant la production de la Russie et de l'Ukraine et de la demande mondiale robuste.

Encadré 2

Principaux éléments de la projection

La projection de la Banque du Canada repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives de l'économie canadienne. La Banque réexamine périodiquement ces hypothèses et leur incidence potentielle sur la projection. En voici les principaux éléments :

- Une grande partie des restrictions sanitaires ont été levées dans de nombreux pays. On présume que les mesures restantes le seront presque partout dans le monde dans le courant de 2022. En Chine, on s'attend à ce que les mesures soient allégées plus graduellement – et même resserrées périodiquement – au cours de 2022.
 - Au Canada, la plupart des restrictions sanitaires ont été levées. La Banque présume que les effets de la pandémie sur la demande, en particulier la prudence des consommateurs et les réticences à voyager, se dissiperont au cours de 2022 et 2023.
 - Comme dans la projection de janvier, la Banque suppose que les ménages allouent à des dépenses de consommation 40 milliards de dollars de plus, pris sur leur surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie.
 - La projection ne tient pas compte des mesures annoncées dans le budget fédéral d'avril 2022. Selon l'analyse préliminaire, le budget aura une incidence positive, mais modeste, sur la projection de la Banque.
 - La Banque suppose que les prix du pétrole redescendront de leurs niveaux actuellement élevés au cours de la période de projection. Dans la projection, le baril de Brent reste proche de sa moyenne récente de 105 \$ US au deuxième trimestre de 2022, avant de descendre aux alentours de 90 \$ US d'ici la fin de 2024. Les prix du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canadian Select (WCS) suivent des dynamiques semblables, se maintenant constamment 5 et 15 \$ US au-dessous du Brent, respectivement. Dans le *Rapport* de janvier, on supposait que les prix s'établiraient à 80 \$ US pour le Brent, 75 \$ US pour le WTI et 65 \$ US pour le WCS.
 - Par convention, la Banque ne fait pas de prévision sur le taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Comme dans le *Rapport* de janvier, elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeure à 79 cents américains durant la période de projection, soit proche du niveau moyen observé récemment.
- La pandémie a des effets tant transitoires que durables sur l'offre au sein de l'économie canadienne. Comme dans les rapports récents, la Banque fait la distinction entre l'offre et la production potentielle afin de tenir compte de la nature relativement passagère d'une partie de la diminution de l'offre causée par la pandémie, notamment par les mesures sanitaires et les perturbations de l'approvisionnement.
 - L'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle, un concept à plus long terme, fait abstraction des effets temporaires des facteurs liés à la pandémie. La Banque suppose que la croissance de la production potentielle (excluant les facteurs temporaires) sera d'environ 2 % par année en moyenne sur la période 2022-2024. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle sont données dans l'**annexe**, à la page 33.
 - Dans sa projection, la Banque suppose que des facteurs transitoires réduisent l'offre de biens et de services. Par exemple, elle postule que les perturbations de l'approvisionnement réduisent l'offre, provoquant une contraction maximale d'environ 2 % au quatrième trimestre de 2021 et au premier trimestre de 2022, puis un recul toujours important de 1¾ % au deuxième trimestre. Cet effet devrait se dissiper d'ici le milieu de 2023, soit deux trimestres plus tard que ce qui était prévu en janvier. De plus, la Banque estime que les mesures prises pour contrer la propagation du variant omicron, conjuguées au nombre élevé d'absences au travail occasionnées par la hausse des cas, ont pesé provisoirement sur l'offre au premier trimestre de 2022 (voir le **graphique 13** à la page 24).
 - Pour estimer la croissance globale de l'offre, on combine les estimations des effets temporaires de ces facteurs transitoires avec l'évaluation de la production potentielle. L'offre devrait croître à un rythme d'environ 2½ % en moyenne sur la période 2022-2024.

(suite à la page suivante)

Encadré 2 (suite)

- Selon les estimations, le produit intérieur brut (PIB) a progressé à un rythme supérieur à celui de la production potentielle au premier trimestre de 2022, malgré les perturbations importantes de l'offre. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production (la différence entre le PIB et l'offre) était de l'ordre de -0,25 à 0,75 % au premier trimestre, donc au-dessus de la valeur estimée pour le quatrième trimestre de 2021, soit entre -0,75 et 0,25 %.
- Le taux directeur nominal neutre correspond par définition au taux neutre réel majoré de 2 % pour tenir compte de l'inflation. Le taux neutre réel est le taux d'intérêt compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour le présent *Rapport*, la Banque a mis à jour sa fourchette estimative du taux d'intérêt nominal neutre à l'occasion de sa réévaluation annuelle de la production potentielle. Elle juge que cette fourchette se situe un quart de point de pourcentage au-dessus de celle qui avait été évaluée en avril 2021 (voir l'**annexe**). Pour le Canada, la projection repose sur l'hypothèse que le taux nominal neutre correspond au point milieu de la fourchette révisée de 2 à 3 %.

Les marchés financiers sont plus volatils

Les conditions financières se sont resserrées depuis janvier, principalement en raison du relèvement actuel des taux d'intérêt et de leurs hausses attendues dans bien des régions du monde. L'incertitude accrue quant aux conséquences de la guerre en Ukraine a aussi rendu plus volatils les prix de nombreux actifs financiers. Au début du mois de mars, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont élargis et la plupart des indices boursiers ont fortement baissé en réaction à l'invasion russe de l'Ukraine. Les écarts de taux et les cours des actions sont maintenant revenus près des niveaux d'avant-guerre dans la plupart des régions du monde. Les indices d'actions canadiennes ont eu des rendements supérieurs aux indices d'autres pays, car ils sont très exposés à la variation des prix de l'énergie et d'autres produits de base. Par ailleurs, le dollar canadien est resté relativement stable face au dollar américain, malgré la hausse des prix des produits de base (**encadré 2**).

Les attentes à l'égard d'une montée de l'inflation et d'un resserrement de la politique monétaire ont tiré vers le haut les rendements des obligations d'État dans le monde, notamment ceux des obligations à court terme. Cela a eu comme conséquence de réduire l'écart de rendement entre les obligations d'État à long terme et à court terme en Amérique du Nord.

Des pressions inflationnistes généralisées aux États-Unis

La demande intérieure progresse à un rythme soutenu aux États-Unis. La croissance de l'emploi demeure forte au sein d'un marché du travail tendu. Et la croissance des salaires nominaux reste vigoureuse, mais l'inflation élevée ampute les gains de la rémunération réelle.

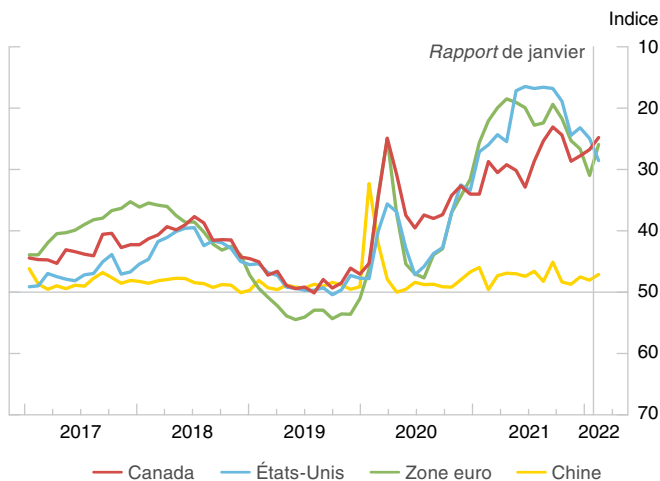
Le taux d'expansion projeté du PIB des États-Unis est de 2¾ % pour 2022. Il dépasse largement le taux de croissance estimatif de la production potentielle (voir l'**annexe** à la page 33). Pour les États-Unis, qui sont des exportateurs nets de produits pétroliers et ont des échanges commerciaux limités avec la Russie et l'Ukraine, la guerre ne devrait avoir qu'un impact négatif modeste sur la croissance. La Banque s'attend à ce que la consommation y augmente à bon rythme, soutenue par la hausse de l'emploi

et la dépense par les ménages d'une partie de l'épargne accumulée pendant la pandémie. Par ailleurs, la solide demande intérieure du secteur privé devrait alimenter la croissance robuste des investissements des entreprises. Les augmentations récentes des taux hypothécaires sont toutefois appelées à tempérer la croissance des investissements résidentiels. La Banque prévoit un ralentissement de la croissance du PIB à environ 2 % en 2023, et 1½ % en 2024, à mesure que les autorités américaines réduiront l'ampleur de la relance budgétaire et de la détente monétaire.

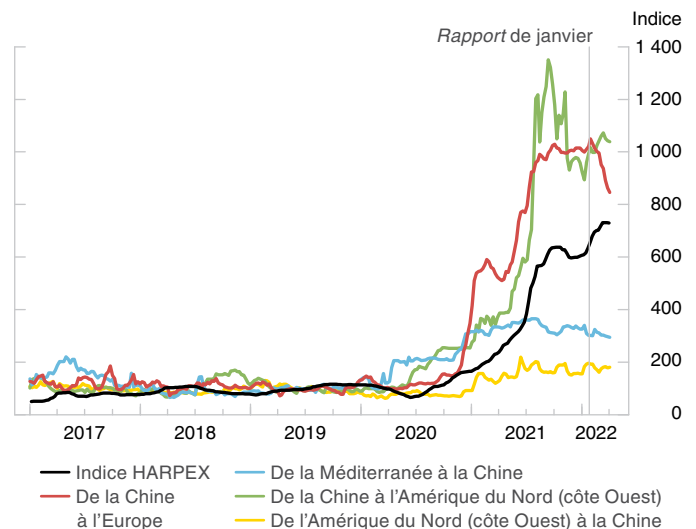
L'inflation globale et l'inflation fondamentale mesurées par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages (PCE) ont continué d'augmenter et sont à leurs plus hauts niveaux en près de 40 ans. La vive progression des prix de l'énergie et les contraintes pesant sur l'offre dans un contexte de forte demande de biens demeurent d'importants facteurs qui nourrissent les pressions inflationnistes. Depuis la parution du *Rapport* de janvier, les délais de livraison se sont un peu raccourcis et le volume des commandes en attente baisse lentement (**graphique 3**). Néanmoins, les coûts d'expédition et les coûts des intrants restent élevés. La guerre devrait amplifier les pressions sur les chaînes d'approvisionnement et faire davantage monter l'inflation à court terme. Dans sa projection, la Banque suppose que les difficultés d'approvisionnement continueront de s'atténuer, mais qu'elles persisteront jusqu'au milieu de 2023. La Banque anticipe un recul de l'inflation qui s'amorcera au troisième trimestre, mais un taux d'inflation qui demeurera au-dessus de 2 % au cours de l'horizon de projection car l'économie continuera d'afficher une demande excédentaire.

Graphique 3 : Les goulots d'étranglement du côté de l'offre et les coûts de transport demeurent importants

a. Délais de livraison des fournisseurs de produits manufacturés selon l'indice PMI, données mensuelles



b. Coûts de transport, base 100 de l'indice = 2019, données hebdomadaires



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Pour les délais de livraison des fournisseurs, l'indice est inversé de sorte qu'une valeur inférieure (supérieure) à 50 indique un allongement (raccourcissement) des délais de livraison par rapport au mois précédent. Toutes les données de la figure b, sauf celles de l'indice des taux d'affrètement HARPEX (Harper Petersen), sont tirées de l'indice Freightos Baltic, qui fournit les tarifs de fret maritime observés sur le marché pour différents corridors commerciaux. L'indice HARPEX rend compte de l'évolution des prix mondiaux sur le marché de l'affrètement des porte-conteneurs.

Sources : IHS Markit et indice HARPEX via Haver Analytics; indice Freightos Baltic via Bloomberg Finance L.P.

Dernières observations : mars 2022 (indice PMI); 1^{er} avril 2022 (indice HARPEX); 3 avril 2022 (indice Freightos Baltic)

Face à de fortes pressions inflationnistes, la Réserve fédérale a relevé le taux des fonds fédéraux de 25 points de base en mars. Elle a également annoncé que d'autres hausses seront nécessaires et qu'elle commencera à réduire la taille de son portefeuille de bons du Trésor et le volume de ses autres titres dans un futur proche.

Des vents contraires soufflent sur la zone euro

Dans la zone euro, la confiance des ménages et des entreprises est gravement érodée par l'incertitude accrue née de la guerre en Ukraine, la hausse des prix de l'énergie et les difficultés d'approvisionnement persistantes. Le PIB devrait cependant croître plus rapidement que la production potentielle pendant la période de projection, à mesure que l'économie continuera de se remettre des incidences de la pandémie.

Ces derniers mois, l'inflation fondamentale et l'inflation globale ont toutes deux augmenté plus vite qu'escompté. Elles dépassent maintenant largement la cible. Les prix plus élevés de l'énergie et des aliments expliquent une part non négligeable de la récente hausse observée, même si les pressions inflationnistes se sont étendues à un plus grand nombre de biens et services. La progression récente des prix de l'énergie et l'accentuation des contraintes d'offre sous l'effet de l'invasion de l'Ukraine par la Russie sont appelées, à court terme, à faire monter l'inflation.

Une croissance modeste en Chine

La Banque s'attend à ce que le PIB de la Chine croisse à un rythme modeste de 4¼ % en 2022. La croissance est freinée en partie par la correction en cours du marché de l'immobilier et les mesures rigoureuses destinées à endiguer une recrudescence des cas de COVID-19. Les marchés du logement demeurent fragiles du fait de la faible demande et de l'incertitude autour de la viabilité financière de grands promoteurs immobiliers. Les prix élevés de l'énergie devraient aussi peser sur les dépenses des ménages et des entreprises. Récemment, les marchés des actions chinois ont réagi vivement aux inquiétudes que suscitent les modifications réglementaires, les vulnérabilités financières et les implications géopolitiques de la guerre en Ukraine. Les autorités ont annoncé des mesures pour renforcer la confiance et soutenir les marchés.

La croissance devrait rebondir et atteindre environ 5 % en 2023 et 2024, à mesure que diminuera l'effet modérateur induit par le secteur immobilier. L'incertitude reste forte concernant les répercussions de la stratégie « zéro-COVID » que poursuit la Chine et la fragilité du secteur immobilier. L'un ou l'autre de ces facteurs pourraient freiner plus que prévu la croissance au cours de la période de projection.

Une croissance plus modérée dans les pays émergents et dans le groupe des « Autres pays »

Les pays émergents importateurs de pétrole se remettent de l'incidence du variant omicron plus vite que prévu, mais la guerre en Ukraine et les prix élevés de l'énergie devraient ralentir fortement la croissance en 2022 et 2023. À l'intérieur de ce groupe de pays, les économies émergentes d'Europe seront les plus touchées en raison de leur proximité géographique avec le théâtre du conflit, de leurs liens commerciaux plus étroits avec à la fois l'Ukraine et la Russie et de l'impact direct que la guerre aura sur l'économie ukrainienne. Dans certains pays émergents,

la pression modératrice qu'exerce la montée des prix de l'énergie devrait être partiellement contrecarrée par les revenus plus importants obtenus des exportations de produits de base non énergétiques. Le relèvement des taux d'intérêt opéré dans bon nombre de pays émergents pour contrer les pressions inflationnistes accrues pèse également sur les perspectives de croissance.

La croissance dans le groupe des « Autres pays » sera entravée par la forte contraction de l'économie russe sous l'effet des sanctions économiques. On s'attend néanmoins à ce que les pays exportateurs de pétrole bénéficient de la hausse de leurs recettes pétrolières.

L'économie canadienne

L'économie canadienne poursuit sa forte expansion au deuxième trimestre, stimulée par la levée des restrictions sanitaires, la solide demande étrangère et les prix plus élevés des produits de base.

Les marchés du travail sont tendus. L'emploi a fortement progressé, regagnant plus que le terrain qui avait été perdu en raison des effets du variant omicron du coronavirus. Les pénuries de main-d'œuvre sont généralisées, ce qui accélère la croissance des salaires.

Un large éventail d'indicateurs laisse supposer que les capacités excédentaires se sont résorbées et que l'économie entre dans une phase d'excès de demande. Face à la demande robuste et aux contraintes d'offre, les entreprises augmentent leurs prix pour refléter le coût plus élevé des intrants. Cette situation accroît le risque que les attentes relativement à une inflation élevée s'enracinent.

Dans l'ensemble, l'économie connaîtra une expansion robuste, qui se modérera au cours de la période de projection. Celle-ci devrait atteindre 4¼ % cette année, puis ralentir et passer au rythme solide de 3¼ % en 2023, soutenue par le redressement de la consommation de services, des exportations et des investissements (**tableau 2**). Pendant cette période

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

	2021	2022	2023	2024
Consommation	2,8 (2,9)	2,9 (3,3)	2,2 (2,3)	1,4
Logement	1,3 (1,3)	-0,5 (-0,7)	-0,2 (0,0)	0,2
Administrations publiques	1,3 (1,3)	0,4 (0,4)	0,5 (0,5)	0,3
Investissements en capital fixe des entreprises	0,2 (0,0)	0,7 (0,7)	0,6 (0,7)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	5,6 (5,5)	3,5 (3,7)	3,1 (3,5)	2,6
Exportations	0,4 (0,4)	1,2 (1,8)	1,4 (0,8)	0,9
Importations	-2,2 (-2,1)	-1,4 (-2,0)	-1,6 (-1,3)	-1,0
Total partiel : exportations nettes	-1,8 (-1,7)	-0,2 (-0,2)	-0,2 (-0,5)	-0,1
Stocks	0,7 (0,8)	0,9 (0,5)	0,3 (0,5)	-0,3
PIB	4,6 (4,6)	4,2 (4,0)	3,2 (3,5)	2,2
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle, facteurs temporaires compris‡	2,1-2,5	1,3-2,3	2,9-3,9	2,3-2,9
Revenu intérieur brut réel	8,8 (8,8)	5,9 (4,5)	2,2 (2,8)	1,5
Inflation mesurée par l'IPC	3,4 (3,4)	5,3 (4,2)	2,8 (2,3)	2,1

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

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

‡ Pour des précisions, voir l'**annexe** à la page 33.

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

et parallèlement à la diminution des contraintes d'offre, la vigueur des investissements et de la croissance démographique devrait favoriser l'expansion de la production potentielle. Les taux d'intérêt, relevés en réaction aux pressions inflationnistes qui persistent, devraient modérer la progression de la demande intérieure pour la rapprocher davantage de celle de l'offre. On prévoit que la croissance du produit intérieur brut (PIB) ralentira pour passer à environ 2¼ % en 2024.

La guerre en Ukraine a des conséquences pour l'économie canadienne. La principale est la montée des prix des produits de base (**encadré 3**), que les ménages constatent à l'achat d'essence, de mazout et d'aliments.

Les prévisions situent l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) juste en deçà de 6 % en moyenne dans la première moitié de 2022. Parmi les facteurs qui expliquent ce taux, notons la flambée

Encadré 3

Les conséquences de l'invasion russe de l'Ukraine sur l'économie canadienne

En plus de son tragique coût humain, la guerre en Ukraine affecte les économies partout dans le monde. Dans les pays exportateurs de produits de base, cependant, les conséquences négatives sur la croissance mondiale sont compensées par les effets de la hausse des prix des produits de base.

Les effets du conflit se font sentir sur l'activité économique et sur l'inflation au Canada par plusieurs canaux (**tableau 3-A**).

Les effets de la montée des prix des produits de base

Pour un exportateur net de produits de base comme le Canada, une hausse des prix des produits de base est généralement associée à un dynamisme accru de l'activité économique et à une recrudescence des pressions inflationnistes. Une hausse de ces prix se répercute par les canaux suivants :

- Termes de l'échange : Le prix des exportations canadiennes devrait augmenter. Cette amélioration des termes de l'échange est synonyme de revenus supplémentaires pour le Canada – qui peuvent être affectés à l'achat de biens et services locaux ou importés.
- Production de produits de base : Les secteurs liés aux produits de base verront leur production, leurs exportations et leurs investissements s'accroître, ce qui soutiendrait l'emploi et les revenus au pays.
- Effets directs sur l'indice des prix à la consommation (IPC) : Certaines composantes de l'IPC, comme l'essence, le gaz naturel, les aliments et les transports, seront directement touchées.

Tableau 3-A : Incidence de l'invasion russe de l'Ukraine sur la croissance et l'inflation au Canada

Canaux		PIB réel	Inflation
Renchérissement des produits de base	Amélioration des termes de l'échange	↑	↑
	Augmentation de la production de produits de base	↑	↑
	Effets directs sur l'IPC	↓	↑
	Augmentation des coûts de production	↓	↑
Perturbations plus persistantes des chaînes d'approvisionnement	Augmentation des coûts de production, baisse de la production	↓	↑
Incidence totale		-	↑

- Coûts de production : Ces coûts augmentent lorsque des produits de base servent d'intrants. Ce renchérissement devrait peser sur l'activité et accentuer les pressions inflationnistes.

Dans le contexte actuel, l'élan donné à la croissance de l'économie canadienne par la hausse des prix de l'énergie pourrait être plus modéré. Étant donné l'incertitude entourant la demande à long terme, on prévoit un redressement limité de la production et des investissements dans le secteur pétrolier et gazier. Par ailleurs, même si la hausse des prix bénéficiera aux exportateurs de produits de base, l'effet global sur la croissance mondiale devrait être négatif. L'impact néfaste sur la demande d'exportations canadiennes hors produits de base qui s'ensuivrait devrait contrebalancer en partie l'impulsion attendue de la progression des prix des produits de base.

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (suite)

L'amélioration de l'activité sera moins forte qu'à l'habitude, mais l'incidence sur l'inflation pourrait être, quant à elle, plus prononcée. En règle générale, le dollar canadien s'apprécie quand les prix des produits de base montent. Le renforcement du huard atténue habituellement les pressions inflationnistes en faisant baisser les prix intérieurs des biens et services importés par rapport aux prix des biens et services produits au pays. Or, le taux de change Canada–États-Unis est demeuré essentiellement inchangé depuis le début de la guerre.

Des tensions supplémentaires sur les chaînes d'approvisionnement mondiales

La guerre et les restrictions commerciales qui en découlent devraient exacerber et prolonger certaines des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, notamment en ce qui concerne les produits de base. Bien que son ampleur soit incertaine, cet effet pèsera sur la reprise de la croissance mondiale, et des pressions haussières supplémentaires s'exerceront sur les prix.

Le cours que suivra la guerre et ses implications pour l'activité économique sont très incertains. Tant que les prix des produits de base resteront élevés, ils soutiendront un certain accroissement des

investissements et de l'activité dans le secteur des ressources. Le revenu intérieur et la demande globale s'en trouveront aussi stimulés. Cependant, ces effets seront sans doute atténués par un repli de la croissance mondiale et des perturbations plus persistantes des chaînes d'approvisionnement.

Par ailleurs, d'autres facteurs pourraient gagner en importance selon l'évolution de la situation. Par exemple, les niveaux d'immigration pourraient être relevés au vu du flot de réfugiés fuyant le conflit. Les réductions de l'offre ainsi que l'escalade des prix sur les marchés mondiaux des produits énergétiques et des produits de base pourraient aussi entraîner des conséquences à long terme sur les investissements et le développement en matière d'énergies renouvelables et de nouvelles sources d'approvisionnement énergétique.

Implications pour l'inflation

La guerre en Ukraine est clairement lourde de conséquences pour l'inflation au Canada. Parmi celles-ci figurent les effets des prix liés aux produits de base, l'augmentation des coûts de production et les perturbations plus généralisées des chaînes d'approvisionnement. Ensemble, ces répercussions ajoutent 0,7 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC en 2022.

des prix de l'énergie et des aliments, ainsi que les perturbations de l'offre et la forte demande de biens. À mesure que ces pressions se dissiperont et que la détente monétaire sera retirée, l'inflation mesurée par l'IPC devrait descendre à environ 2½ % dans la seconde moitié de 2023, puis s'établir à la cible de 2 % en 2024. L'inflation est plus élevée et persistante dans cette projection que dans celle du *Rapport* de janvier (**encadré 1**).

Accélération de la croissance au deuxième trimestre

La croissance économique devrait atteindre environ 6 % au deuxième trimestre de 2022, affichant ainsi un regain de vigueur par rapport au taux solide de 3 % enregistré au premier trimestre (**tableau 3** et **graphique 4**). Les effets du variant omicron ont pesé sur l'activité économique dans les premières semaines de l'année, mais ils ont été de courte durée et les dépenses de consommation des ménages ont été résilientes. La croissance se dirige vers une forte accélération tirée par la consommation au deuxième trimestre, en phase avec l'élimination des restrictions sanitaires. Cela tient en dépit des perturbations de l'approvisionnement et des pénuries de main-d'œuvre, qui continuent de nuire à la production et à la disponibilité d'un large éventail de biens (**graphique 5**).

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

	2021		2022			2021	2022	2023	2024
	T3	T4	T1	T2		T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)	4,1 (4,1)	4,7 (4,7)	5,6 (5,1)	5,8		4,7 (4,7)	4,5 (3,0)	2,4 (2,2)	2,1
PIB réel (taux de variation sur un an)	3,8 (4,0)	3,3 (3,2)	2,8 (2,4)	5,3		3,3 (3,2)	3,8 (4,2)	2,9 (2,7)	1,7
PIB réel (taux de variation sur un trimestre, chiffres annualisés)[†]	5,5 (5,4)	6,7 (5,8)	3,0 (2,0)	6,0					

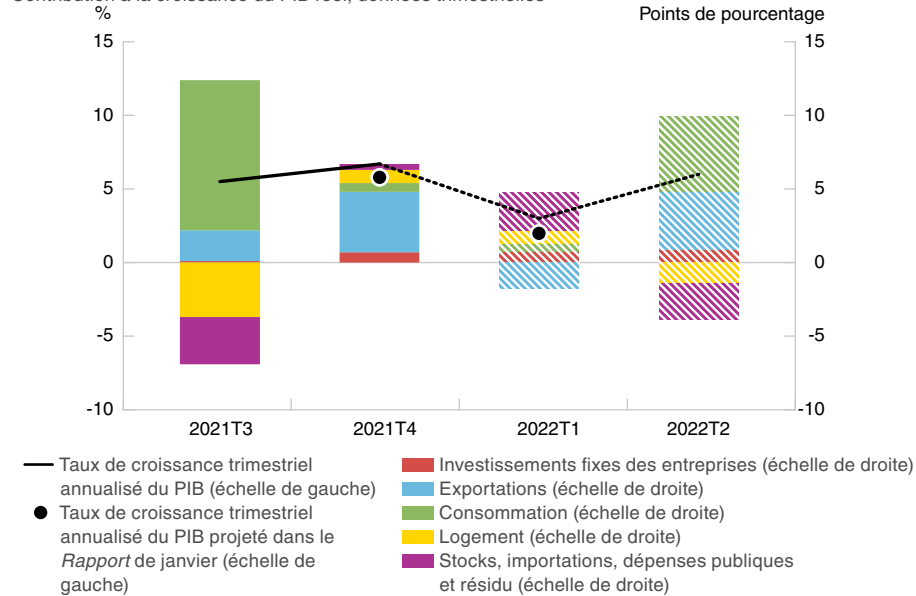
* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 2**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Les premier et deuxième trimestres de 2022 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. Les taux de variation sur un an au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme. Ils représentent les taux de croissance projetés de l'IPC et du PIB réel au cours d'une année donnée. Par conséquent, ils peuvent être différents des taux de croissance des moyennes annuelles présentés au **tableau 2**.

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

Graphique 4 : La croissance devrait se redresser fortement au deuxième trimestre

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

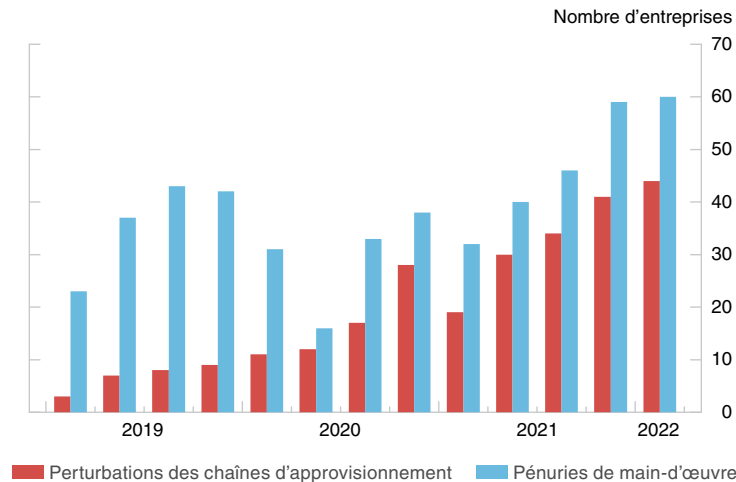


Sources : Statistique Canada et calculs et estimations de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2022T2

Graphique 5 : Les perturbations de l'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre continuent de peser sur la production

Nombre d'entreprises qui font état de goulots d'étranglement, enquête sur les perspectives des entreprises, données trimestrielles



Nota : L'enquête sur les perspectives des entreprises a été menée auprès d'un échantillon d'une centaine d'entreprises. Les entreprises devaient répondre à la question « Quels sont les principaux obstacles ou goulots d'étranglement qui vous empêchent de répondre à une hausse inattendue de la demande? ». Les mentions d'une force de travail pleinement utilisée et de l'impossibilité de trouver de la nouvelle main-d'œuvre qualifiée au salaire actuel ont été comptabilisées comme des pénuries de main-d'œuvre. Les mentions de contraintes de matières premières, de problèmes de transport et d'obstacles logistiques ont été comptabilisées comme des perturbations des chaînes d'approvisionnement.

Source : Banque du Canada

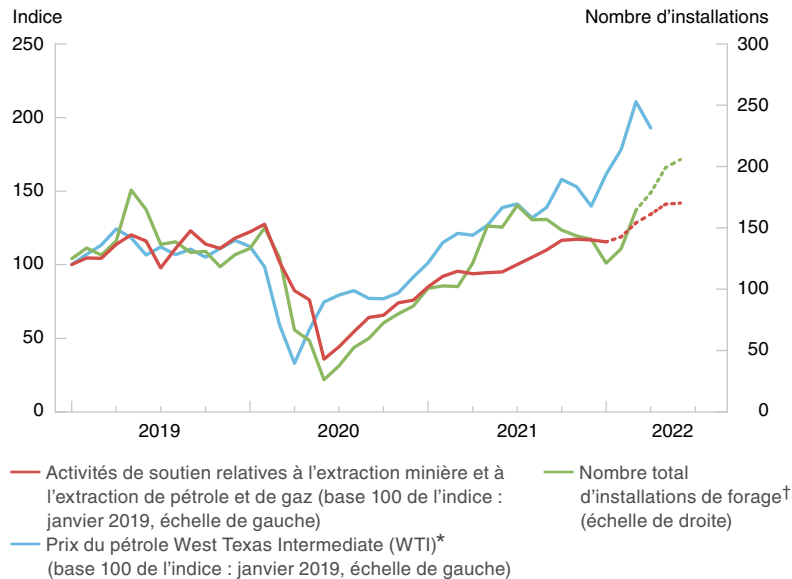
Dernière observation : 2022T1

L'activité sur le marché du logement est restée vigoureuse au premier trimestre. Elle a été stimulée par l'essor de la demande de logements plus spacieux entraîné par la pandémie, ainsi que par les taux d'emprunt encore bas et le revenu disponible élevé. Les ventes devraient s'affaiblir quelque peu au deuxième trimestre sous l'effet de la hausse des taux d'emprunt. Le bas niveau des stocks de logements neufs et existants à vendre devrait soutenir à court terme la construction et les rénovations.

La Banque prévoit que les exportations et les investissements des entreprises enregistreront une forte progression au deuxième trimestre, poursuivant leur remontée vers les niveaux d'avant la pandémie. Dans le secteur énergétique, la progression de ces deux composantes est stimulée par les prix plus élevés de l'énergie (**graphique 6**). À l'extérieur de ce secteur, les exportations sont soutenues par la solide demande étrangère et le rebond des exportations de véhicules automobiles.

Graphique 6 : La production de pétrole augmente sous l'effet des prix plus élevés

Données mensuelles



* Le prix du WTI pour avril 2022 correspond à la moyenne des cours entre les 1^{er} et 8 avril.

† Les données sur le nombre total d'installations de forage ont été désaisonnalisées par la Banque du Canada.

Sources : Baker Hughes, New York Mercantile Exchange (NYMEX) via Bloomberg Finance L.P., Statistique Canada et calculs et estimations de la Banque du Canada

Dernières observations : avril 2022 (prix du WTI)
Dernières valeurs du graphique : juin 2022 (nombre total d'installations et activités de soutien relatives à l'extraction minière et à l'extraction de pétrole et de gaz)

Les marchés du travail sont tendus

L'emploi a connu un vif rebond ces derniers mois. Les mesures globales de l'état de santé du marché du travail sont fortes comparativement à un large éventail de valeurs de référence¹. Par exemple, l'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont dépassé leurs niveaux prépandémie (**graphique 7**). De plus, beaucoup des groupes les plus affectés par la pandémie, notamment les jeunes femmes, ont vu leur taux d'emploi se redresser solidement.

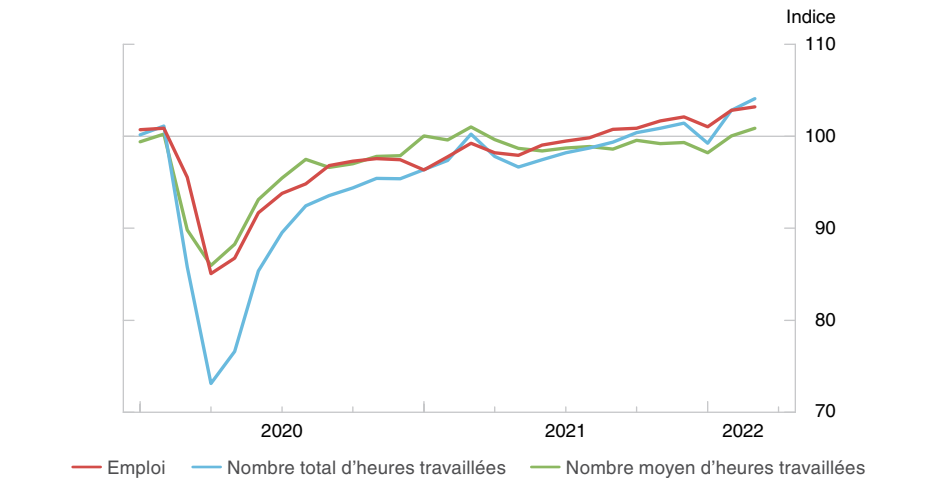
Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque du Canada au premier trimestre de 2022, les indicateurs de pénuries de main-d'œuvre demeurent élevés. La plupart des entreprises touchées par ces pénuries s'attendent à ce que la situation persiste au moins jusqu'en 2023. Bien qu'environ les deux tiers des répondants à l'enquête prévoient d'accroître leurs effectifs pour répondre à la forte demande, beaucoup ont dit avoir de la difficulté à recruter.

La croissance des salaires est remontée près des niveaux prépandémie (**graphique 8**) et devrait augmenter davantage en raison des nombreux postes vacants, de la propension accrue des travailleurs à changer d'emploi et du taux de chômage, qui se situe à un creux historique. Cette croissance cadre avec les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, d'après lesquels les entreprises ont de la difficulté à attirer des travailleurs et à maintenir leurs effectifs.

¹ Pour des précisions, voir E. Ens, C. Luu, K. G. See et S. L. Wee (2022), *Valeurs de référence pour évaluer la santé du marché du travail*, note analytique du personnel n° 2022-2, Banque du Canada.

Graphique 7 : L'emploi et le nombre d'heures travaillées dépassent leurs niveaux d'avant la pandémie

Base 100 de l'indice : moyenne de 2019, données mensuelles



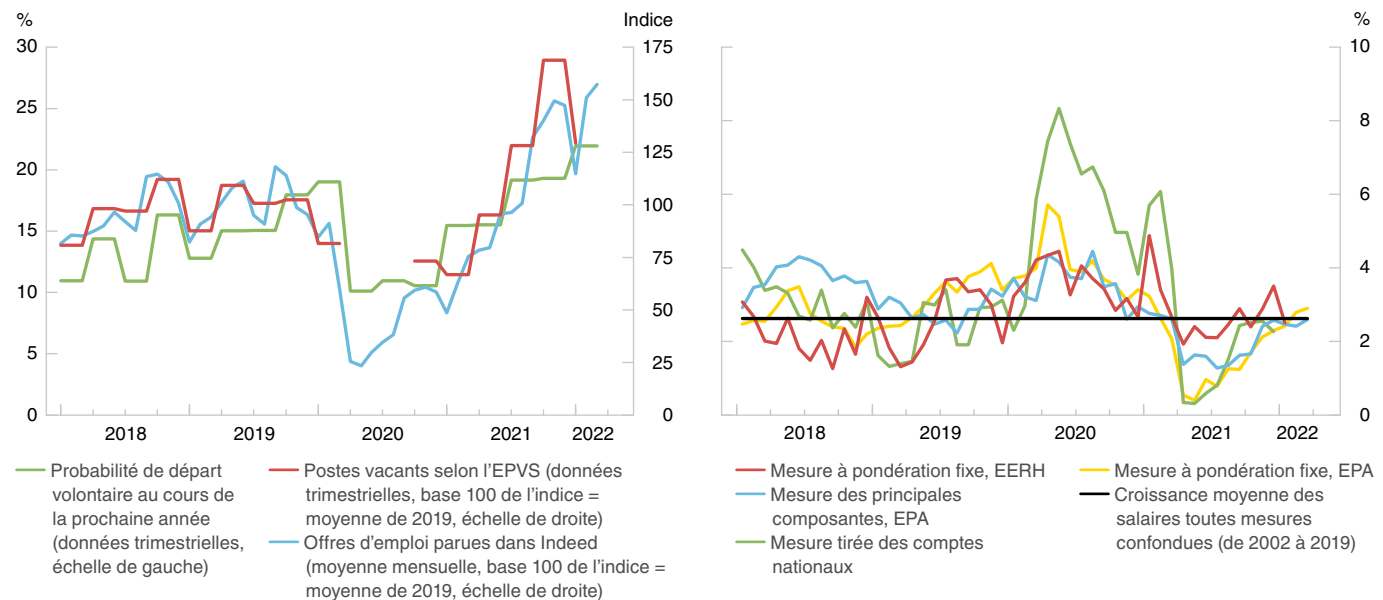
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2022

Graphique 8 : Les tensions sur le marché du travail entraînent une hausse de la croissance des salaires

a. Réponses recueillies dans le cadre de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada* : ratios postes vacants (EPVS) / chômeurs et offres d'emploi parues dans Indeed / chômeurs, données non désaisonnalisées

b. Mesures de la croissance des salaires, taux de variation sur un an, données mensuelles



* Les participants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada devaient répondre à la question « Selon vous, quel est le pourcentage de probabilité que vous quittiez volontairement votre emploi au cours des 12 prochains mois? ». Ce graphique présente la réponse médiane.

Nota : « EPVS » désigne l'enquête de Statistique Canada sur les postes vacants et les salaires; « EPA », l'enquête sur la population active; « EERH », l'enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail. Les données trimestrielles sur les postes vacants selon l'EPVS ont été prolongées jusqu'en janvier 2022 grâce aux estimations mensuelles de Statistique Canada. Faute de données suffisantes au début de la pandémie, les données sur les postes vacants selon l'EPVS ne sont pas disponibles pour les deuxième et troisième trimestres de 2020. La mesure à pondération fixe de l'EPA est établie selon les données salariales de l'enquête, en fonction des pondérations de 2019 relatives au statut à temps plein ou à temps partiel des employés, à la durée de leur emploi (contrat à durée indéterminée ou déterminée), à leur secteur d'activité et à leur profession. La mesure des principales composantes de l'EPA est fondée sur la tendance commune estimée de la croissance annuelle d'après les séries de cette enquête. La mesure des salaires tirée des comptes nationaux correspond à l'ensemble des salaires et traitements de périodicité mensuelle du Système des comptes macroéconomiques du Canada divisé par le nombre total d'heures travaillées selon l'EERH.

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

Dernières observations : 2022T1 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); janvier 2022 (EPVS et EERH); mars 2022 (Indeed et EPA); décembre 2021 (mesure des salaires tirée des comptes nationaux)

L'économie canadienne entre dans une phase de demande excédentaire

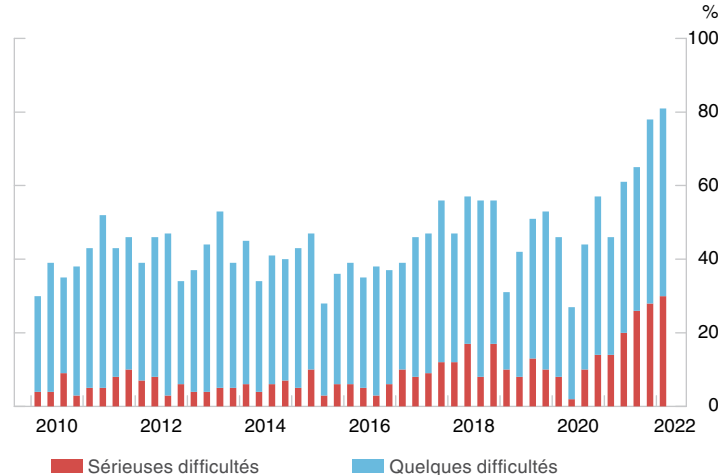
De nombreuses mesures indiquent que les capacités excédentaires se sont résorbées et que l'économie commence à tourner au-delà de son plein potentiel.

Étant donné la situation tendue sur le marché du travail et les problèmes d'approvisionnement généralisés, les entreprises canadiennes font de plus en plus face à des contraintes de capacité. Environ huit répondants sur dix à l'enquête sur les perspectives des entreprises ont dit qu'ils auraient du mal à composer avec une hausse inattendue de la demande, une proportion jamais observée auparavant (**graphique 9**). Davantage d'entreprises ont l'intention de répercuter sur leurs prix les hausses des coûts liées aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et aux augmentations salariales. Les mesures de l'inflation fondamentale sont toutes montées largement au-dessus de 2 %.

À la lumière des pressions respectives sur l'offre et la demande, la Banque estime que l'écart de production se situait entre -0,25 à 0,75 % au premier trimestre de 2022, une augmentation par rapport à la fourchette de -0,75 à 0,25 % estimée pour le dernier trimestre de 2021 (**encadré 2**). Une croissance robuste étant attendue au deuxième trimestre, l'économie entre dans une phase de demande excédentaire.

Graphique 9 : Les pressions sur la capacité de production atteignent des niveaux record selon la dernière enquête sur les perspectives des entreprises

Pourcentage des répondants*, données trimestrielles



* Pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant signalé quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Pour des précisions, voir la publication [Enquête sur les perspectives des entreprises – Premier trimestre de 2022](#).

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2022T1

L'inflation mesurée par l'IPC atteint un sommet inégalé depuis plusieurs décennies

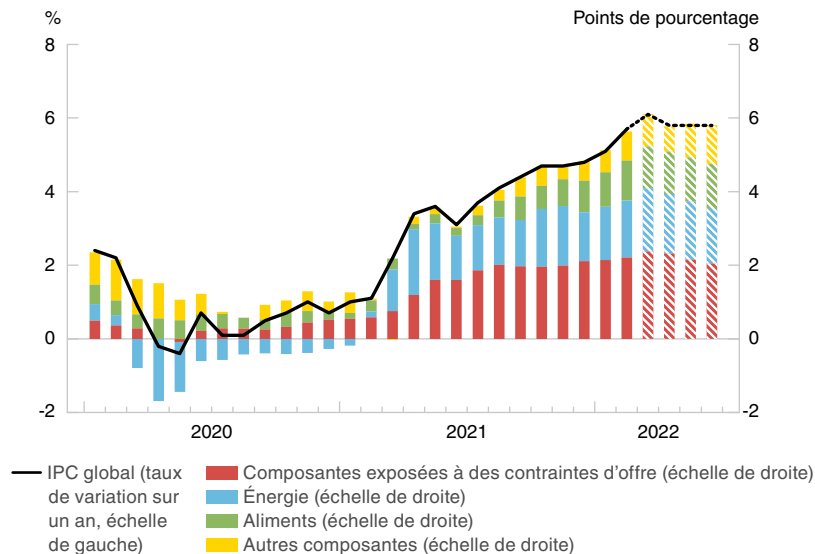
Les prix élevés de l'énergie et des aliments devraient faire monter l'inflation mesurée par l'IPC à un peu moins de 6 % durant la première moitié de 2022 (**graphique 10**). L'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une augmentation des prix des produits de base, que les ménages canadiens constatent à l'achat d'essence et de mazout. Les répercussions sur les coûts du blé, du maïs et du soja feront aussi grimper les prix des aliments au cours des trimestres à venir, ce qui viendra s'ajouter aux incidences de la sécheresse de l'an passé et des goulots d'étranglement du côté de l'offre.

Les contraintes d'offre répandues, combinées à une demande mondiale et intérieure vigoureuse, contribuent également à l'augmentation des prix de nombreux biens et services (**encadré 4**). Par conséquent, les pressions sur les prix se généralisent, comme en témoigne le fait qu'environ les deux tiers des composantes de l'IPC dépassent 3 % (**graphique 11**).

Les mesures de l'inflation fondamentale continuent d'augmenter parallèlement à l'accroissement des pressions inflationnistes. L'IPC-tronc, l'IPC-méd et l'IPC-comm se situent ainsi à 4,3 %, 3,5 % et 2,6 %, respectivement (**graphique 12**). Ces augmentations reflètent des pressions plus généralisées sur les prix et cadrent avec une économie qui entre dans une phase de demande excédentaire.

Graphique 10 : Les prix des aliments et de l'énergie ainsi que les contraintes d'offre font monter l'inflation

Contribution à l'inflation mesurée par l'IPC, en points de pourcentage, données mensuelles



Nota : Les « composantes exposées à des contraintes d'offre » incluent les véhicules automobiles, les biens durables et semi-durables, les boissons alcoolisées achetées en magasin, et les coûts de réparation et de remplacement liés aux logements.

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

Dernières valeurs du graphique : juin 2022

Encadré 4

Déterminants intérieurs et mondiaux de l'inflation au Canada

En février 2022, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint son plus haut niveau depuis 30 ans, soit 5,7 % sur un an. Cette poussée d'inflation tient à des facteurs mondiaux, comme la forte demande et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, ainsi qu'à des facteurs intérieurs. Comprendre l'influence de ces facteurs permet de mieux évaluer le temps durant lequel ces pressions inflationnistes pourraient demeurer élevées et l'orientation à donner à la politique monétaire canadienne.

L'inflation des biens a atteint 7,6 % en février, un taux deux fois supérieur à celui de l'inflation des services. Les prix du pétrole sont fixés sur les marchés mondiaux, et la transmission de leurs variations aux prix de l'essence au Canada est généralement rapide et importante. Les prix des aliments sur le marché canadien sont aussi touchés car ils sont liés aux prix agricoles mondiaux ainsi qu'à l'état des cultures au pays et aux contraintes d'offre locales. L'inflation énergétique et l'inflation alimentaire, qui s'établissent respectivement à 24 et 7,4 %, contribuent à hauteur d'environ 2,5 points de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC.

Les prix des biens durables ont aussi augmenté rapidement (**graphique 4-A**). Les pénuries de puces à semi-conducteurs freinent la production et font monter les prix des véhicules automobiles, ce qui constitue clairement un choc d'offre mondial. Dans

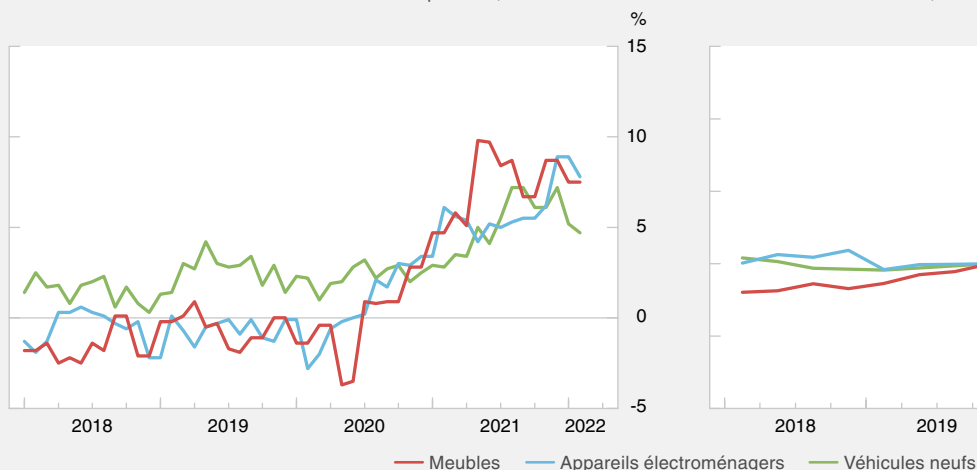
d'autres marchés de biens durables, la forte demande mondiale est un facteur important, auquel s'ajoutent des problèmes d'approvisionnement. Citons par exemple les meubles et les électroménagers qui, ensemble, représentent pratiquement 3 % du panier de l'IPC. Les prix de ces biens ont bondi, tout comme les ventes.

Les prix des services, par contre, dépendent pour beaucoup de facteurs intérieurs. Bien que l'inflation dans ce secteur soit nettement plus faible que dans celui des biens, elle a aussi augmenté. Le coût de remplacement par le propriétaire a enregistré la hausse la plus rapide, augmentant à un rythme de près de 13 % (**graphique 4-B**). Les prix des intrants de construction, comme le bois d'œuvre et le cuivre, résultent certes de facteurs mondiaux, mais le logement est aussi influencé par les conditions de l'offre et de la demande intérieures. Celles-ci sont déterminées, pour ce qui est de la demande, par la croissance démographique, les taux d'emprunt historiquement bas et une préférence plus marquée pour les logements plus spacieux. S'ajoutent à cela des contraintes d'offre, comme les pénuries de main-d'œuvre et, dans certains cas, la disponibilité limitée des terrains. La vigueur du renchérissement des logements se fait aussi sentir sur le taux de croissance des loyers, qui a monté à plus de 4 %.

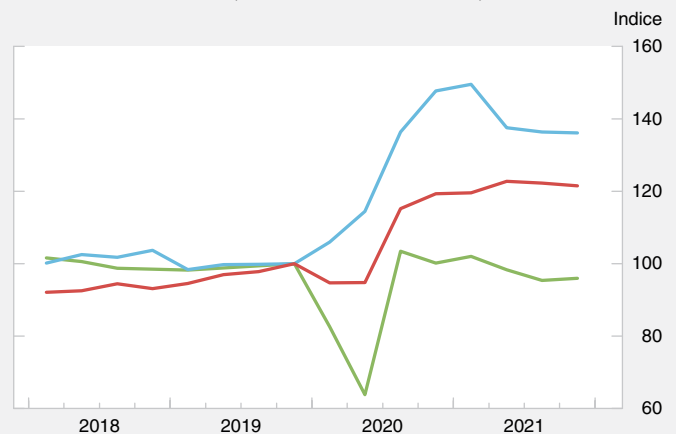
Les prix d'autres services augmentent cependant plus lentement. Par exemple, le rythme de croissance dans
(suite à la page suivante)

Graphique 4-A : Les prix des biens durables et les dépenses témoignent de l'interaction entre les contraintes d'approvisionnement et la forte demande

a. Taux de variation sur un an de l'inflation mesurée par l'IPC, données mensuelles



b. Consommation nominale, base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : février 2022 (inflation mesurée par l'IPC);
2021T4 (consommation)

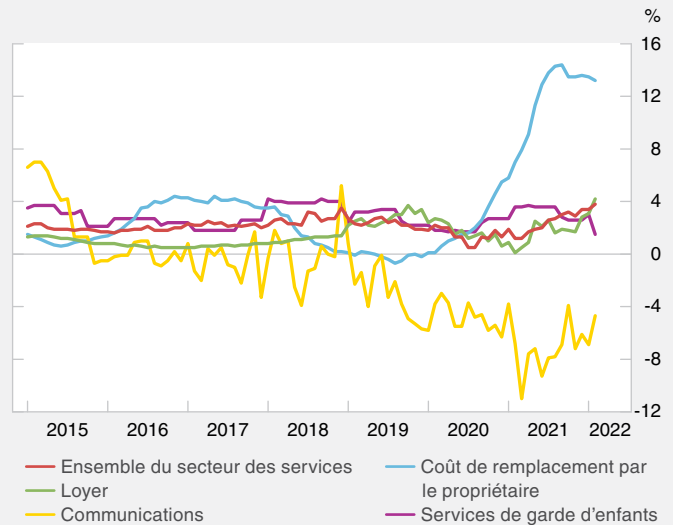
Encadré 4 (suite)

les services de garde d'enfants et les services de soins personnels est respectivement de moins de 2 % et de 3 %, car l'évolution des prix dans ces catégories reflète surtout les pressions qui s'exercent sur les salaires intérieurs. Dans d'autres catégories, comme les communications, les prix ont baissé malgré des dépenses réelles plus élevées, ce qui s'explique par la numérisation continue.

En somme, la hausse de l'inflation est essentiellement tirée par l'augmentation des prix de biens qui s'échangent sur les marchés internationaux. Celle-ci tient autant à la conjoncture mondiale qu'à la situation économique au pays. Des pressions d'origine purement intérieure se font sentir sur les prix des services. C'est ce qu'on observe du côté du coût de remplacement par le propriétaire, des loyers ainsi que dans d'autres catégories de services en raison de l'apparition d'une demande excédentaire dans l'économie.

Graphique 4-B : L'inflation a augmenté dans le secteur des services et reste soutenue par la forte hausse du coût de remplacement par le propriétaire

Taux de variation sur un an de l'inflation mesurée par l'IPC, données mensuelles



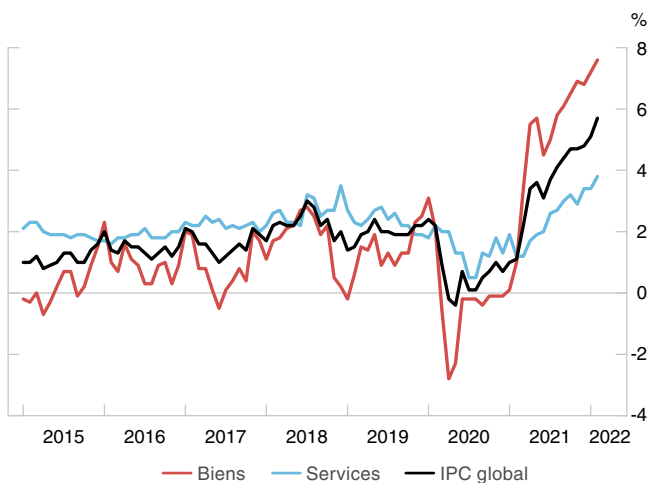
Sources : Statistique Canada
et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2022

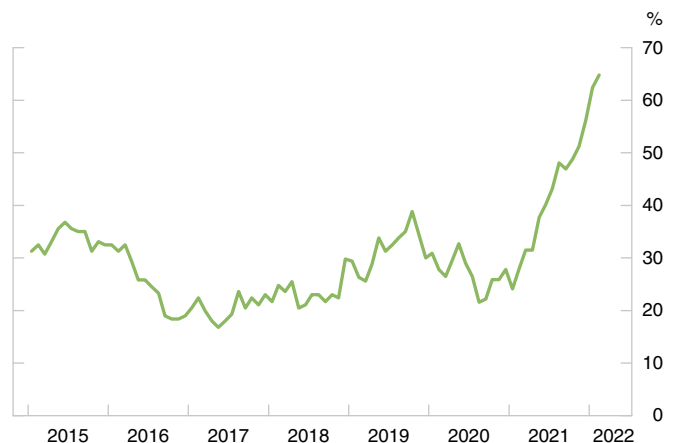
Graphique 11 : Les pressions sur les prix se généralisent

Données mensuelles

a. Hausse des prix des biens et services mesurée par l'IPC, taux de variation sur un an



b. Part des composantes de l'IPC dont la croissance est supérieure à 3 % sur un an

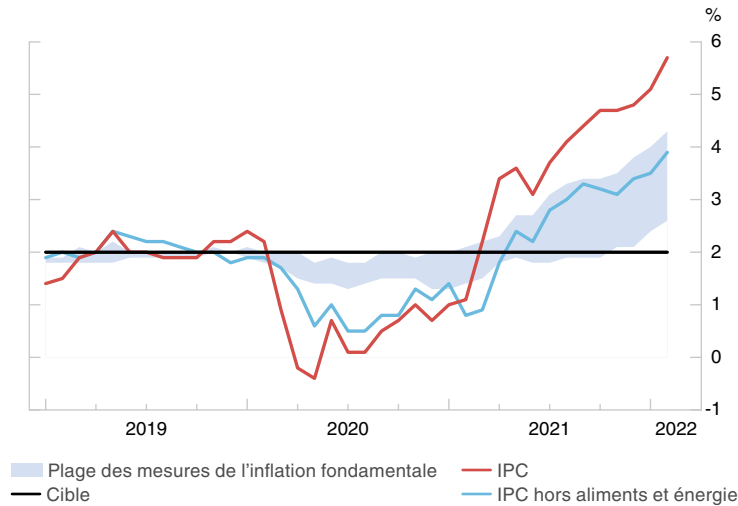


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2022

Graphique 12 : Les mesures de l'inflation ont poursuivi leur ascension

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2022

Forte croissance de l'économie et recul de l'inflation

La croissance économique devrait atteindre 4¼ % en 2022, puis se modérer pour s'établir à un rythme encore solide de 3¼ % en 2023, appuyée par la vigueur de la demande intérieure et des exportations. La Banque s'attend à ce que les conditions tendues du marché du travail et l'amélioration des termes de l'échange accroissent le revenu global et la richesse totale. Le revenu plus élevé et l'utilisation d'une partie de l'épargne accumulée durant la pandémie favoriseront les dépenses au pays. En outre, une augmentation de la production potentielle alimentera aussi la progression de la demande et du revenu intérieurs.

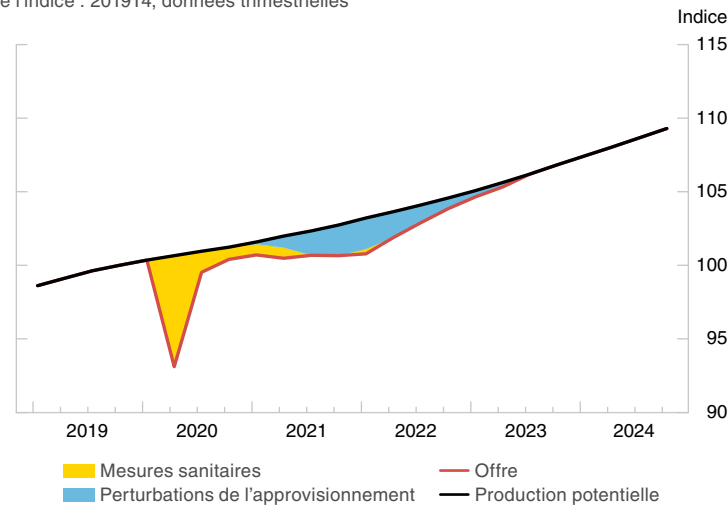
Les restrictions et les problèmes d'offre liés à la pandémie ont pesé sur la production. Comme l'emploi a progressé plus rapidement que la production, la croissance de la productivité a été faible. Toutefois, les restrictions sanitaires ont maintenant été levées en grande partie et les perturbations de l'offre devraient se résorber graduellement d'ici le milieu de 2023 (**graphique 13**). À mesure que les précautions prises en raison de la pandémie et les ruptures d'approvisionnement diminueront, le PIB devrait croître plus rapidement que l'emploi et la production par travailleur devrait augmenter.

Conjuguée à la fermeté des investissements des entreprises et à une immigration plus importante, cette amélioration de la productivité du travail devrait accélérer la progression de l'offre, la faisant passer d'à peu près 1¾ % cette année à environ 3¼ % en 2023 (voir l'**annexe** à la page 33). Cela permettra une expansion robuste de l'économie, accompagnée d'une inflation à la baisse.

On s'attend à ce que les taux d'intérêt plus élevés au Canada et la normalisation des politiques monétaires à l'échelle du globe ralentissent la progression de la demande intérieure. La croissance du PIB et celle de l'offre ralentiront toutes deux pour s'établir autour de 2¼ et 2½ %, respectivement, en 2024.

Graphique 13 : Les perturbations de l'approvisionnement devraient se dissiper graduellement d'ici la mi-2023

Base 100 de l'indice : 2019T4; données trimestrielles



Nota : Les « perturbations de l'approvisionnement » incluent les effets à court terme sur l'offre des perturbations des chaînes d'approvisionnement et des problèmes d'appariement sur le marché du travail. Les « mesures sanitaires » incluent aussi les effets sur l'offre des absences au travail liées à la COVID-19. L'« offre » correspond à la production potentielle et tient compte des facteurs temporaires. Voir l'**encadré 2** pour des précisions.

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

Une expansion soutenue par une forte progression de la consommation

La création d'emplois et l'utilisation d'une partie de l'épargne accumulée durant la pandémie appuieront la progression de la consommation (**graphique 14**). La levée des restrictions sanitaires devrait en outre entraîner un redressement prolongé des dépenses en services pour lesquels la distanciation est difficile au cours de la deuxième moitié de 2022. Par la suite, la consommation de ces services augmentera à un rythme plus lent, mais encore solide, à mesure que les précautions prises en raison de la pandémie diminueront.

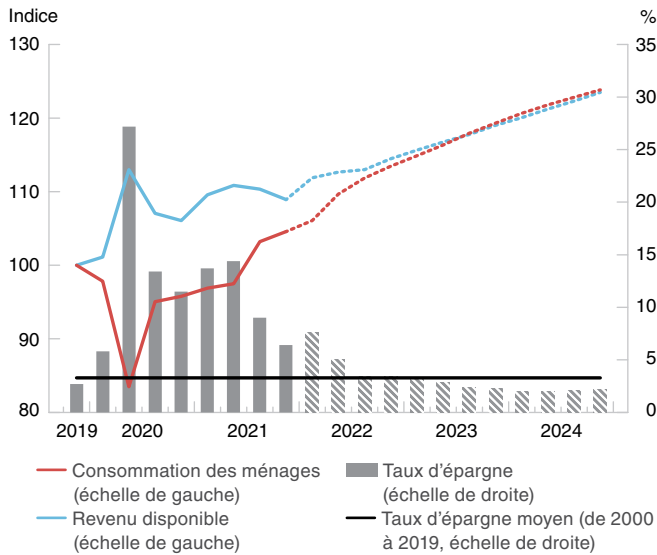
La Banque s'attend en revanche à ce que la consommation globale de biens augmente à un rythme plus modéré. Durant la période de projection, la consommation de biens et de services commencera donc à retrouver un équilibre plus proche de ce qu'il était avant la pandémie. La croissance de la consommation ralentira pour la plupart des biens, mais les achats de véhicules automobiles devraient grimper à mesure que les problèmes d'offre seront résolus dans ce secteur.

L'activité sur le marché du logement devrait diminuer par rapport à son niveau actuel, mais rester élevée, étant soutenue par la croissance démographique. On s'attend à ce que les reventes se modèrent avec l'augmentation des taux d'emprunt et la diminution de la demande de logements plus spacieux attribuable à la pandémie. En même temps, le désengorgement des chaînes d'approvisionnement devrait stimuler la construction, puisqu'il sera plus facile de se procurer des matériaux. L'expansion de l'offre, jumelée au ralentissement de la demande, devrait aider à rééquilibrer les marchés du logement au fil du temps et à modérer la progression des prix des maisons.

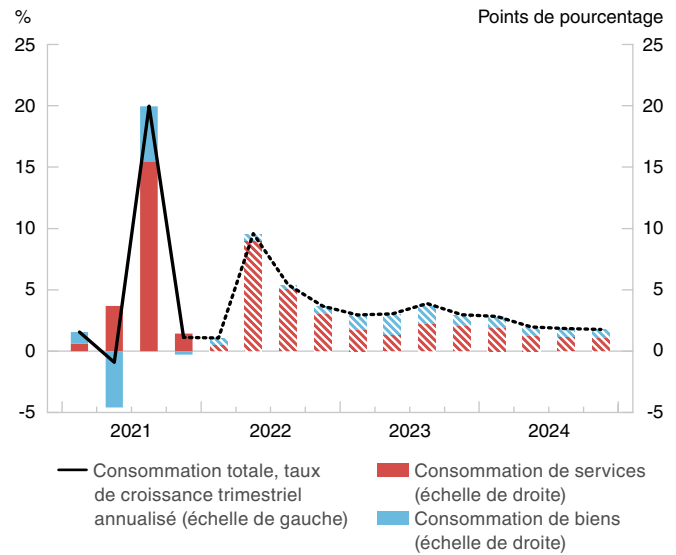
Graphique 14 : La croissance de la consommation devrait être forte

Données trimestrielles

a. Données nominales; base 100 de l'indice : 2019T4 (consommation et revenu)



b. Contribution à la croissance de la consommation réelle



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

Croissance robuste des exportations

Les exportations devraient enregistrer une robuste progression en 2022 et 2023, sous l'effet des prix élevés des produits de base et de la solide demande étrangère jumelée à la diminution des contraintes d'offre (**graphique 15**). Plus tard dans la période de projection, cette progression devrait se poursuivre, mais à un rythme plus lent.

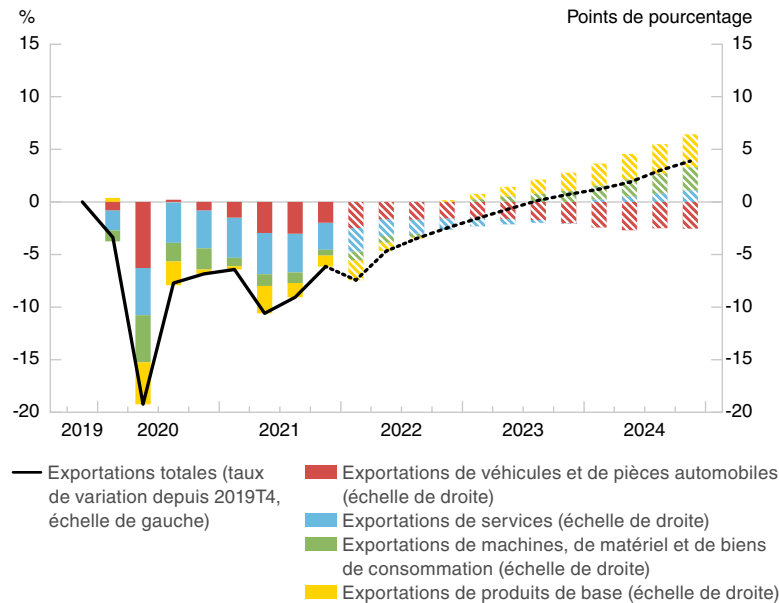
Les prix élevés de l'énergie et l'augmentation des capacités de transport devraient se traduire par une vive croissance des exportations d'énergie. On s'attend à ce que les producteurs canadiens utilisent pleinement leurs capacités de production et de transport actuelles pour stimuler les exportations d'énergie en 2022. Le renforcement de la capacité de transport du pétrole brut par pipeline et chemin de fer, notamment l'achèvement prévu du projet d'expansion du pipeline Trans Mountain, soutiendra la croissance plus tard au cours de la période de projection.

Les exportations de biens hors énergie devraient progresser à un rythme vigoureux, profitant de la dissipation graduelle des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. Les exportations de véhicules automobiles devraient toutefois stagner après le deuxième trimestre de 2022 en raison des problèmes d'approvisionnement, avant de diminuer plus tard au cours de la période de projection du fait de la restructuration du secteur. On s'attend à ce que les exportations et importations de services se raffermissent à mesure que les voyages reprendront, mais il faudra vraisemblablement du temps pour qu'elles se redressent complètement vu la lente reprise du tourisme international.

Les importations de biens seront soutenues par la forte demande intérieure ainsi que par la volonté des entreprises d'investir et de reconstituer leurs stocks à mesure que les problèmes d'approvisionnement se résorberont.

Graphique 15 : La solide demande étrangère et les prix élevés des produits de base devraient soutenir la reprise des exportations

Contribution à l'écart entre les exportations totales réelles et leur niveau du quatrième trimestre de 2019, en points de pourcentage, données trimestrielles



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

Redressement des investissements des entreprises après les creux enregistrés durant la pandémie

La Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises progressent fortement (**graphique 16**). Les prix élevés de l'énergie devraient entraîner une croissance robuste des investissements dans le secteur pétrolier et gazier. L'accès à un approvisionnement fiable en énergie est une préoccupation accrue à l'échelle mondiale qui devrait également profiter aux producteurs canadiens. Les investissements seront cependant bridés par des pénuries de main-d'œuvre ainsi que par l'incertitude persistante entourant la demande à long terme et la transition vers une économie à faibles émissions de carbone.

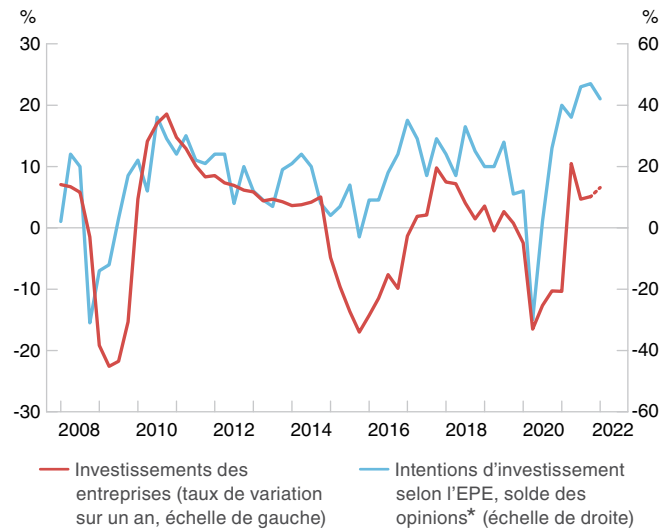
À l'extérieur du secteur pétrolier et gazier, les investissements seront soutenus par la forte demande, la diminution graduelle des contraintes d'offre et l'amélioration de la confiance des entreprises. Les perspectives cadrent avec les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, la plupart des répondants ayant fait part de leur intention de dépenser plus en machines et matériel. Ces intentions d'investissement étaient près du plus haut sommet recensé dans l'enquête. Davantage d'entreprises ont également indiqué qu'elles comptaient investir dans des technologies numériques et l'automatisation pour améliorer leur productivité, compte tenu de la situation tendue du marché du travail et de la hausse du coût des intrants.

On prévoit que les investissements en stocks contribueront à la croissance en 2022 et 2023, puisque les entreprises – en particulier les détaillants – reconstitueront leurs stocks à la suite des pénuries liées à la pandémie.

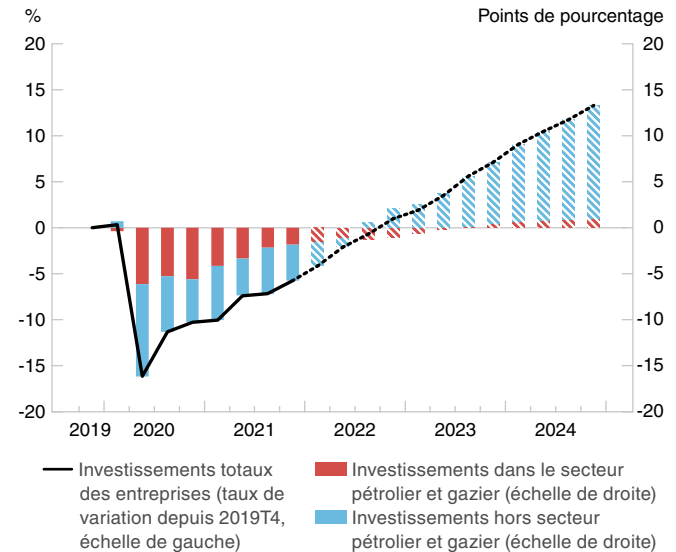
Graphique 16 : On s'attend à une forte croissance des investissements des entreprises

Données trimestrielles

a. Investissements des entreprises, et intentions d'investissement en machines et matériel selon l'EPE



b. Contribution à l'écart entre les investissements réels totaux des entreprises et leur niveau du quatrième trimestre de 2019, en points de pourcentage



* D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises (EPE), pourcentage des entreprises qui prévoient d'augmenter leurs investissements en machines et matériel au cours des douze prochains mois, diminué du pourcentage de celles qui envisagent de les réduire.

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

Dernière observation : 2022T1 (enquête sur les perspectives des entreprises)
Dernières valeurs de la figure a : 2022T1 (investissement des entreprises)

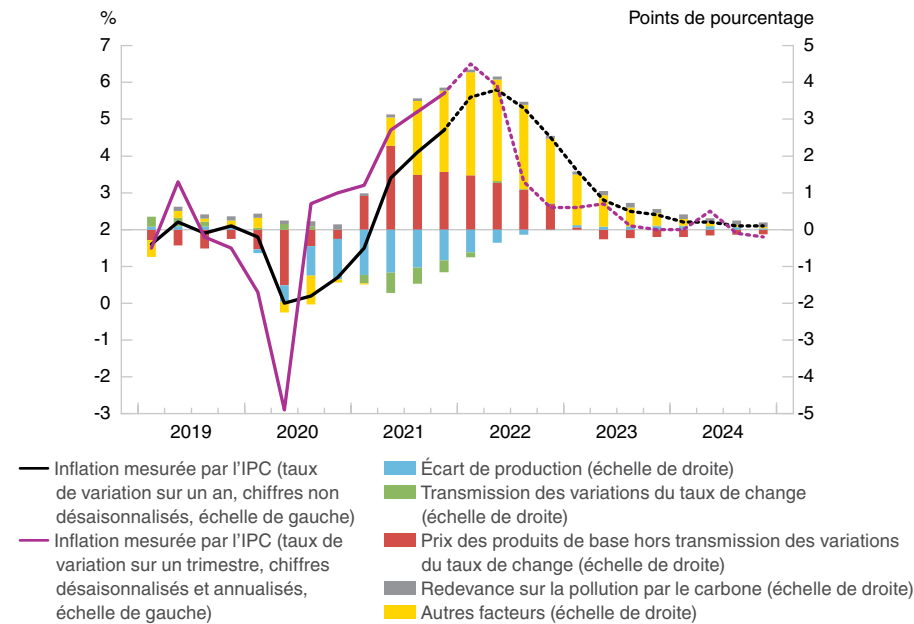
L'inflation mesurée par l'IPC devrait reculer par rapport au sommet atteint au deuxième trimestre

L'inflation mesurée par l'IPC devrait diminuer au cours de la période de projection, à mesure que les effets des prix élevés de l'énergie et des perturbations de l'approvisionnement se résorberont et que le resserrement de la politique monétaire freinera la demande (**graphique 17**).

En supposant que les prix du pétrole reculeront après le deuxième trimestre de 2022, l'effet stimulant des prix plus élevés de l'essence devrait s'estomper rapidement dans les prochains trimestres. On s'attend aussi à ce que les pressions à la hausse engendrées par les problèmes d'approvisionnement se dissipent au cours de 2023. Cela cadre avec l'hypothèse selon laquelle la hausse des prix des biens exposés aux contraintes d'offre ne s'inversera pas. L'allègement attendu des pressions sur l'inflation se traduit dans la dynamique des taux d'inflation trimestriels annualisés de 2022, qui passent de quelque 6 % au deuxième trimestre à environ 2½ % au quatrième. On prévoit que l'inflation sur un an avoisinera 5¾ % au deuxième trimestre de 2022, puis qu'elle descendra aux alentours de 2½ % dans la deuxième moitié de 2023. Elle devrait ensuite s'établir à la cible de 2 % en 2024.

Graphique 17 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser à mesure que les effets des perturbations de l'approvisionnement et des prix élevés de l'énergie s'atténueront et que la détente monétaire sera réduite

Contribution à l'écart entre le taux d'inflation sur un an et la cible de 2 %, données trimestrielles



Nota : Les « autres facteurs » comprennent notamment les effets sur l'inflation des différentes perturbations liées à l'approvisionnement, comme l'incidence des pénuries de semi-conducteurs sur les prix des véhicules automobiles, des difficultés d'expédition sur les prix des biens, et des mauvaises conditions météorologiques sur les prix des aliments. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

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

Les attentes d'inflation ont augmenté à court terme, mais demeurent stables à long terme

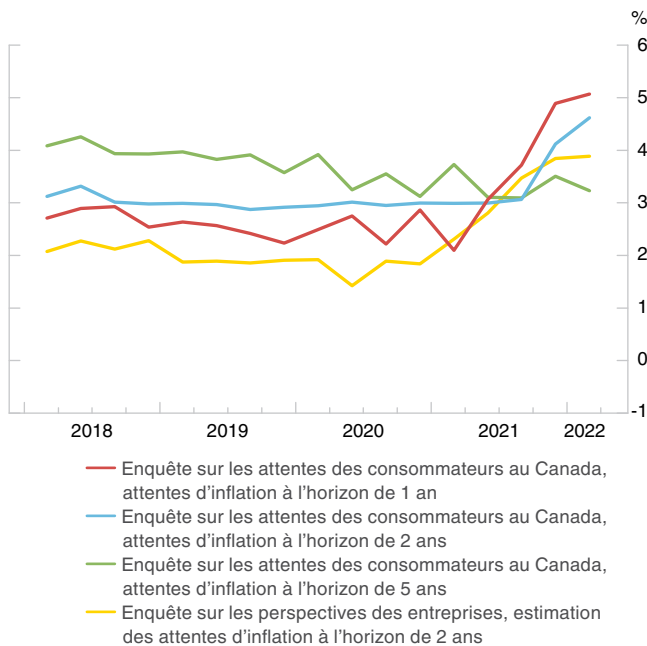
L'inflation est au-dessus de 3 % depuis le deuxième trimestre de 2021. Lorsqu'on ajoute à cela les prévisions pour la période de projection, elle devrait avoir dépassé pendant deux ans la limite supérieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. La possibilité qu'une inflation élevée et persistante influe sur les attentes à long terme suscite des préoccupations, puisque ces attentes sont un facteur déterminant de l'inflation future.

Les attentes d'inflation des consommateurs à l'horizon d'un an ont augmenté (**graphique 18**). Les indications sur l'évolution des attentes d'inflation à l'horizon de deux ans sont contradictoires : les attentes des prévisionnistes demeurent relativement stables, tandis que celles des consommateurs et des entreprises ont sensiblement augmenté. La plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises et à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada menées au premier trimestre de 2022 estiment que l'inflation sera bien supérieure à 3 % en moyenne pendant les deux prochaines années.

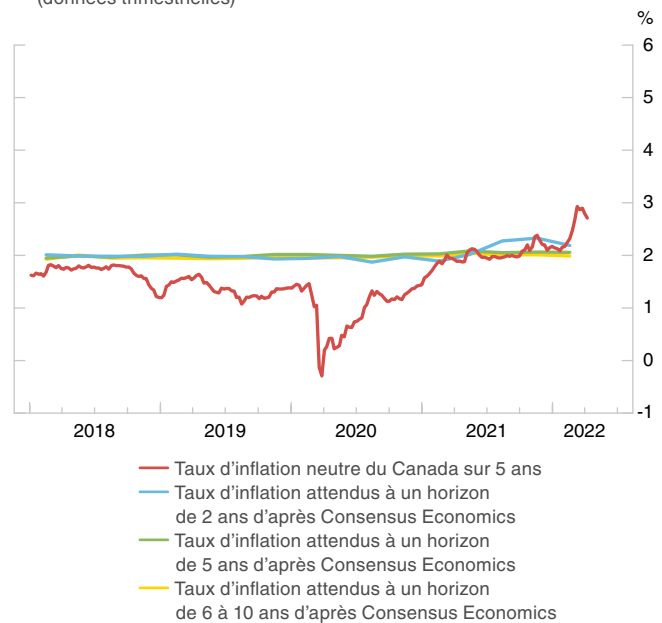
Le niveau actuellement élevé de l'inflation n'a cependant pas entraîné de hausse des attentes formulées dans les enquêtes à des horizons plus éloignés. La plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation se situera près de la cible de 2 % dans trois ans en raison de l'amélioration de la situation des chaînes

Graphique 18 : Les attentes d'inflation sont à la hausse pour le court terme, mais plus stables à plus long terme

a. Attentes d'inflation selon l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada et l'enquête sur les perspectives des entreprises



b. Taux d'inflation neutre du Canada (moyenne hebdomadaire des données quotidiennes) et taux d'inflation attendus par Consensus Economics (données trimestrielles)



Nota : L'estimation des attentes d'inflation à l'horizon de 2 ans selon l'enquête sur les perspectives des entreprises se fonde sur les réponses des entreprises participantes à la question « Au cours des deux prochaines années, le taux annuel d'augmentation de l'indice des prix à la consommation devrait se situer... ». Les répondants peuvent choisir l'une des fourchettes de valeurs préétablies et ajouter une estimation ponctuelle. Dans les cas où seule une fourchette est sélectionnée, c'est le point médian de celle-ci qu'on utilise si elle est fermée. Si elle est ouverte, on prend la moyenne des taux attendus par les autres entreprises qui ont choisi la même fourchette. Le taux d'inflation neutre du Canada sur cinq ans correspond à l'écart entre les rendements d'obligations à rendement nominal et à rendement réel assorties de la même échéance et émises par le gouvernement du Canada. Le taux d'inflation neutre indique la trajectoire que devrait suivre l'inflation d'après les participants au marché, mais il est aussi influencé par les fluctuations des primes de risque d'inflation et de liquidité. Consensus Economics fournit des prévisions d'inflation sur un horizon de cinq ans auxquelles s'ajoute une prévision d'inflation pour les cinq années qui suivent. Ces prévisions sont transformées en prévisions fondées sur un horizon fixe (deux et cinq ans) en fonction de la moyenne pondérée.

Sources : Bloomberg Finance L.P., Consensus Economics, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : janvier 2022 (Consensus Economics); 2022T1 (enquête sur les perspectives des entreprises et enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); 8 avril 2022 (taux d'inflation neutre)

d'approvisionnement et des mesures attendues de la Banque à l'égard des taux d'intérêt. Les attentes d'inflation des consommateurs et des prévisionnistes à l'horizon de cinq ans demeurent aussi relativement stables².

Le taux d'inflation neutre sur cinq ans a augmenté et approche 3 %. À ce niveau, le taux d'inflation neutre sur cinq ans est compatible avec une hausse de l'inflation à court terme suivie d'une baisse vers la cible de 2 %. Il semble ainsi indiquer que les attentes d'inflation à long terme cadrent avec la projection de la Banque.

² Dans les enquêtes sur les attentes d'inflation des ménages, il est courant de constater que le niveau absolu est supérieur à la cible d'inflation. C'est donc le changement d'orientation qui importe le plus. Voir par exemple C. D. Carroll (2003), « Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, p. 269-298.

Évolution du bilan de la Banque du Canada

Depuis novembre 2021, la Banque est dans la phase de réinvestissement. Ainsi, elle achète des obligations du gouvernement du Canada uniquement pour remplacer celles qui viennent à échéance. Cela nécessite des achats d'environ 4 à 5 milliards de dollars par mois sur les marchés primaire et secondaire.

En mettant fin à la phase de réinvestissement et en amorçant le resserrement quantitatif, la Banque cessera d'acquérir des obligations du gouvernement du Canada. Dès lors, les obligations du gouvernement qui arriveront à échéance ne seront pas remplacées lorsqu'elles sortiront du bilan de la Banque. La taille de celui-ci diminuera donc au fil du temps, environ 40 % des obligations du gouvernement du Canada détenues par la Banque venant à échéance dans les deux prochaines années.

Le niveau à long terme des soldes de règlement sera plus élevé qu'avant la pandémie. Cette situation s'explique par divers facteurs, dont la préférence maintenant affichée par les investisseurs pour des actifs sûrs et liquides, les changements apportés aux systèmes de paiement canadiens, et les exigences réglementaires qui favorisent une plus grande utilisation des dépôts de banques centrales.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les perturbations attribuables à la pandémie de COVID-19 se sont atténuées, mais l'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie est une nouvelle source majeure d'incertitude. Le commerce mondial est perturbé, la confiance est en déclin, et les marchés financiers sont en proie à la volatilité. De plus, la situation tragique en Ukraine fait craindre une escalade du conflit et des risques pour l'intégration économique mondiale.

Une résolution rapide du conflit aurait une incidence positive sur la croissance mondiale et atténuerait les pressions inflationnistes. À l'inverse, sa prolongation ou son aggravation aurait pour conséquence de miner la confiance, d'intensifier la pression sur les chaînes d'approvisionnement et de faire grimper l'inflation.

En ce qui concerne la COVID-19, une plus grande immunité de la population a permis la levée des restrictions sanitaires et la réouverture des économies dans la plupart des pays du monde. La probabilité d'un autre ralentissement économique important a diminué, mais le virus continue de circuler et de muter. Même sans recrudescence des cas, la réouverture d'une économie reste un processus complexe, et les contraintes généralisées du côté de l'offre sont toujours présentes.

Certains des risques décrits dans les rapports précédents ont été pris partiellement en compte dans la projection. Par exemple, le scénario de référence intègre des perturbations plus persistantes du côté de l'offre et une révision à la hausse de l'investissement résidentiel.

Mis à part la pandémie et la guerre en Ukraine, la Banque perçoit plusieurs risques, tant à la hausse qu'à la baisse, entourant les perspectives d'inflation. La Banque juge qu'ils sont relativement équilibrés. Néanmoins, les risques à la hausse sont davantage préoccupants, car l'inflation est très élevée. Tant que l'inflation n'aura pas diminué considérablement, il existe un risque élevé que la population canadienne commence à croire qu'elle restera élevée à long terme. Une hausse des attentes d'inflation pourrait, à son tour, mener à une croissance plus généralisée des coûts de main-d'œuvre et des pressions inflationnistes, et exercer ainsi une influence durable sur l'inflation.

Parmi l'ensemble des risques pris en compte, la Banque présente ici une sélection de risques considérés comme les plus importants pour l'évolution projetée de l'inflation.

1) Goulots d'étranglement du côté de l'offre et pressions sur les coûts plus persistants (↑)

Des perturbations comme la propagation des variants du coronavirus pourraient peser davantage sur les activités de fabrication et de transport, occasionnant ainsi des pénuries persistantes de biens et de main-d'œuvre. En particulier, certains pays qui ont connu des taux d'infection relativement bas à ce jour, comme la Chine, pourraient faire l'objet de confinements plus fréquents et généralisés. Une guerre prolongée en Ukraine pourrait aussi créer de nouveaux goulots d'étranglement du côté de l'offre ou aggraver ceux qui existent déjà. Au fil du temps, face aux perturbations à répétition de leurs activités, des entreprises pourraient apporter des ajustements à leurs chaînes d'approvisionnement par des moyens qui pourraient faire augmenter les coûts. Des pénuries de main-d'œuvre plus persistantes pourraient aussi entraîner une hausse des salaires beaucoup plus rapide que la croissance de la productivité. Conjugués, ces effets engendreraient des pressions inflationnistes plus marquées et durables.

2) Renversement de la croissance des prix des biens (↓)

Dans le scénario de référence, la Banque suppose que la forte hausse du niveau des prix des biens durables observée depuis le début de la pandémie sera persistante. Cependant, au fur et à mesure que les chaînes d'approvisionnement seront plus fluides, les prix de ces biens pourraient diminuer. De plus, les prix du pétrole et les coûts de transport pourraient diminuer de manière plus abrupte, ou la consommation de biens pourrait ralentir plus rapidement que ce qui est postulé dans la projection. Si cela se produisait, l'inflation se révélerait moins élevée que prévu.

3) Dépenses des ménages plus élevées au Canada (↑)

Dans sa projection, la Banque maintient une certaine prudence en ce qui concerne la consommation. Toutefois, une plus grande diminution de l'incertitude liée à la pandémie pourrait raviver la confiance davantage que prévu. Les ménages pourraient ainsi dépenser une plus grande partie de leur épargne accumulée. La consommation et l'investissement résidentiel seraient alors plus soutenus que prévu et contribueraient à intensifier les pressions inflationnistes.

4) Détérioration marquée des conditions financières mondiales (↓)

Les niveaux d'endettement à l'échelle mondiale, les valorisations boursières et les pressions inflationnistes sont tous élevés. Ces éléments, conjugués à la réduction des mesures de soutien, pourraient donner lieu à une diminution de l'appétit pour le risque et à un resserrement marqué des conditions financières mondiales. Cette situation limiterait l'accès au crédit des pays émergents vulnérables ou d'autres emprunteurs fortement endettés. De plus, les efforts de la Chine pour contrer les vulnérabilités et orchestrer un atterrissage en douceur de son secteur immobilier pourraient peser plus que prévu sur les marchés financiers. De tels chocs pourraient avoir des retombées négatives sur l'économie mondiale et se traduiraient, pour l'économie canadienne, par un resserrement marqué des conditions financières, une baisse des exportations, un affaiblissement des prix des produits de base et une détérioration des termes de l'échange.

Annexe : La production potentielle et le taux d'intérêt neutre

La production potentielle au Canada et à l'échelle mondiale devrait se raffermir au cours de la période de projection (**tableau A-1**). Depuis la publication du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2021, la Banque a revu son estimation de la croissance de la production potentielle au Canada à la baisse pour 2021 et à la hausse pour la période allant de 2022 à 2024.

La fourchette estimative du taux d'intérêt nominal neutre au Canada a été revue à la hausse de 25 points de base par rapport à l'évaluation d'avril 2021. Cette hausse tient compte à la fois d'un taux neutre mondial plus élevé et des perspectives plus favorables pour la production potentielle³.

Une modeste augmentation de la croissance de la production potentielle mondiale

La Banque s'attend à ce que la croissance de la production potentielle mondiale continue de se rétablir de la pandémie et passe de 2,7 % en 2021 à 2,9 % au cours des trois années suivantes (**tableau A-1**). La reprise est observée dans l'ensemble des régions, sauf en Chine où la croissance de la production potentielle devrait encore se modérer en raison surtout du vieillissement de la population et de l'accumulation moins rapide du capital. Aux États-Unis, la croissance de la production potentielle devrait augmenter, passant de 1,3 % en 2021 à 1,8 % en 2024. Cette augmentation est principalement attribuable à un assouplissement des restrictions d'immigration et à une accélération de la croissance de la productivité tendancielle du travail, tandis que les effets de la pandémie s'estompent et que les entreprises investissent dans les technologies numériques et novatrices.

Par rapport à l'évaluation d'avril 2021, la croissance de la production potentielle mondiale est légèrement moins élevée pour la période de projection. Ce changement traduit les révisions à la baisse de la production potentielle en Chine, aux États-Unis et dans les pays émergents, qui sont compensées en partie par les révisions à la hausse pour d'autres régions.

³ Pour plus de renseignements, voir G. Faucher, C. Hajzler, M. Kuncil, D. Matveev, Y. Park et T. Taskin (2022), *Production potentielle et taux neutre au Canada : réévaluation de 2022*, document d'analyse du personnel n° 2022-3, Banque du Canada; et K. Boutilier, T. Carter, X. S. Chen, E. Ekanayake, L. Poirier, P. Shannon, A. Uppal et L. Xiang (2022), *Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale et du taux neutre aux États-Unis : avril 2022*, document d'analyse du personnel n° 2022-4, Banque du Canada.

Tableau A-1 : Croissance projetée de la production potentielle

	Croissance projetée* (en pourcentage)				
	2020	2021	2022	2023	2024
Canada					
Excluant les effets temporaires de la pandémie	1,5 (1,4)	1,3 (1,5)	1,7 (1,3)	2,0 (2,0)	2,3 (2,2)
Incluant les effets temporaires de la pandémie	-1,0 (-1,1)	2,3 (3,7)	1,7 (1,6)	3,3 (2,0)	2,5 (2,2)
Monde	2,4 (2,3)	2,7 (2,7)	2,9 (3,0)	2,9 (3,0)	2,9
États-Unis	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,6 (1,8)	1,7 (1,8)	1,8
Zone euro	1,0 (0,9)	1,2 (1,1)	1,4 (1,2)	1,3 (1,1)	1,1
Japon	0,5 (0,5)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,8 (0,7)	0,8
Chine	5,5 (5,5)	5,5 (5,5)	5,2 (5,4)	5,1 (5,4)	4,9
Pays émergents importateurs de pétrole†	2,6 (2,5)	3,1 (3,2)	3,4 (3,8)	3,7 (3,8)	3,7
Autres pays‡	1,4 (1,3)	1,7 (1,5)	1,9 (1,8)	1,8 (1,9)	1,8

* Les taux estimés en avril 2021 sont indiqués entre parenthèses.

† 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, d'Europe et d'Afrique – comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud –, et de nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

‡ Le groupe « Autres pays » comprend des 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

Un renforcement de la croissance de la production potentielle au Canada

Au Canada, on anticipe une baisse de la croissance de la production potentielle, incluant les effets de facteurs temporaires, de 2,3 % en 2021 à 1,7 % en 2022 en raison des problèmes persistants dans les chaînes d'approvisionnement⁴. La croissance de la production potentielle devrait ensuite remonter pour atteindre 2,7 % en moyenne de 2023 à 2025. La résolution des perturbations de l'approvisionnement, conjuguée à une plus forte croissance démographique du fait des niveaux accrus d'immigration, explique une bonne partie du redressement prévu.

Par rapport à l'évaluation d'avril 2021, la croissance de la production potentielle (incluant les facteurs temporaires) a été revue à la baisse de 1,4 point de pourcentage pour 2021 et à la hausse d'en moyenne 0,6 point de pourcentage pour 2022 à 2024 (**tableau A-2**).

La révision à la baisse pour 2021 reflète essentiellement les pressions attribuables aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales qui se sont révélées au cours de l'année et qui devraient rester élevées durant la première moitié de 2022, avant de s'atténuer peu à peu. La reprise plus rapide que prévu du marché du travail et les séquelles moins importantes attendues de la pandémie de COVID-19 sur ce marché contribuent aux révisions à la hausse du facteur travail tendanciel de 2022 à 2024.

4 Dans le présent *Rapport*, la Banque utilise aussi le terme « offre » pour désigner la production potentielle incluant les effets de facteurs temporaires. Pour des précisions, voir l'**encadré 2**.

Tableau A-2 : Projections de la production potentielle par rapport aux estimations d'avril 2021

Taux annuels (%)

	Incluant les facteurs temporaires			Excluant les facteurs temporaires		
	Croissance annuelle	Fourchette de croissance	Révisions du niveau de la production potentielle (%)	Croissance annuelle	Croissance du facteur travail tendanciel	Croissance de la productivité tendancielle du travail
2021	2,3 (3,7)	2,1-2,5	-1,2	1,3 (1,5)	0,5 (0,4)	0,8 (1,1)
2022	1,7 (1,6)	1,3-2,3	-1,1	1,7 (1,3)	1,2 (0,7)	0,5 (0,7)
2023	3,3 (2,0)	2,9-3,9	0,2	2,0 (2,0)	1,1 (0,7)	0,9 (1,3)
2024	2,5 (2,2)	2,3-2,9	0,5	2,3 (2,2)	1,2 (0,7)	1,1 (1,4)
2025	2,3	2,1-2,6	-	2,3	1,1	1,2

Nota : Les estimations de la croissance de la production potentielle excluant les facteurs temporaires font abstraction des effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des problèmes d'appariement sur le marché du travail, et des mesures sanitaires. Les taux estimés en avril 2021 sont indiqués entre parenthèses. Les chiffres ayant été arrondis, la somme des éléments peut ne pas correspondre au total indiqué. La fourchette de la croissance de la production potentielle correspond à l'étendue méthodologique déduite des scénarios de risque présentés dans G. Faucher, C. Hajzler, M. Kuncl, D. Matveev, Y. Park et T. Taskin (2022), *Production potentielle et taux neutre au Canada : réévaluation de 2022*, note analytique du personnel n° 2022-3, Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

Une forte incertitude entoure la production potentielle, car certaines de ses composantes sont inobservables et difficiles à prévoir. Pour tenir compte de cette incertitude, on établit une fourchette autour des estimations médianes. Les prévisions relatives à la production potentielle sont sujettes à des risques haussiers et baissiers. En particulier, l'invasion de l'Ukraine par la Russie pourrait avoir une incidence plus importante que prévu sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et ainsi peser encore davantage sur la croissance de la production potentielle.

Les restrictions en matière de voyages à l'étranger et les exigences de quarantaine toujours en vigueur dans de nombreux pays pourraient continuer de compliquer l'atteinte des cibles d'immigration du Canada, ce qui représente un risque à la baisse pour la croissance du facteur travail tendanciel. En revanche, les réfugiés ukrainiens, qui sont pour l'instant surtout en Europe, pourraient être plus nombreux que prévu à vouloir immigrer au Canada, ce qui est susceptible de renforcer la production potentielle.

Un taux d'intérêt neutre plus élevé

La Banque estime que le taux nominal neutre au Canada se situe actuellement dans une fourchette allant de 2 à 3 %, soit 25 points de base de plus que l'évaluation d'avril 2021⁵. Ce mouvement à la hausse tient compte à la fois de la révision du taux neutre des États-Unis (décrit ci-dessous) et des principaux facteurs intérieurs, y compris la plus forte croissance du facteur travail tendanciel et de la production tendancielle à long terme⁶.

Le Canada étant une petite économie ouverte, son taux neutre est lié au taux neutre mondial, que la Banque établit en utilisant une estimation du taux neutre américain. À l'heure actuelle, la Banque estime que le taux nominal neutre des États-Unis se situe dans une fourchette allant de 2 à 3 %,

⁵ Contrairement à l'évaluation de la production potentielle, l'évaluation du taux d'intérêt neutre de la Banque est effectuée seulement dans une optique prospective. Par conséquent, elle vise à établir une estimation du niveau du taux neutre qui soit cohérente avec les perspectives actuelles à moyen et à long terme du personnel de la Banque plutôt qu'avec une trajectoire historique complète.

⁶ Pour plus de renseignements, voir G. Faucher, C. Hajzler, M. Kuncl, D. Matveev, Y. Park et T. Taskin (2022), *Production potentielle et taux neutre au Canada : réévaluation de 2022*, document d'analyse du personnel n° 2022-3, Banque du Canada.

c'est-à-dire 25 points de base de plus que l'évaluation fournie en avril 2021⁷. Cette hausse est grandement attribuable au fait qu'on prévoit maintenant une incidence moins marquée, à moyen terme, de la récession engendrée par la pandémie de COVID-19 sur les inégalités de revenu aux États-Unis par rapport aux estimations d'avril 2021.

⁷ Pour plus de renseignements, voir K. Boutilier, T. Carter, X. S. Chen, E. Ekanayake, L. Poirier, P. Shannon, A. Uppal et L. Xiang (2022), *Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale et du taux neutre aux États-Unis : avril 2022*, document d'analyse du personnel n° 2022-4, Banque du Canada.