



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 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

Juillet 2022

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
Messages clés.....	1
L'économie mondiale	3
Les prix de l'énergie demeurent élevés	4
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport d'avril</i>	5
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection.....	6
À l'échelle mondiale, l'inflation est élevée et généralisée	7
Les conditions financières mondiales sont plus tendues	8
Un vif ralentissement met fin à la croissance robuste de l'économie américaine.....	8
La guerre cause des perturbations et l'inflation monte en zone euro.....	9
La Chine subit les effets des confinements	10
De multiples vents contraires soufflent sur les pays émergents	10
L'économie canadienne	11
L'inflation mesurée par l'IPC atteint son plus haut niveau en quarante ans.....	12
Les attentes d'inflation sont plus élevées et dispersées.....	14
Les conditions financières se resserrent	16
La croissance devrait être plus faible au troisième trimestre	16
L'économie canadienne affiche une demande excédentaire	19
La demande devrait ralentir et l'offre augmenter.....	21
L'inflation devrait être plus basse à la fin de 2022 et à la cible à la fin de 2024.....	22
L'activité dans le secteur du logement devrait reculer de façon importante.....	23
La croissance de la consommation devrait être plus modeste	23
La croissance des exportations devrait se modérer	24
Les investissements des entreprises s'annoncent robustes	25
Les risques entourant les perspectives d'inflation	27
Autres risques.....	28
Encadré 3 : Scénario avec une spirale des salaires et des prix.....	29
Annexe : Les principaux facteurs derrière les erreurs dans les prévisions d'inflation	31
Les chocs mondiaux sont à l'origine de la plupart des erreurs.....	32
La reprise plus rapide que prévu au Canada est une autre source d'erreurs.....	34

Vue d'ensemble

L'inflation a continué de monter rapidement partout dans le monde, surtout en raison des hausses des prix de l'énergie et de l'alimentation. Les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement mondiales persistent et, combinés à la forte demande, ils ont donné lieu à une généralisation des pressions sur les prix.

La croissance mondiale ralentit en raison de l'agression de l'Ukraine par la Russie et des perturbations que subissent encore les chaînes d'approvisionnement. De plus, l'inflation élevée et le resserrement monétaire que connaissent beaucoup de pays commencent à modérer la demande.

Au Canada, grâce à la levée de la plupart des restrictions sanitaires, l'activité économique a enregistré un fort rebond dans les secteurs des services où la distanciation est difficile. Comme le reste de l'économie a maintenant plus que regagné le terrain perdu pendant la pandémie, la demande excédentaire est manifeste. Même si l'inflation élevée au pays est en grande partie due à des facteurs internationaux, les pressions qui proviennent de la demande intérieure s'accroissent, et celles qui s'exercent sur les prix se sont généralisées.

En réponse à l'inflation élevée et à la hausse des attentes d'inflation, la Banque du Canada relève ses taux d'intérêt. Cela aura pour résultat de modérer les emprunts, les dépenses et la progression de la demande, d'aider à ancrer les attentes d'inflation et, ultimement, de réduire les pressions inflationnistes.

Messages clés

- L'inflation continue de monter, et les pressions sur les prix se généralisent. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) se situera en moyenne près de 8 % aux deuxième et troisième trimestres de 2022. Des enquêtes révèlent que les attentes d'inflation à l'horizon de deux ans ont augmenté chez les consommateurs et les entreprises.
- L'économie canadienne surchauffe, et les marchés du travail sont tendus. Le taux de chômage est à un creux record, tandis que la croissance des salaires est stimulée par les pénuries de main-d'œuvre généralisées et les nombreux postes vacants. En raison de la forte demande des consommateurs, les entreprises répercutent la hausse de leurs coûts d'intrants et de main-d'œuvre sur leurs prix de vente.

- Vu la modération de la croissance mondiale et les taux d'intérêt plus élevés qui réduisent les dépenses intérieures, l'expansion économique au Canada devrait ralentir et atteindre un rythme de 3½ % en 2022, de 1¾ % en 2023 et de 2½ % en 2024. L'offre pourra ainsi se rééquilibrer avec la demande, ce qui réduira les pressions inflationnistes au pays.
- On s'attend à ce que les pressions intérieures sur les prix s'atténuent, à ce que les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement mondiales se résolvent graduellement et à ce que les prix de l'énergie diminuent. L'inflation au pays devrait baisser pour s'établir à environ 3 % d'ici la fin de 2023 et retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2024.
- La Banque s'efforce de prévenir le risque que l'inflation élevée s'enracine parce que, si ce risque venait à se matérialiser, il faudrait des taux d'intérêt encore plus élevés pour rétablir la stabilité des prix, et l'économie en serait davantage affaiblie.

L'économie mondiale

L'économie mondiale fait face à de multiples vents contraires. L'inflation est élevée à l'échelle du globe et elle continue d'augmenter, en raison surtout de la flambée des prix de l'énergie et des aliments. Les problèmes d'approvisionnement accentuent les pressions inflationnistes, alors que la demande se redresse par rapport aux bas niveaux atteints durant la pandémie. Selon les estimations, l'activité économique mondiale aurait diminué au deuxième trimestre de 2022, à cause de la guerre en Ukraine et du confinement imposé dans certaines grandes villes de Chine pour limiter la propagation de la COVID-19. On estime également que l'expansion de la demande intérieure privée aux États-Unis a nettement ralenti. De nombreuses banques centrales resserrent leur politique monétaire pour contrer les pressions inflationnistes de plus en plus généralisées. Les conditions financières se sont donc durcies, ce qui pèse sur la croissance mondiale.

La croissance devrait rebondir au troisième trimestre avec l'assouplissement des restrictions en Chine, mais les taux d'intérêt plus élevés et la guerre en Ukraine vont continuer de freiner l'activité. Selon les prévisions de la Banque, la croissance mondiale devrait se modérer pour avoisiner 3¼ % en 2022 et 2 % en 2023 – soit un rythme plus lent que celui projeté dans le *Rapport* d'avril –, du fait surtout du resserrement des politiques monétaires (**tableau 1** et **encadré 1**). Elle devrait ensuite se renforcer pour atteindre 3 % en 2024, une fois que la guerre n'aura plus autant d'effet sur la croissance.

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 (5,7)	1,9 (2,8)	1,1 (1,9)	1,1 (1,5)
Zone euro	12	5,3 (5,3)	2,7 (3,0)	1,0 (2,3)	2,5 (2,6)
Japon	4	1,7 (1,7)	1,5 (2,0)	2,3 (2,5)	1,5 (1,3)
Chine	18	8,1 (8,1)	3,6 (4,3)	5,4 (4,9)	5,2 (5,0)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	8,6 (8,5)	4,5 (4,2)	1,5 (2,2)	3,2 (3,5)
Autres pays§	16	5,1 (5,0)	2,7 (2,4)	0,6 (1,0)	2,8 (3,0)
Monde	100	7,0 (7,0)	3,3 (3,5)	2,0 (2,5)	3,0 (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

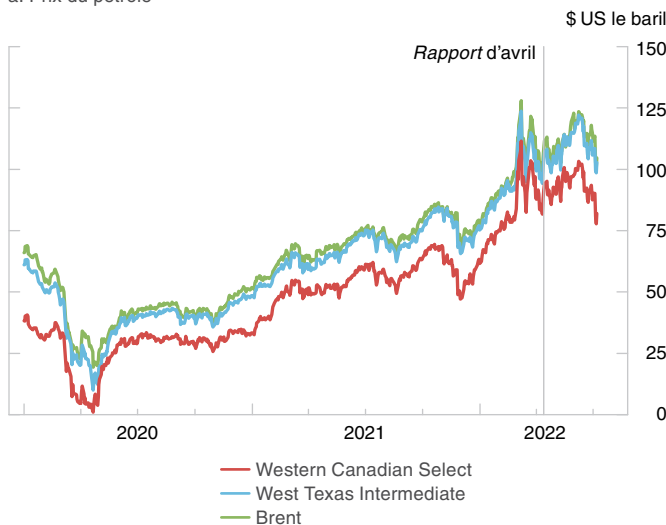
Les prix de l'énergie demeurent élevés

Les prix de l'énergie restent volatils (**graphique 1**). Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les cours du pétrole brut Brent ont fluctué entre 100 et 125 \$ US le baril environ. De façon plus générale, les prix du pétrole ont baissé au début du mois de mai, la demande chinoise s'étant contractée après l'imposition de nouvelles mesures visant à freiner la COVID-19.

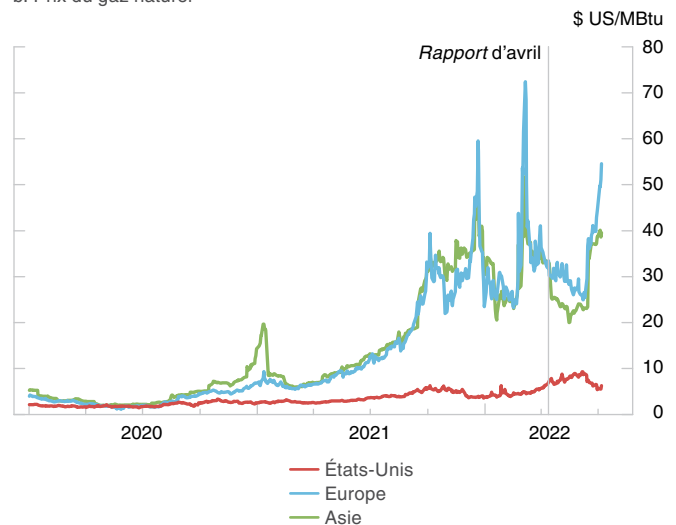
Graphique 1 : Les prix de l'énergie restent volatils

Données quotidiennes

a. Prix du pétrole



b. Prix du gaz naturel



Nota : Les données des prix du pétrole du 20 avril 2020 sont exclues, car des perturbations sur le marché à terme du pétrole ont entraîné ce jour-là des valeurs négatives d'environ -48 \$ US pour le Western Canadian Select et -38 \$ US pour le West Texas Intermediate. Pour toutes les autres dates, les données sur les prix sont incluses dans le graphique. Les prix du gaz naturel en Europe, exprimés en euros par mégawattheure, sont convertis en dollars américains par million d'unités thermiques britanniques (MBtu). Le prix de référence pour les États-Unis est le prix au carrefour Henry; pour l'Europe, celui du Title Transfer Facility néerlandais; et pour l'Asie, celui du Japan Korea Marker (gaz naturel liquéfié).

Sources : NYMEX et Intercontinental Exchange via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 7 juillet 2022

Encadré 1

Révisions des projections économiques depuis le *Rapport d'avril*

Perspectives du PIB mondial

La croissance projetée du produit intérieur brut (PIB) mondial a été nettement revue à la baisse depuis la parution du *Rapport d'avril*. Elle a été réduite d'environ ¼ de point de pourcentage en 2022, ½ point de pourcentage en 2023 et ¼ de point de pourcentage en 2024. Dans l'ensemble, le niveau du PIB devrait être d'à peu près ¾ % plus bas à la fin de 2024.

Voici les facteurs qui ont motivé ces révisions à la baisse des perspectives :

- On s'attend maintenant à un resserrement de la politique monétaire tant dans les économies avancées qu'émergentes pendant la période de projection, en raison de l'inflation plus forte qu'anticipé. Les conditions du crédit se sont également resserrées davantage qu'escompté.
- On prévoit aussi une réduction des dépenses publiques aux États-Unis, à cause notamment du ralentissement des dépenses d'infrastructure.
- Les perspectives de croissance de l'économie chinoise pour 2022 ont été revues à la baisse, parce que les mesures sanitaires liées à la COVID-19 qui touchent des grandes villes ont été maintenues plus longtemps que prévu.

Perspectives du PIB canadien

La croissance du PIB a été fortement revue à la baisse pour 2022 et 2023, celle-ci devant s'établir respectivement à 3½ et 1¾ %. Cette révision se traduit par un retranchement d'environ ¾ de point de pourcentage pour 2022 et d'autour de 1½ point de pourcentage pour 2023. Pour 2024, la croissance a toutefois été revue à la hausse de ¼ de point de pourcentage et devrait se situer à 2½ %. Il résulte de ces révisions un PIB réel à peu près 1¾ % plus bas en 2024.

Voici les principaux facteurs qui ont contribué à la réduction du profil d'évolution du PIB :

- L'offre a été revue à la baisse sur la période de projection (**encadré 2**).
- L'inflation est plus élevée, les conditions financières sont plus tendues et la richesse des ménages a diminué. Par conséquent, les perspectives concernant les dépenses des ménages ont été revues à la baisse pour l'horizon de projection.
- Les effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur l'activité économique – en particulier dans le secteur manufacturier – durent plus longtemps que prévu.
- La demande étrangère a été revue à la baisse pour 2023 et 2024, en partie du fait du resserrement des conditions financières mondiales, ce qui entraîne un niveau plus faible des exportations et des investissements des entreprises.

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 avril. Les perspectives à ce chapitre ont été revues à la hausse de presque 2 points de pourcentage pour 2022, de 1,8 point de pourcentage pour 2023 et de 0,2 point de pourcentage pour 2024, pour s'établir à 7,2 %, 4,6 % et 2,3 %, respectivement. Ces révisions reflètent principalement des pressions inflationnistes plus persistantes et plus généralisées qu'on ne l'avait estimé. Elles s'expliquent également par les prix des produits de base plus élevés et les marges de raffinage de l'essence plus grandes qu'à l'habitude, de même que par des attentes d'inflation en hausse. En outre, les estimations supérieures de la demande excédentaire pour 2022 font monter les prévisions d'inflation pour 2022 et 2023.

Les préoccupations relatives à l'offre, notamment celles suscitées par l'embargo de l'Union européenne sur les importations de pétrole russe, ont ensuite fait remonter les prix. Au cours du dernier mois, les prix ont chuté en raison de la crainte d'un ralentissement marqué de la croissance mondiale.

Les prix du gaz naturel ont aussi été en proie à la volatilité. Ils restent élevés en Europe et en Asie à cause des inquiétudes entourant l'approvisionnement en gaz naturel provenant de la Russie, mais ils ont récemment reculé en Amérique du Nord. Les prix des produits raffinés, comme l'essence et le diesel, ont augmenté de façon disproportionnée par rapport à ceux du pétrole sous l'effet du faible niveau des stocks et de la capacité réduite de raffinage, ainsi que des perturbations liées à la guerre.

La Banque présume que le prix du baril de Brent baissera lentement pour s'établir à 100 \$ US d'ici la fin de 2024 (**encadré 2**). Elle estime que les prix du West Texas Intermediate et du Western Canadian Select suivront des trajectoires semblables en demeurant respectivement à 5 et 20 \$ US en dessous des cours du Brent. La Banque suppose ainsi que les effets des facteurs liés à la guerre sur les prix du pétrole diminueront progressivement.

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 toutefois à ce que les mesures soient allégées plus graduellement – et même resserrées périodiquement – au cours de 2022 et de 2023.
 - Au Canada, la plupart des restrictions sanitaires ont été levées. La Banque fait l'hypothèse que les effets de la pandémie sur la prudence affichée par les consommateurs et sur les voyages vont continuer de s'estomper au cours de l'horizon de projection.
 - L'information contenue dans l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux publiés est prise en compte dans la projection.
 - La Banque suppose que les prix du pétrole redescendront graduellement de leurs niveaux actuellement élevés au cours de la période de projection. Ainsi, le baril de Brent reste proche de 115 \$ US au troisième trimestre de 2022, avant de descendre aux alentours de 100 \$ 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 20 \$ US au-dessous du Brent, respectivement. Les cours du Brent et du WTI dépassent d'environ 10 \$ US le niveau postulé dans le *Rapport* d'avril. L'écart entre les prix du WTI et du WCS est 5 \$ US plus grand que prévu en avril, en raison d'une hausse généralisée de la prime de marché existante pour le pétrole léger (par rapport au pétrole lourd).
 - Par convention, la Banque ne fait pas de prévision sur le taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 78 cents américains
- durant la période de projection, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment et légèrement inférieur aux 79 cents américains postulés dans le *Rapport* d'avril.
- 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 pour tenir compte de la nature passagère d'une certaine diminution de l'offre causée par des facteurs liés à la pandémie, notamment les mesures sanitaires et les perturbations des chaînes d'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. Comme postulé dans le *Rapport* d'avril, le taux de croissance de la production potentielle (excluant les facteurs temporaires) devrait s'établir à environ 2 % en moyenne par année pour la période allant de 2022 à 2024.
 - Dans sa projection, la Banque suppose que des facteurs transitoires, comme les perturbations des chaînes d'approvisionnement, réduisent l'offre de biens et de services. Ces facteurs devraient avoir des répercussions maximales négatives de l'ordre de 2½ % sur le niveau de l'offre aux deuxième et troisième trimestres de 2022. On s'attend à ce que cet effet commence à s'atténuer au quatrième trimestre pour finalement disparaître après la période de projection. L'ampleur et la durée des effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement sont plus importantes qu'anticipé en avril, notamment en ce qui concerne les activités des entreprises.
 - Pour estimer la croissance totale de l'offre, on combine les estimations des effets temporaires de ces facteurs transitoires avec l'évaluation de la production potentielle. L'offre

(suite à la page suivante)

Encadré 2 (suite)

devrait augmenter à un rythme d'environ $\frac{3}{4}$ % en 2022 et d'approximativement $2\frac{3}{4}$ % en moyenne durant la période 2023-2024.

- Selon les estimations, le produit intérieur brut (PIB) a progressé à un rythme supérieur à celui de la production potentielle au deuxième trimestre de 2022, dans un contexte de perturbations des chaînes d'approvisionnement. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production (la différence entre le PIB et l'offre) était de l'ordre de 0,5 à 1,5 % au deuxième trimestre, donc encore plus en territoire positif que le niveau estimé pour le premier trimestre de 2022, qu'elle situe entre -0,25 et 0,75 %.

- 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 Canada, la projection repose sur l'hypothèse que le taux nominal neutre correspond au point milieu de la fourchette estimée de 2 à 3 %. Cette fourchette a été réévaluée dans le *Rapport* d'avril 2022.

Des risques tant à la hausse qu'à la baisse pèsent sur les perspectives d'évolution des prix du pétrole. La Russie pourrait faire l'objet d'autres sanctions pour avoir envahi l'Ukraine, réduisant possiblement davantage la production de pétrole russe. Cette situation aggraverait les pressions à la hausse qui s'exercent sur les prix du pétrole. À l'inverse, ces pressions pourraient diminuer si l'incertitude liée à la guerre se dissipait plus rapidement que prévu ou si la Russie exportait une plus grande part de sa production pétrolière vers l'Asie.

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, l'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a reculé d'environ 15 %. Les prix des métaux communs ont connu une forte baisse en raison des incertitudes entourant la demande mondiale, et plus particulièrement celle provenant de la Chine. Les prix du bois d'œuvre ont également chuté brusquement dans la foulée du repli de l'activité sur le marché du logement en Amérique du Nord. Les prix des produits agricoles ont diminué sous l'effet des conditions météorologiques favorables qui améliorent les perspectives de récoltes. Malgré leur baisse récente, les prix de la plupart des produits de base non énergétiques resteront vraisemblablement plus élevés qu'avant la pandémie durant la période de projection.

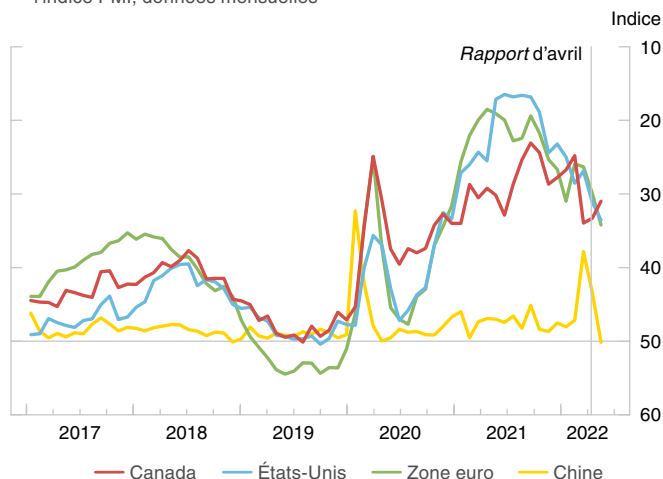
À l'échelle mondiale, l'inflation est élevée et généralisée

L'inflation est forte et s'étend à un plus grand nombre de biens et services dans la plupart des régions. Les attentes d'inflation à court terme sont élevées dans de nombreux pays. La flambée des prix de l'énergie et des aliments demeure un grand moteur de l'inflation. La forte demande se traduit par une généralisation des pressions inflationnistes, faisant que les prix élevés de l'énergie peuvent se répercuter également sur d'autres prix.

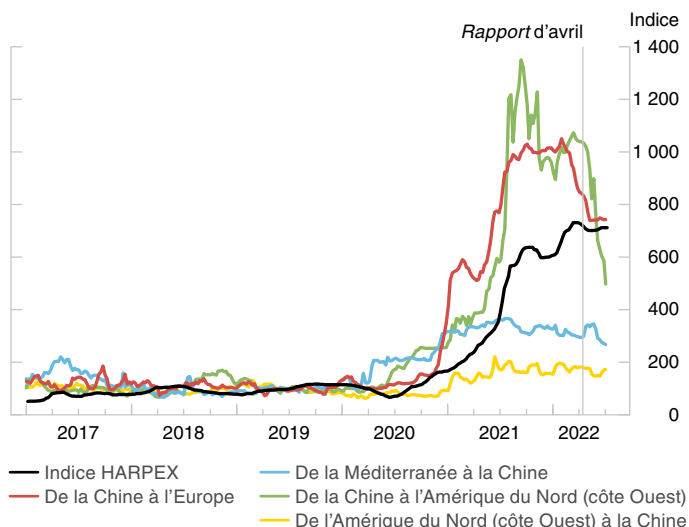
Les ruptures d'approvisionnement à grande échelle restent des sources importantes de pressions inflationnistes autour du globe. Les coûts d'expédition ont diminué et les délais de livraison des fournisseurs se sont un peu améliorés ces derniers mois (**graphique 2**), mais les confinements en Chine et la guerre en Ukraine ont causé de nouvelles perturbations de l'approvisionnement. La Banque suppose que les difficultés à ce chapitre s'atténueront dans le monde au cours de la prochaine année.

Graphique 2 : Les goulots d'étranglement du côté de l'offre se relâchent quelque peu

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 : S&P Global et indice HARPEX via Haver Analytics; indice Freightos Baltic via Bloomberg Finance L.P.

Dernières observations : juin 2022 (indice PMI); 8 juillet 2022 (indice HARPEX); 3 juillet 2022 (indice Freightos Baltic)

L'inflation devrait augmenter davantage et atteindre un sommet dans la plupart des régions au troisième trimestre de 2022. On s'attend à ce qu'elle diminue progressivement par la suite, du fait que, dans la projection, les effets des hausses passées des prix de l'énergie et des aliments se dissipent, les prix de l'énergie baissent, les problèmes d'approvisionnement s'atténuent et la demande ralentit.

Les conditions financières mondiales sont plus tendues

Depuis la parution du *Rapport d'avril*, les conditions financières mondiales se sont durcies. Les cours des actions ont baissé et les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont élargis (**graphique 3**). Pendant cette même période, les rendements des obligations d'État ont été très volatils partout dans le monde. En effet, ils ont tout d'abord augmenté avec la continuation du resserrement monétaire dans les pays avancés et émergents. Ceux à plus long terme ont quelque peu reculé ces dernières semaines en raison de préoccupations quant aux perspectives de croissance mondiale, mais ils demeurent plus élevés qu'en avril. Le dollar canadien s'est déprécié par rapport au dollar américain, mais pas autant que la plupart des autres monnaies.

Un vif ralentissement met fin à la croissance robuste de l'économie américaine

Du côté des États-Unis, l'économie fait face à une demande excédentaire et le marché du travail est tendu. Le nombre de postes vacants atteint presque des sommets historiques et le taux de chômage frôle son plus bas niveau en 40 ans. Les salaires ont progressé rapidement au cours de la dernière

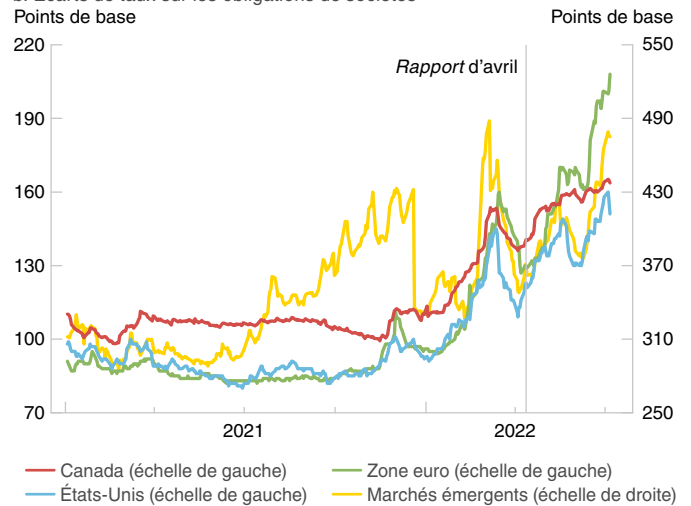
Graphique 3 : Les conditions financières se sont resserrées

Données quotidiennes

a. Cours des actions, base 100 de l'indice : 4 janvier 2021



b. Écarts de taux sur les obligations de sociétés
Points de base



Nota : Les écarts de taux aux États-Unis et dans les marchés émergents sont corrigés en fonction des clauses optionnelles et correspondent à la différence entre les rendements des obligations libellées en dollars américains et ceux des obligations du Trésor américain. Pour le Canada et la zone euro, les écarts sont calculés, respectivement, par rapport aux taux des obligations du gouvernement du Canada et des obligations du gouvernement allemand. Tous les rendements des obligations de sociétés sont fondés sur des obligations de bonne qualité, sauf en ce qui concerne les marchés émergents, car ceux-ci comportent un certain nombre d'obligations à rendement élevé.

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

Dernière observation : 7 juillet 2022

année, quoique pas assez pour suivre l'inflation. Cela dit, la consommation et l'activité sur le marché du logement se sont considérablement affaiblies ces derniers mois, du fait que la forte inflation et la trajectoire à la hausse des taux d'intérêt réduisent la demande.

Pour combattre l'inflation élevée, la Réserve fédérale a relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 150 points de base depuis le début de 2022. En juin, elle a aussi commencé à réduire la taille de son bilan – un processus appelé *resserrement quantitatif*.

Toujours aux États-Unis, la croissance économique est en voie d'atteindre un rythme d'environ 2 % en 2022, soutenue par la poursuite de la reprise et le fait que les ménages puisent dans l'épargne qu'ils ont accumulée durant la pandémie. On s'attend à ce que la consommation et les investissements des entreprises reculent à mesure que les effets des hausses de taux d'intérêt se feront sentir dans l'économie. La croissance du produit intérieur brut, elle, devrait se modérer pour s'établir aux alentours de 1 % en 2023 et 2024.

La guerre cause des perturbations et l'inflation monte en zone euro

La guerre en Ukraine et l'incertitude qu'elle entraîne pèsent lourdement sur l'économie de la zone euro. La flambée des prix de l'énergie et les perturbations des échanges commerciaux ralentissent la production. L'inflation élevée érode le pouvoir d'achat des ménages et mine la confiance des consommateurs. Face à cette situation, la Banque centrale européenne a mis fin aux achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs et annoncé son intention de relever ses taux d'intérêt directeurs au cours des prochains mois. Dans l'ensemble, la croissance devrait ralentir et voir

son rythme passer de 2¾ % en 2022 à 1 % en 2023. Elle devrait ensuite s'accélérer en 2024, à mesure que les effets de la guerre et des prix élevés de l'énergie s'estomperont.

La Chine subit les effets des confinements

Selon toute vraisemblance, l'économie chinoise se serait contractée au deuxième trimestre en raison des mesures strictes visant à contenir les éclosions de COVID-19. Les confinements imposés dans d'importants centres manufacturiers et de commerce ont temporairement freiné la production et les échanges, ajoutant aux problèmes qui affligent les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les restrictions de déplacement et la correction en cours du secteur immobilier pèsent sur la demande intérieure.

Les autorités ont mis en place plusieurs mesures pour stimuler la croissance, notamment une augmentation des dépenses en infrastructures, des baisses d'impôt ciblées et des taux hypothécaires réduits. Grâce à cela et au récent allègement des mesures de confinement, l'économie chinoise devrait rebondir au troisième trimestre de 2022. Toutefois, l'incertitude entourant les perspectives de croissance demeure élevée, vu la fragilité du secteur immobilier et le risque de reconfinements stricts s'il y avait une autre vague de cas de COVID-19.

De multiples vents contraires soufflent sur les pays émergents

La guerre en Ukraine, les prix élevés de l'énergie et – dans une moindre mesure – les confinements en Chine ralentissent l'expansion économique des pays émergents importateurs de pétrole, particulièrement en Europe et en Asie. Dans de nombreux pays émergents, le vif resserrement des conditions financières pèse aussi sur la demande intérieure. En conséquence, ces derniers devraient voir leur croissance se modérer en 2022 et 2023, puis s'accélérer en 2024, à mesure que les effets de ces vents contraires se dissipent.

L'activité dans le groupe « Autres pays » est entravée par le resserrement des conditions financières mondiales et la forte contraction de l'économie russe due aux sanctions économiques. Cela dit, les autres pays exportateurs de pétrole devraient, pour leur part, tirer de meilleurs revenus pétroliers.

L'économie canadienne

L'inflation continue de monter et de se propager au Canada, ce qui reflète les pressions généralisées qui s'exercent sur les coûts. Cette flambée est surtout attribuable à des facteurs mondiaux – dont les prix élevés de l'énergie, des aliments et des biens échangeables. La demande excédentaire au sein de l'économie canadienne joue aussi un rôle plus important. En effet, elle rend les entreprises plus susceptibles de répercuter les hausses de coûts sur les consommateurs, ce qui entraîne une généralisation des pressions inflationnistes.

Les entreprises et les consommateurs pensent de plus en plus que l'inflation sera plus élevée pendant plus longtemps, et ont davantage de doutes quant à la trajectoire future de l'inflation. Cela laisse entrevoir un risque croissant que la forte inflation s'enracine.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC se situera à environ 8 % en moyenne aux deuxième et troisième trimestres de 2022. Elle devrait ensuite ralentir pour s'établir autour de 3 % d'ici la fin de 2023 et retourner à la cible d'ici la fin de 2024. L'inflation diminuera à mesure que l'incidence des prix plus élevés de l'énergie se dissipera, que les problèmes d'approvisionnement s'atténueront, et que la politique monétaire au Canada et à l'étranger fera baisser la demande intérieure et extérieure. L'inflation est beaucoup plus élevée et persistante dans cette projection que dans celle du *Rapport* d'avril (voir l'**encadré 1**, à la page 5 et l'**annexe**, à la page 31).

La croissance a été robuste au cours de la dernière année, alors que l'économie canadienne se relevait des pires conséquences de la pandémie. Le dynamisme du marché du logement, les prix élevés des produits de base et l'assouplissement des restrictions sanitaires ont stimulé l'activité. Cependant, la croissance économique montre maintenant des signes d'essoufflement. Les effets des hausses de prix et de taux d'intérêt ont commencé à peser sur les dépenses des ménages. Le marché du logement, en particulier, est en train de ralentir de façon marquée.

Dans l'ensemble, la croissance économique devrait être forte et avoisiner 3½ % en 2022, puis se modérer pour se situer à environ 1¾ % en 2023 et 2½ % en 2024 (**tableau 2**). Le ralentissement attendu est en grande partie attribuable à l'impact de l'inflation élevée et des conditions financières plus tendues sur la consommation et l'activité dans le secteur du logement. Les perspectives de croissance plus faible de l'économie mondiale pèsent aussi sur les exportations et les investissements des entreprises. Pour ce qui est du Canada, la prévision pour 2022 et 2023 a été revue à la baisse par rapport à celle présentée dans le *Rapport* d'avril.

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

Points de pourcentage*

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

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

L'inflation mesurée par l'IPC atteint son plus haut niveau en quarante ans

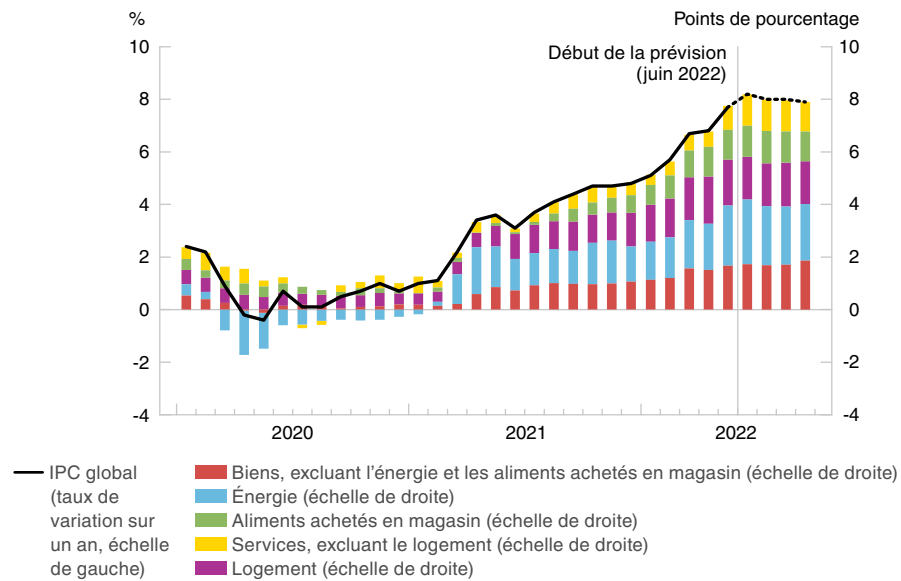
L'inflation mesurée par l'IPC a continué d'augmenter et la Banque s'attend maintenant à ce qu'elle atteigne environ 8 % au troisième trimestre de 2022 (**graphique 4**). Cette augmentation reste surtout liée à des facteurs mondiaux, dont l'invasion de l'Ukraine par la Russie qui a encore fait monter les prix des aliments et de l'essence. En outre, les prix des biens échangeables, y compris les frais de transport, continuent d'exercer des pressions sur les coûts à l'échelle mondiale.

Les conditions de la demande intérieure contribuent aussi à la forte inflation. Durant la pandémie, les préférences des consommateurs ont beaucoup changé; on les a vus se tourner vers les biens et les services à faible proximité physique. En plus des prix des biens qui ont été élevés, les prix des logements, y compris les loyers, ont monté en flèche au cours de la dernière année. Avec la récente levée des restrictions sanitaires, les prix des services pour lesquels la distanciation est difficile, comme l'hébergement des voyageurs, ont aussi grimpé.

Dans l'ensemble, la demande demeure robuste. Elle a permis à de nombreuses entreprises de hausser leurs prix et de répercuter les coûts plus élevés, attribuables notamment au récent pic des prix de l'énergie, sur les consommateurs. L'inflation s'est donc propagée; en effet, près des trois quarts des catégories de l'IPC affichent une croissance supérieure à 3 % et plus de la moitié montrent des augmentations de prix dépassant 5 % (**graphique 5**).

Graphique 4 : Les prix des logements, des aliments, de l'énergie et des biens font monter l'inflation

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

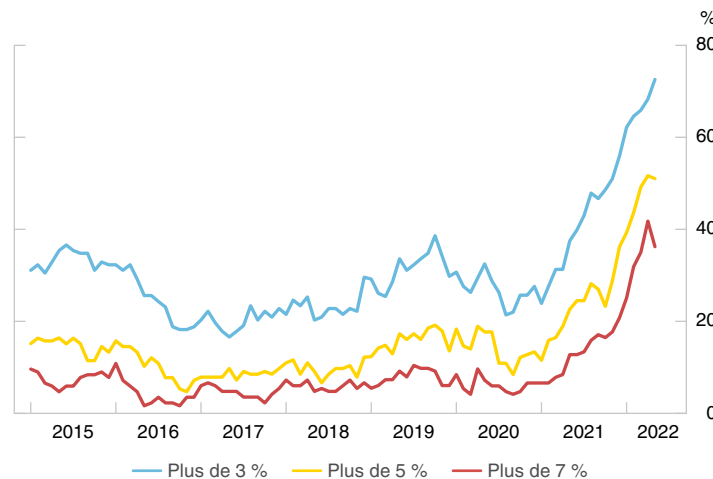


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : septembre 2022

Graphique 5 : Les pressions sur les prix sont généralisées

Part des composantes de l'IPC dont la croissance sur un an dépasse 3 %, 5 % et 7 %, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2022

Les mesures de l'inflation fondamentale ont encore augmenté depuis le *Rapport* d'avril. L'IPC-tronc, l'IPC-méd et l'IPC-comm se situent ainsi à 5,4 %, 4,9 % et 3,9 %, respectivement. L'accroissement de l'IPC-comm – dont le calcul repose davantage sur les services et les conditions au pays – reflète la demande excédentaire en hausse au Canada.

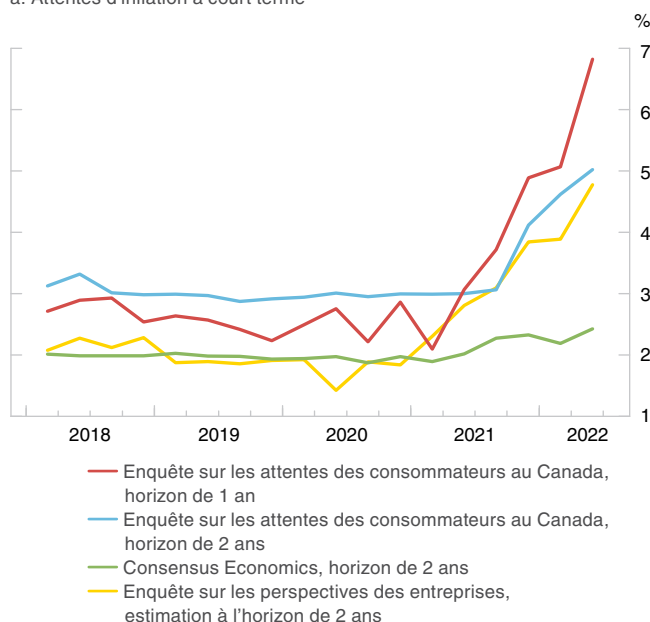
Les attentes d'inflation sont plus élevées et dispersées

Les attentes ont une incidence directe sur l'inflation parce que les entreprises les prennent en compte quand elles déterminent les salaires et les prix. Pour estimer les attentes d'inflation, la Banque se fonde sur les résultats de diverses enquêtes et sur des renseignements provenant du marché. Les enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises indiquent une augmentation de la médiane des attentes d'inflation pour les deux prochaines années (**graphique 6**). Les attentes des prévisionnistes à l'horizon de deux ans ont aussi augmenté, mais de manière beaucoup plus modeste que celles des ménages et des entreprises. Les résultats des enquêtes auprès des ménages et des entreprises montrent également que les attentes d'inflation sont plus largement distribuées parmi les répondants. En particulier, beaucoup de participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises du deuxième trimestre de 2022 – un nombre bien plus élevé que lors des enquêtes précédentes – pensent maintenant que l'inflation atteindra ou dépassera nettement 4 % au cours des deux prochaines années (**graphique 7**)¹. Ces résultats laissent entrevoir une incertitude accrue quant à la trajectoire future de l'inflation, ce qui accentue le risque de désancrage des attentes.

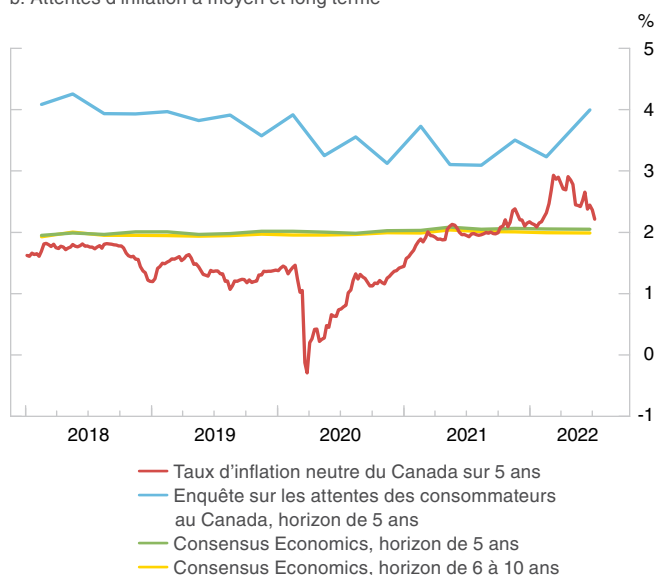
Graphique 6 : Les attentes d'inflation des consommateurs et des entreprises ont augmenté

Données trimestrielles et hebdomadaires

a. Attentes d'inflation à court terme



b. Attentes d'inflation à moyen et long terme



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 est une moyenne hebdomadaire des données quotidiennes. 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.

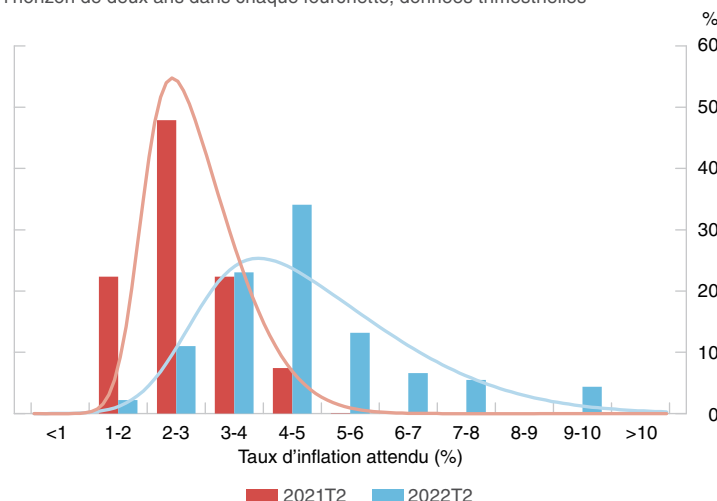
Sources : Bloomberg Finance L.P., Consensus Economics, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : avril 2022 (Consensus Economics); 2022T2 (enquête sur les perspectives des entreprises et enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); 8 juillet 2022 (taux d'inflation neutre)

¹ De plus, l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada montre que la distribution parmi les ménages participants s'est aussi élargie. Toutefois, la dispersion accrue du côté des ménages est moins nette que du côté des entreprises.

Graphique 7 : La distribution des attentes d'inflation s'est élargie et s'est orientée à la hausse

Pourcentage de répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant des attentes d'inflation à l'horizon de deux ans dans chaque fourchette, 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. Les courbes dans le graphique représentent des distributions normales asymétriques ajustées aux attentes d'inflation pour chaque trimestre.

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

Dernière observation : 2022T2

Les participants aux enquêtes continuent de déclarer que leurs attentes d'une inflation plus élevée s'expliquent surtout par des facteurs mondiaux. Toutefois, ils mentionnent de plus en plus des facteurs intérieurs, comme la forte demande et les pénuries de main-d'œuvre persistantes.

Les enquêtes montrent que les attentes d'inflation à des horizons plus éloignés ont augmenté, mais demeurent conformes aux niveaux prépandémie. Même si, selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les répondants pensent maintenant que l'inflation restera au-dessus de 2 % pendant plus longtemps, la majorité d'entre eux s'attendent encore à ce qu'elle retourne à la cible au cours des trois prochaines années. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché concordent également avec la cible d'inflation de la Banque. Le taux d'inflation neutre sur cinq ans a diminué récemment et avoisine 2¼ %. À ce niveau, ce taux est compatible avec une hausse de l'inflation à court terme suivie d'une baisse vers la cible de 2 %.

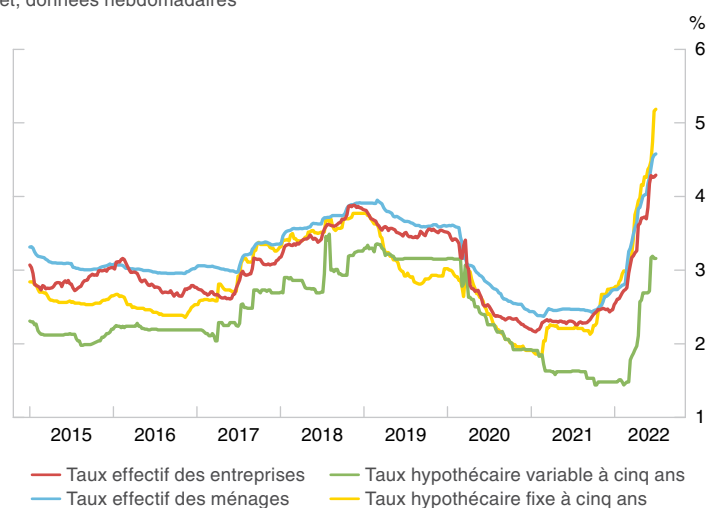
Les conditions financières se resserrent

La Banque a resserré sa politique monétaire pour réagir aux fortes pressions inflationnistes : elle a commencé à relever le taux directeur en mars et amorcé la phase de resserrement quantitatif le 25 avril².

Les taux directeurs plus élevés, les attentes de nouvelles majorations de taux de la part du marché et le resserrement quantitatif amorcé au Canada et ailleurs ont contribué aux hausses rapides des coûts d'emprunt des entreprises et des ménages (**graphique 8**). Les ménages cherchant à obtenir ou à renouveler un prêt hypothécaire doivent maintenant composer avec des taux fixes à cinq ans qui sont à leur plus haut niveau depuis 2010. Les résultats de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du deuxième trimestre de 2022 indiquent que ceux-ci entendent un accès au crédit plus difficile dans 12 mois.

Graphique 8 : Les taux d'emprunt des ménages et des entreprises ont monté en flèche

Taux d'intérêt, données hebdomadaires



Nota : Pour en savoir plus sur les taux d'intérêt effectifs des ménages et des entreprises, consulter les [statistiques relatives aux taux d'intérêt](#) dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Lender Spotlight
et Banque du Canada

Dernières observations : 8 juillet 2022 (taux effectifs des ménages
et des entreprises); 5 juillet 2022 (taux hypothécaires fixe et variable à cinq ans)

La croissance devrait être plus faible au troisième trimestre

Après avoir été robuste pendant plusieurs trimestres, la croissance économique devrait ralentir et passer d'autour de 4 % au deuxième trimestre à environ 2 % au troisième (**tableau 3** et **graphique 9**). La progression de la consommation se modérera à mesure que le regain d'activité dû au débloqué de la demande refoulée de services en personne s'atténuera. Les budgets des ménages sont plus serrés à cause de l'inflation élevée, et les taux d'intérêt à la hausse font monter le coût du financement de gros achats et favorisent l'épargne.

² Pendant cette phase, la Banque réduit la taille de son bilan en ne remplaçant pas les obligations qui arrivent à échéance. Ainsi, en date du 8 juillet, le portefeuille d'obligations du gouvernement du Canada et les soldes de règlement de la Banque avaient baissé et étaient passés, respectivement, d'environ 425 milliards de dollars au moment de la publication du *Rapport* d'avril à quelque 400 milliards de dollars et d'à peu près 230 milliards de dollars à environ 175 milliards de dollars durant la même période. Le resserrement quantitatif sert de complément aux relèvements du taux directeur en réduisant le degré de détente monétaire de façon prévisible, puisque l'information sur l'encours des obligations détenues par la Banque qui arrivent à échéance est publique.

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

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

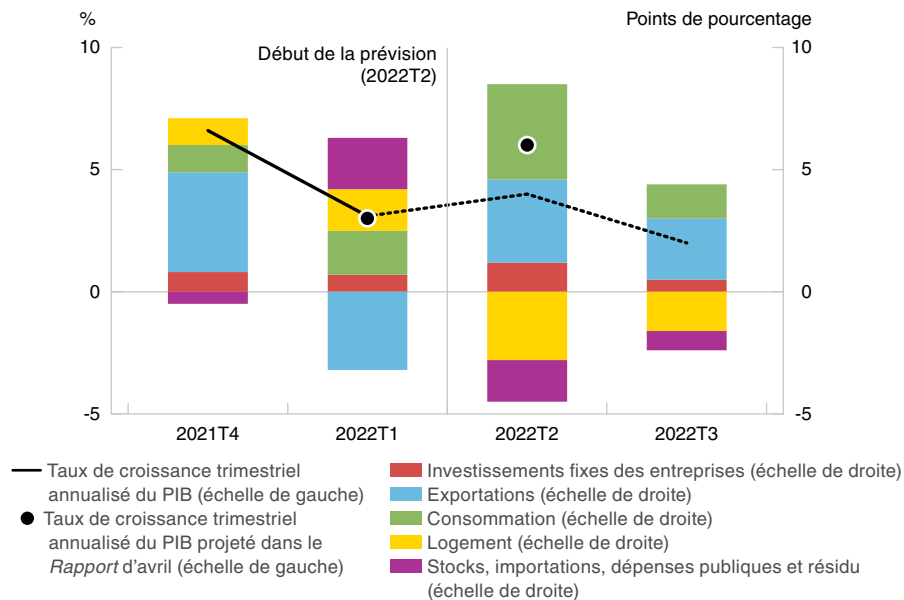
* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 2**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Les deuxième et troisième 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 9 : La croissance devrait ralentir au troisième trimestre

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

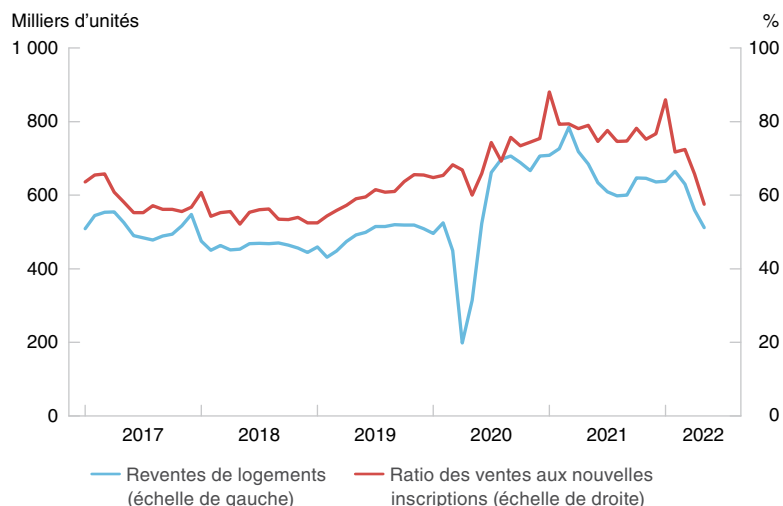


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2022T3

Graphique 10 : L'activité sur le marché du logement ralentit considérablement

Données mensuelles désaisonnalisées



Nota : Les données sur les reventes de logements sont désaisonnalisées au taux annuel.

Source : Association canadienne de l'immeuble

Dernière observation : mai 2022

L'activité sur le marché du logement ralentit considérablement par rapport à la cadence insoutenable qui s'était établie durant la pandémie (**graphique 10**). Les reventes sont à la baisse dans la plupart des régions et les prix diminuent dans certains marchés en raison des taux d'emprunt qui augmentent et de la confiance des ménages qui s'émousse. On remarque maintenant un recul des prix dans certaines régions à l'extérieur des centres-villes qui avaient préalablement affiché des hausses importantes³.

Les exportations et les investissements des entreprises continuent leur forte progression, et ces derniers devraient atteindre leurs niveaux prépandémie au troisième trimestre. La vigueur récente de la production industrielle américaine et un assouplissement des restrictions de voyage devraient offrir un soutien à court terme aux exportations. En outre, les prix élevés de l'énergie stimulent les exportations et les investissements dans le secteur de l'énergie, et les entreprises cherchent à utiliser pleinement leurs capacités de production actuelles. L'accélération des travaux au site de LNG Canada à Kitimat et la poursuite des travaux de modernisation de la fabrication de véhicules électriques soutiennent également les investissements des entreprises.

³ L'adoption du télétravail dans de nombreux secteurs de l'économie, combinée au désir d'avoir plus d'espace, a probablement incité bien des ménages à chercher une propriété à l'extérieur d'un centre-ville. Pour en savoir plus, voir L. Morel (2022), *Analyser la flambée des prix des logements en banlieue des grandes villes canadiennes durant la pandémie*, note analytique du personnel 2022-7, Banque du Canada.

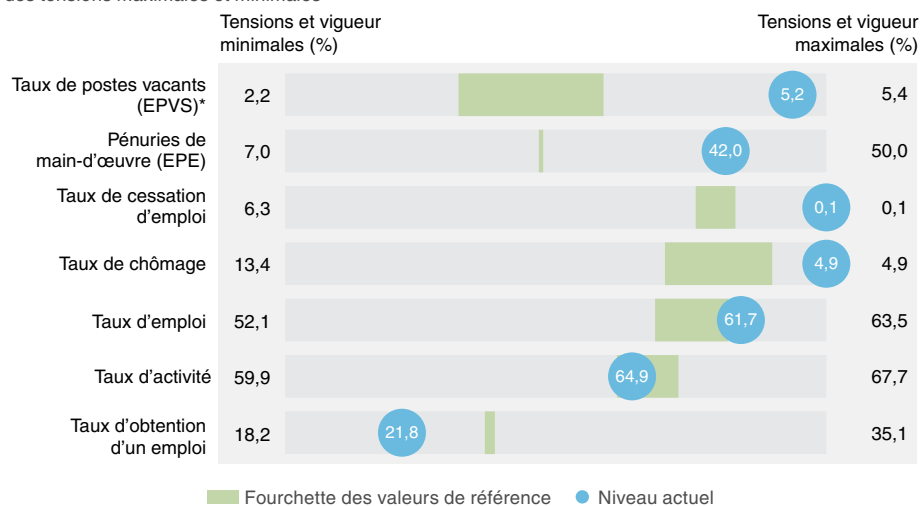
L'économie canadienne affiche une demande excédentaire

De nombreuses mesures indiquent que l'économie tourne au-delà de son plein potentiel.

Toutes les dimensions du marché du travail sont tendues⁴. La plupart des indicateurs tendent à montrer que le marché du travail a dépassé le niveau d'emploi durable maximal (**graphique 11**), y compris le taux de chômage, qui se situe à un creux record. Les pénuries de main-d'œuvre font pour leur part augmenter les salaires. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises du deuxième trimestre de 2022, un nombre presque record d'entreprises déclarent que les pénuries de main-d'œuvre sont plus intenses qu'il y a un an. En outre, les ratios de postes vacants et d'offres d'emploi au nombre de chômeurs se sont hissés à des niveaux inégalés. En raison de ces tensions, la croissance des salaires se raffermi et s'étend à de plus en plus de secteurs (**graphique 12**).

Graphique 11 : Le marché du travail est tendu

Certaines mesures du marché du travail par rapport à leurs valeurs historiques suggérant une vigueur et des tensions maximales et minimales



* Les données sur le taux de postes vacants commencent en 2015 et peuvent avoir une incidence sur les estimations tendanciennes.

Nota : « EPE » désigne l'Enquête sur les perspectives des entreprises et « EPVS », l'Enquête sur les postes vacants et les salaires. Le graphique comprend une fourchette de valeurs, représentée par les barres vertes, servant de barème pour la santé du marché du travail. Les mesures situées au-dessus (au-dessous) de leur fourchette de référence respective révéleraient que le marché du travail affiche des performances allant au-delà (en deçà) des attentes qui découlent des résultats passés, indiquant ainsi la vigueur (faiblesse) du marché du travail. Les fourchettes des valeurs de référence sont fondées sur des données mensuelles allant jusqu'à février 2022, et sur des données trimestrielles allant jusqu'au premier trimestre de 2022. Pour chaque mesure, les valeurs historiques suggérant une vigueur et des tensions maximales et minimales sont basées sur les données de 2003 jusqu'à la dernière observation, ou sur les premières données disponibles après 2003 pour les mesures qui ont commencé à être publiées après 2003. Pour des précisions sur ces valeurs de référence, 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 2022-2, Banque du Canada. Les données de toutes les séries proviennent de l'Enquête sur la population active (EPA) de Statistique Canada, sauf indication contraire. Les données de l'EPA sont désaisonnalisées.

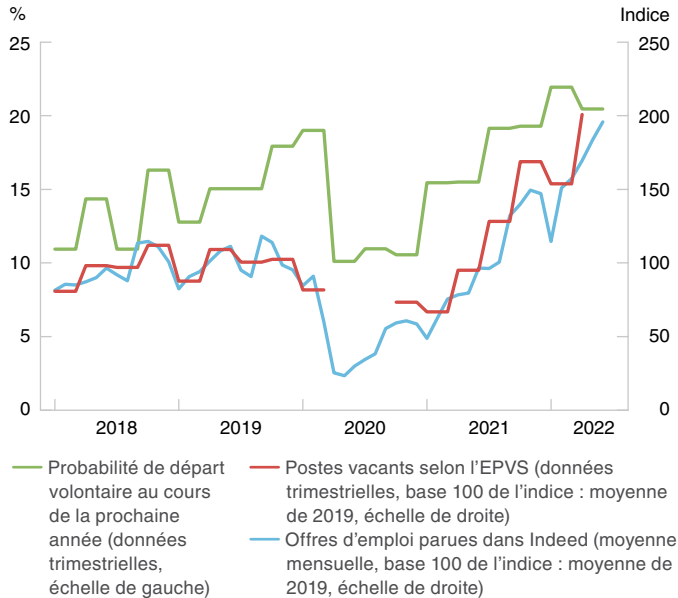
Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : juin 2022 (EPA); 2022T2 (EPE); 2022T1 (EPVS)

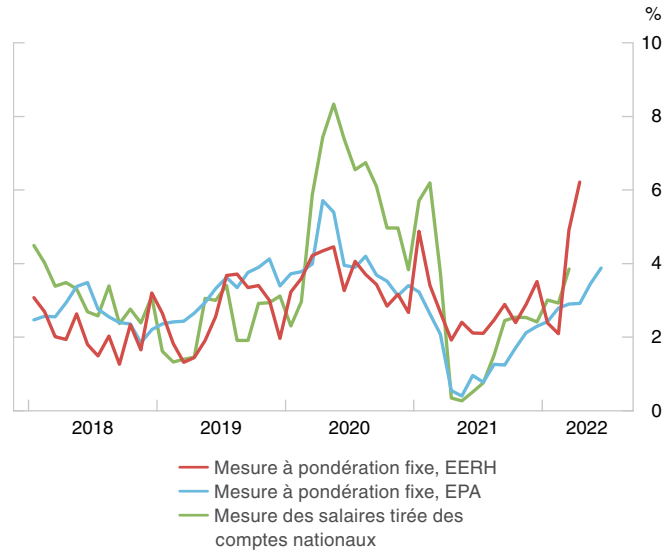
⁴ Pour une analyse détaillée des façons d'évaluer les conditions du marché du travail, voir E. Ens, C. Luu, K. G. See et S. L. Wee (2022), *Valeurs de référence pour évaluer la santé du marché du travail*, note analytique du personnel 2022-2, Banque du Canada.

Graphique 12 : Les pénuries de main-d'œuvre accentuent la croissance des salaires

a. Réponses recueillies dans le cadre de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada*; ratios des postes vacants (EPVS) et des offres d'emploi parues dans Indeed au chômage, 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 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 avril 2022 grâce aux estimations mensuelles préliminaires 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 aux salaires en fonction du statut d'emploi (temps plein ou temps partiel), à la permanence (contrat à durée indéterminée ou déterminée), au secteur d'activité et à la profession. 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

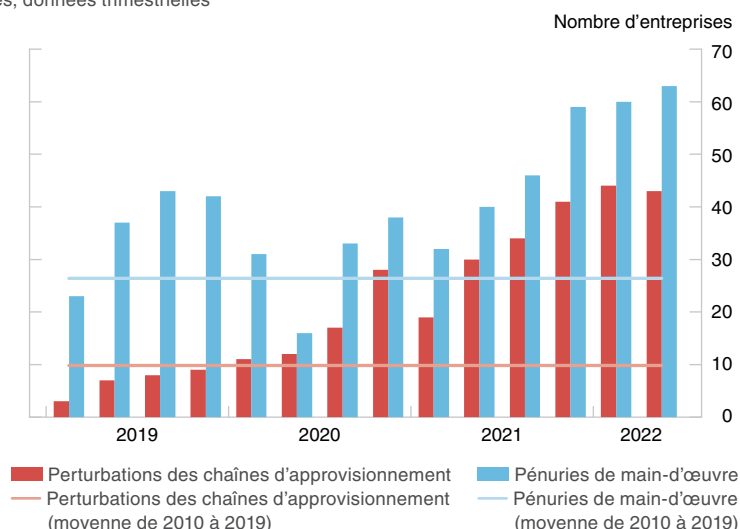
Dernières observations : 2022T2 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); mars 2022 (mesure des salaires tirée des comptes nationaux); avril 2022 (EPVS et EERH); juin 2022 (Indeed et EPA)

Les entreprises continuent de faire état de contraintes de capacité, notamment de pénuries de main-d'œuvre et de problèmes d'approvisionnement (**graphique 13**). Les contraintes d'offre pèsent encore sur la production et les ventes. Le secteur de l'automobile est particulièrement touché, puisqu'il reste difficile de se procurer des semi-conducteurs et de livrer des véhicules aux concessionnaires.

La Banque estime que l'écart de production – la différence entre le PIB et l'offre – a poursuivi son ascension en territoire positif et se situait entre 0,5 et 1,5 % au deuxième trimestre de 2022, une augmentation par rapport à la fourchette de -0,25 à 0,75 % estimée pour le premier trimestre (**encadré 2**). La croissance de l'économie et celle de l'offre devraient être à peu près équivalentes au troisième trimestre, ce qui signifie que la demande demeure excédentaire au sein de l'économie.

Graphique 13 : Les entreprises continuent de signaler de fortes contraintes de capacité

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 est 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 : 2022T2

La demande devrait ralentir et l'offre augmenter

Selon les projections de la Banque, l'économie canadienne croîtra d'environ 3½ % en 2022, stimulée par la demande intérieure refoulée. La croissance ralentira ensuite pour s'établir à environ 1¼ % en 2023, sous l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt, de la baisse des prix des produits de base et du recul de la demande étrangère. Elle atteindra 2½ % en 2024, quand les dépenses des ménages se redresseront.

La progression de l'offre devrait rebondir et passer d'environ ¾ % en 2022 à autour de 2¾ % en moyenne en 2023 et 2024. Elle se raffermira au cours de la période de projection, à mesure que les goulots d'étranglement dans les transports et les pénuries d'intrants essentiels à l'échelle mondiale se résorberont. La diminution des contraintes d'offre, jumelée aux investissements robustes des entreprises, entraînera un rebond de la productivité par rapport aux creux touchés récemment. Parallèlement, l'immigration plus importante accroîtra l'offre de main-d'œuvre.

On s'attend à ce que la demande excédentaire dans l'économie canadienne diminue sur la période de projection, à mesure que la demande se modérera et que l'offre se raffermira. L'écart de production devrait donc se résorber en 2023, et l'économie afficher une offre légèrement excédentaire en 2024.

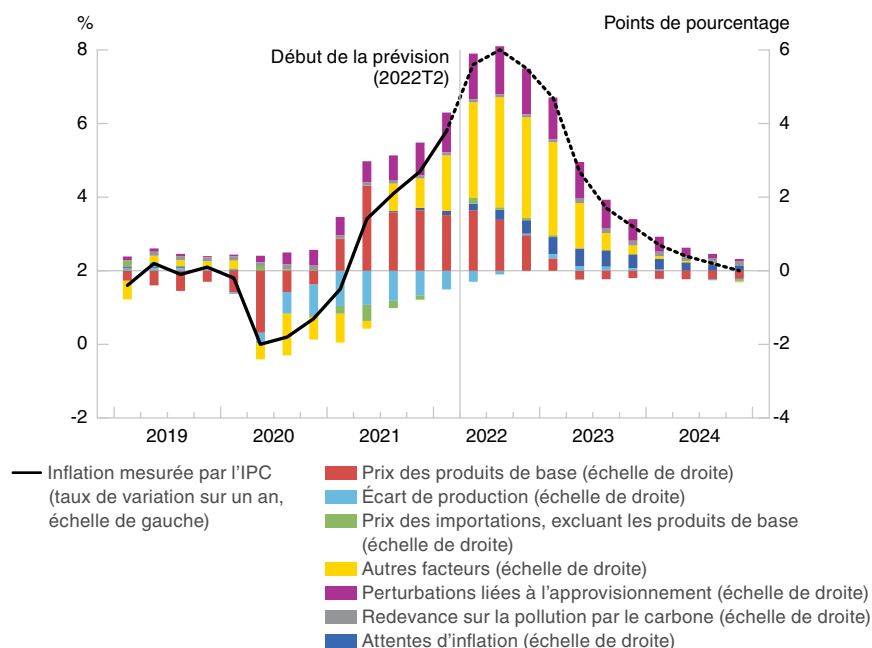
L'inflation devrait être plus basse à la fin de 2022 et à la cible à la fin de 2024

L'inflation devrait baisser pendant la période de projection (**graphiques 14 et 15**). On prévoit qu'elle passera d'autour de 8 % au troisième trimestre de 2022 à environ 3 % à la fin de 2023. Un recul des prix du pétrole et un niveau plus faible des prix des logements feront baisser les taux d'inflation trimestriels pendant la deuxième moitié de 2022. Cela jettera les bases de la baisse de l'inflation. Celle-ci retournera à la cible de 2 % d'ici la fin de 2024, à mesure que les pressions sur les prix à l'échelle mondiale et la demande intérieure diminueront.

Plusieurs forces devraient contribuer à atténuer l'inflation. Selon les prévisions, les prix du pétrole reculeront graduellement, dont ceux du Brent qui redescendront à 100 \$ US le baril d'ici la fin de 2024. Les chaînes d'approvisionnement mondiales se désengorgeront et le resserrement de la politique monétaire dans d'autres pays pèsera sur la demande étrangère. Par conséquent, l'inflation des prix des biens échangeables diminuera.

Graphique 14 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait ralentir à mesure que les effets des prix élevés des produits de base et d'autres pressions sur les coûts à l'échelle mondiale s'amenuisent

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

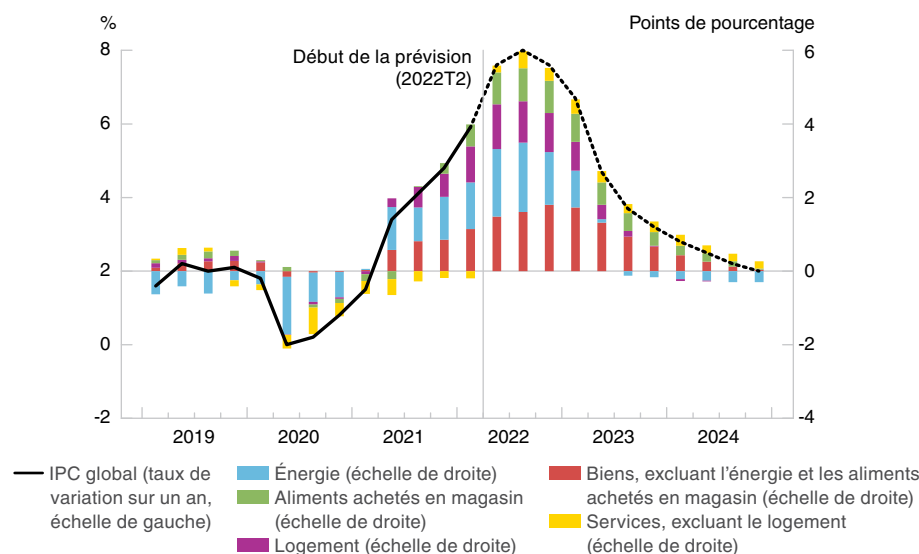


Nota : Les *perturbations liées à l'approvisionnement* sont estimées au moyen du [Global Supply Chain Pressure Index](#) de la Banque fédérale de réserve de New York. Les *attentes d'inflation* sont estimées à partir d'un modèle factoriel dynamique qui comprend plusieurs indicateurs des attentes d'inflation liés aux ménages, aux entreprises, aux prévisionnistes professionnels et à des sources du marché. Les *autres facteurs* comprennent les pressions auparavant sous-estimées de la demande, comme celles découlant des importants déséquilibres sur le marché du logement qui ont fait considérablement augmenter les coûts de l'habitation, les changements au réseau de production (p. ex., la relocalisation) et le degré de transmission plus élevé des prix du pétrole ou des importations. Les *prix des importations, excluant les produits de base* incluent l'effet du taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain. 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

Graphique 15 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait commencer à se modérer vers la fin de 2022 avec la baisse des prix de l'énergie

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



Nota : Les contributions projetées sont basées sur les relations historiques entre les composantes de l'IPC et les variables macroéconomiques du scénario de référence. 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 taux d'intérêt plus élevés au Canada réduiront la demande, allégeant ainsi les pressions inflationnistes intérieures. L'inflation des prix des services, y compris ceux liés au logement, s'atténuera. Une incertitude considérable persiste quant à ces perspectives, comme c'est le cas depuis le début de la pandémie (voir l'**annexe**, à la page 31).

L'activité dans le secteur du logement devrait reculer de façon importante

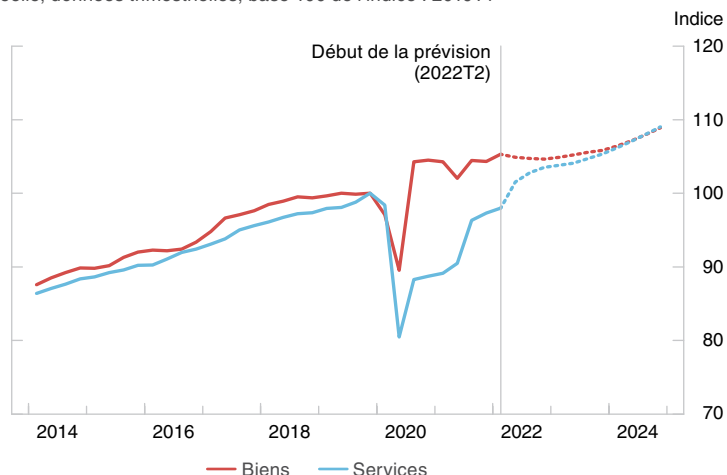
La contraction de l'activité dans le secteur du logement devrait se poursuivre dans la deuxième moitié de 2022 et en 2023. On s'attend à ce que les reventes et les prix des logements diminuent avec l'augmentation des taux d'emprunt et le relâchement de la demande avivée par la pandémie. On prévoit également que la construction résidentielle, y compris les rénovations, affichera une baisse dans la prochaine année. L'activité et les prix dans le secteur du logement devraient se stabiliser plus tard au cours de la période de projection, car la croissance de la population et des revenus stimulera la demande de logements.

La croissance de la consommation devrait être plus modeste

La consommation devrait s'accroître à un rythme modeste durant la période de projection. Les dépenses de voyage et pour d'autres services où la distanciation est difficile à respecter augmenteront parce que les consommateurs se préoccupent moins de la distanciation. Cette situation contribuera à rééquilibrer la consommation de biens et de services

Graphique 16 : La consommation se rééquilibre vers les services

Consommation réelle, données trimestrielles, base 100 de l'indice : 2019T4



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

(**graphique 16**). L'utilisation d'une partie de l'épargne accumulée durant la pandémie soutient également les dépenses des ménages⁵. Par exemple, les achats de véhicules automobiles devraient grimper à mesure que les ruptures d'approvisionnement se résorberont et que la demande refoulée pourra être satisfaite.

On s'attend toutefois à ce que la croissance de la consommation ralentisse par rapport à son rythme rapide actuel. La forte inflation poussera les ménages à consacrer une plus grande partie de leur revenu disponible à l'achat de produits de première nécessité, comme la nourriture et l'essence. Il leur restera donc moins d'argent à dépenser pour d'autres biens. Et les taux d'intérêt plus élevés en amèneront certains à remettre des achats importants à plus tard, à rembourser leurs dettes ou à épargner davantage⁶. De plus, certains ménages – en particulier ceux qui ont souscrit un gros emprunt hypothécaire quand les taux étaient plus bas – devront effectuer des paiements nettement plus élevés lorsqu'ils renouvelleront leur prêt hypothécaire. Le ralentissement de l'activité dans le secteur du logement pèsera également sur la consommation de biens, tels que les meubles et les électroménagers.

La croissance des exportations devrait se modérer

La croissance des exportations devrait rester vigoureuse jusqu'à la fin de 2022, favorisée par les prix élevés des produits de base et la reprise des voyages internationaux. Elle ralentira à mesure que la demande étrangère diminuera plus tard dans la période de projection (**graphique 17**).

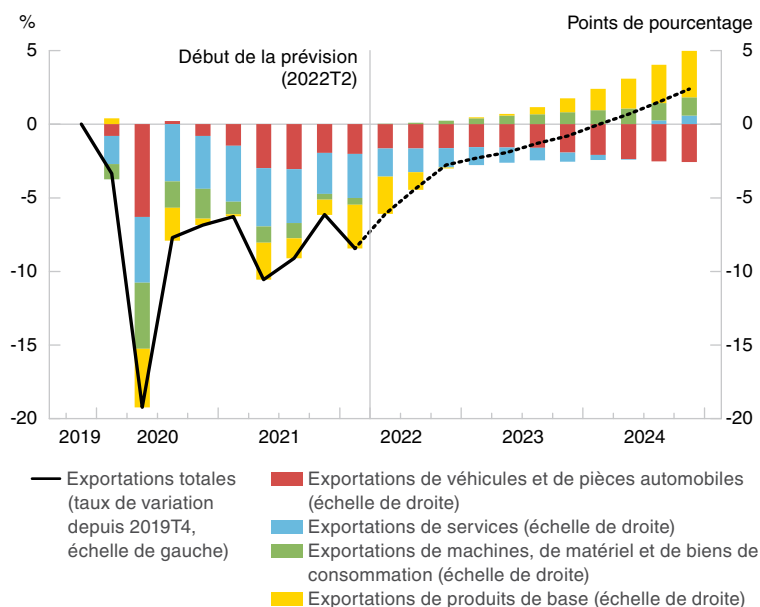
Les exportations de biens hors énergie devraient progresser à un rythme soutenu à mesure que les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales se dissiperont. Cependant, la baisse des exportations de véhicules automobiles – attribuable à la fermeture temporaire d'usines en vue de modifier leurs installations pour la production de véhicules

⁵ Les ménages ont toutefois un incitatif à épargner davantage qu'on ne l'avait anticipé précédemment, compte tenu de l'incertitude accrue et des taux d'intérêt plus élevés procurant de meilleurs rendements.

⁶ Ces évaluations concordent avec les résultats de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du deuxième trimestre de 2022.

Graphique 17 : Les prix élevés des produits de base et l'atténuation des perturbations de l'approvisionnement soutiennent 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

électriques – freinera cette progression dans la deuxième moitié de 2023 et en 2024. L'exportation et l'importation de services se raffermiront pour atteindre les niveaux prépandémie en 2024, alors que la reprise des voyages internationaux se poursuivra.

Les prix élevés de l'énergie et le renforcement des capacités de transport devraient se traduire par une vive croissance des exportations d'énergie. L'augmentation attendue des capacités de transport par pipeline – notamment le projet d'expansion Trans Mountain – ainsi que des volumes de pétrole brut transportés par chemin de fer soutiendra la croissance plus tard au cours de la période de projection.

Les importations devraient demeurer robustes, favorisées par la vigueur des investissements des entreprises, le réapprovisionnement continu de celles-ci ainsi que leur volonté de conserver plus de stocks pour pouvoir faire face à de futurs problèmes d'approvisionnement.

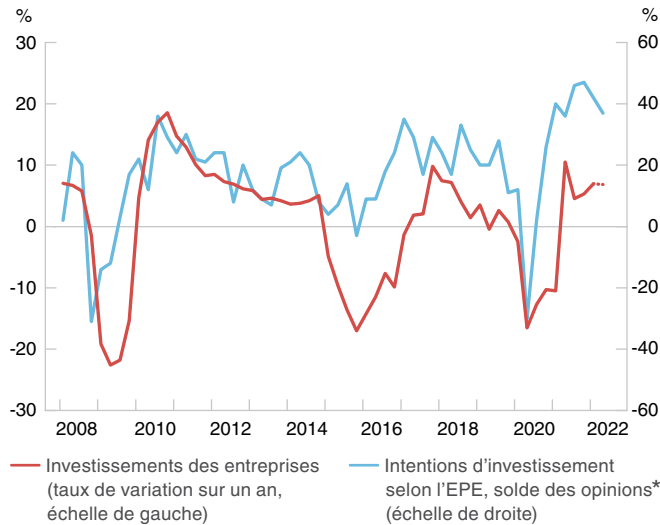
Les investissements des entreprises s'annoncent robustes

À l'extérieur du secteur pétrolier et gazier, les perspectives d'investissement sont soutenues par la forte demande, la solide confiance des entreprises et les efforts déployés pour alléger les contraintes de capacité (**graphique 18**). Cette évolution concorde avec les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, ces dernières comptant investir dans les technologies numériques pour améliorer leur productivité, étant donné la situation tendue du marché du travail et les coûts élevés des intrants.

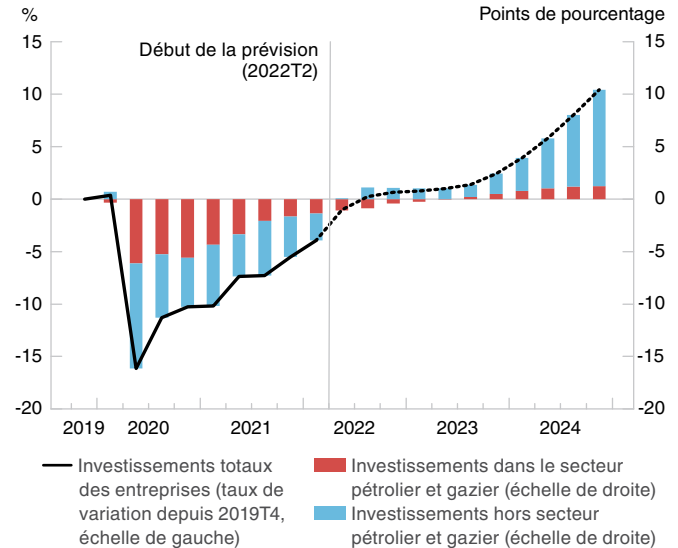
Graphique 18 : On s'attend à une forte croissance des investissements des entreprises

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 totaux réels des entreprises et leur niveau du quatrième trimestre de 2019, en points de pourcentage



* Pourcentage des entreprises ayant répondu à l'enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) 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 : 2022T2 (EPE)
Dernières valeurs de la figure a : 2022T2 (investissements des entreprises)

Dans le secteur pétrolier et gazier, la croissance des investissements devrait être vive, mais plus modérée que durant les périodes antérieures de cours élevés. On s'attend à ce que les producteurs de pétrole et de gaz naturel classiques se concentrent sur l'accroissement de la capacité de production dans les champs déjà pourvus de l'infrastructure de soutien. Et on prévoit que les investissements dans les sables bitumineux se limiteront à l'amélioration de l'utilisation des capacités actuelles et à l'expansion des sites d'exploitation existants. Ces sites requièrent généralement plus de fonds propres et émettent davantage de gaz à effet de serre, ce qui les rend vulnérables à l'incertitude entourant la demande à long terme et à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'économie mondiale est confrontée à de nombreux défis. Le resserrement de la politique monétaire s'est accéléré dans bon nombre de pays dans un contexte où les pressions inflationnistes ont continué de s'accroître et de toucher plus de secteurs. Ces pressions contribuent à engendrer plus de volatilité dans les marchés financiers et des appréhensions grandissantes quant à la trajectoire de la reprise mondiale. En outre, même si les perturbations attribuables à la pandémie de COVID-19 continuent de s'atténuer, l'invasion de l'Ukraine par la Russie reste une source majeure d'incertitude.

Certains des risques décrits dans les rapports précédents ont été pris en compte partiellement dans la projection. Ainsi, le scénario de référence comporte des problèmes d'approvisionnement plus persistants, la transmission d'une plus grande part des hausses de coûts, le resserrement des conditions financières mondiales et l'effet d'attentes d'inflation plus élevées.

La Banque perçoit deux principaux risques pour les perspectives d'inflation. Du côté des risques à la hausse, si l'inflation n'est pas contrôlée, la persistance d'une inflation élevée pourrait causer une spirale salaires-prix. En ce qui concerne les risques à la baisse, le ralentissement de l'économie mondiale pourrait être plus marqué que prévu, en particulier si l'économie américaine ralentit davantage qu'attendu.

Parmi l'ensemble des risques pris en compte, la Banque présente ici d'autres risques qui pourraient avoir une incidence sur la trajectoire projetée de l'inflation. Les risques à la hausse sont plus préoccupants car l'inflation élevée persiste, et des données de plus en plus probantes indiquent que les attentes d'inflation s'orientent à la hausse.

1) Principal risque à la hausse : enracinement d'une inflation plus élevée (↑)

Tant que l'inflation n'aura pas diminué considérablement, il existe un risque accru que la population canadienne croit qu'elle restera élevée à long terme. Des attentes d'inflation plus élevées pourraient mener à une croissance plus généralisée des prix et des coûts de main-d'œuvre, laquelle alimenterait une plus forte inflation.

L'**encadré 3** présente un scénario susceptible de se produire si les attentes d'inflation à long terme n'étaient plus ancrées et qu'une spirale salaires-prix s'installait. Dans ce scénario, les pressions à la hausse des salaires et des prix se renforcent mutuellement et viennent amplifier une inflation déjà élevée. Un resserrement plus marqué de la politique monétaire et un ralentissement plus prononcé de l'économie seraient alors nécessaires pour ramener l'inflation à la cible.

2) Principal risque à la baisse : ralentissement économique mondial plus marqué que prévu (↓)

L'activité économique dans le monde pourrait ralentir plus qu'anticipé. En zone euro, il y a un risque de récession alors que les pénuries d'énergie entraînent une hausse plus importante des prix et affaiblissent la demande des consommateurs. Si des mesures de rationnement étaient adoptées, des perturbations économiques généralisées pourraient survenir. Au même moment, l'incidence du resserrement des conditions financières sur la confiance et les dépenses des ménages pourrait être plus élevée que prévu et entraîner une diminution de la croissance dans bon nombre de régions. Si des mesures plus vigoureuses étaient requises pour freiner l'inflation aux États-Unis, la croissance économique de ce pays pourrait alors être plus lente que postulé. En outre, les confinements en Chine pourraient devenir plus fréquents et avoir des effets négatifs plus prononcés qu'envisagé actuellement. De tels chocs se répercuteraient sur l'économie canadienne par la baisse de la demande étrangère, un affaiblissement des prix des produits de base et la détérioration des termes de l'échange.

Autres risques

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

Dans le scénario de référence, la consommation augmente à un rythme modeste et le marché du logement connaît un recul notable. De nombreux ménages doivent se serrer la ceinture en raison de l'inflation et des taux d'intérêt plus élevés. Cependant, une forte proportion des ménages a accumulé un surplus d'épargne important et est donc davantage en mesure d'absorber les hausses de prix. Avec la réouverture de l'économie, l'impulsion donnée par la demande refoulée pourrait être plus soutenue qu'escompté si ce groupe dépensait une plus grande partie de son épargne accumulée. La consommation et l'investissement résidentiel seraient alors plus robustes que projeté et contribueraient à intensifier les pressions inflationnistes.

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

Dans le scénario de référence, la Banque suppose que la flambée des prix des biens depuis le début de la pandémie persistera. Cependant, ces prix pourraient baisser au fur et à mesure que les chaînes d'approvisionnement seront plus fluides et que le rythme de la demande ralentira. Le prix du pétrole et les coûts de transport pourraient diminuer de manière plus abrupte, ou la croissance de la consommation de biens pourrait ralentir plus que prévu, en particulier aux États-Unis. Si l'un ou l'autre de ces scénarios se concrétisait, l'inflation se révélerait moins élevée qu'anticipé.

Certains grands détaillants mondiaux rapportent avoir accumulé des stocks élevés afin d'éviter les pénuries. Ces stocks donnent à penser qu'il existe un risque à la baisse si les détaillants accordent des réductions importantes sur les prix pour écouler leurs marchandises excédentaires.

5) Recul plus net de l'activité sur le marché du logement et de la consommation au Canada (↓)

Bien que le scénario de référence projette un recul notable de l'activité sur le marché du logement, une chute prononcée de la confiance des acheteurs pourrait accentuer la diminution des prix. En plus d'ébranler la confiance des consommateurs, une forte baisse des prix des logements viendrait réduire le patrimoine des ménages et leur accès au crédit. Cette situation aurait pour effet de peser sur la demande, en particulier chez les ménages très endettés qui ont contracté de gros prêts hypothécaires pour acquérir un logement. De surcroît, la hausse des taux d'emprunt et la diminution de l'accès au crédit pourraient avoir des effets modérateurs plus importants que prévu sur les dépenses des ménages, les investissements des entreprises et l'emploi.

Encadré 3

Scénario avec une spirale des salaires et des prix

Devant une inflation élevée qui se propage plus largement, les anticipations d'inflation se sont orientées à la hausse, et ce, alors que le marché du travail est tendu et que la croissance des salaires est forte. Cela augmente le risque de voir s'installer une spirale des salaires et des prix qui s'autoalimente – un risque à la hausse important pour les perspectives d'inflation.

Dans ce scénario, lorsque l'inflation reste durablement élevée, davantage de ménages et d'entreprises fondent exclusivement leurs attentes d'inflation sur les plus récents chiffres de l'inflation. En conséquence, les anticipations d'inflation à plus long terme se désarment et demeurent au-dessus de la cible¹.

Le désancrage des anticipations d'inflation conduit les entreprises à fixer leurs prix à des niveaux encore plus hauts. De même, face à une hausse attendue de l'inflation, les travailleurs cherchent à négocier une rémunération toujours plus élevée pour se protéger de la baisse anticipée de leur pouvoir d'achat. La plus forte croissance des salaires qui en résulte alimente les coûts de production et pousse les entreprises à relever encore davantage leurs prix. Ce processus nourrit les anticipations d'inflation et perpétue la spirale.

Plus l'inflation se maintient largement au-dessus de la cible, plus la probabilité d'une spirale des salaires et des prix augmente. Cette probabilité s'accroît également si les entreprises ont en place des conventions collectives pluriannuelles qui prévoient de fortes hausses salariales chaque année.

Un risque de récession accru

Ce scénario de risque envisage les conséquences potentielles d'une spirale des salaires et des prix. Une telle spirale amène les salaires, les prix et les anticipations d'inflation à s'orienter à la hausse. Lorsque les attentes ne sont plus ancrées, l'inflation reste plus élevée qu'elle ne le serait dans un scénario de baisse de la demande et de stabilité ou de diminution du prix des produits de base.

Pour rompre ce cercle vicieux, la politique monétaire s'efforce de réarrimer les anticipations d'inflation à long terme à la cible de 2 %. Pour y arriver, la Banque resserre sa politique monétaire considérablement plus que dans le scénario de référence, ce qui crée davantage de capacités excédentaires.

¹ À la différence du scénario de référence, où les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées à la cible.

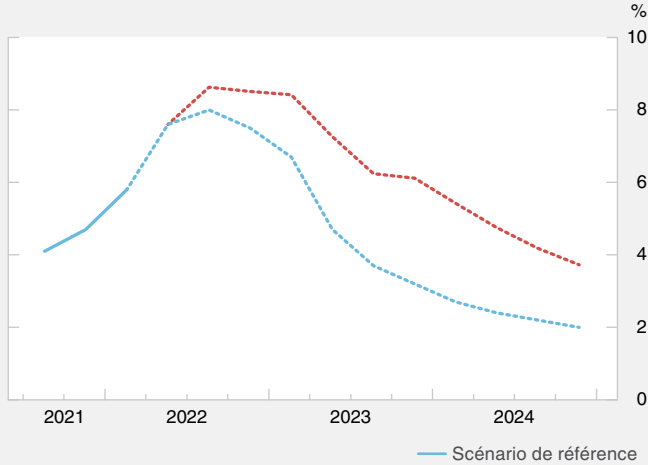
(suite à la page suivante)

Encadré 3 (suite)

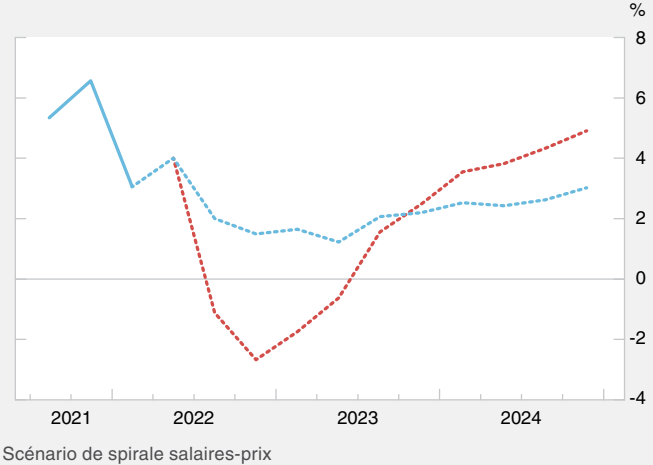
Graphique 3-A : Dans le scénario d'une spirale des salaires et des prix, l'inflation est plus élevée et la croissance est plus lente

Données trimestrielles

a. Inflation mesurée par l'IPC, taux de variation sur un an



b. PIB réel, taux de croissance trimestriel annualisé



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

Comme le montre le scénario de risque illustré au **graphique 3-A** (figure a), l'inflation globale culmine à 8,6 %, un niveau plus élevé que dans le scénario de référence. Elle est de 6 % à la fin de 2023, soit environ 3 points de pourcentage au-dessus de la projection du scénario de référence. La croissance du produit intérieur brut (PIB) réel est nettement plus basse : elle atteint un creux d'environ -2,5 %, et le Canada enregistre une récession sur quatre trimestres (**graphique 3-A**, figure b). La Banque du Canada est

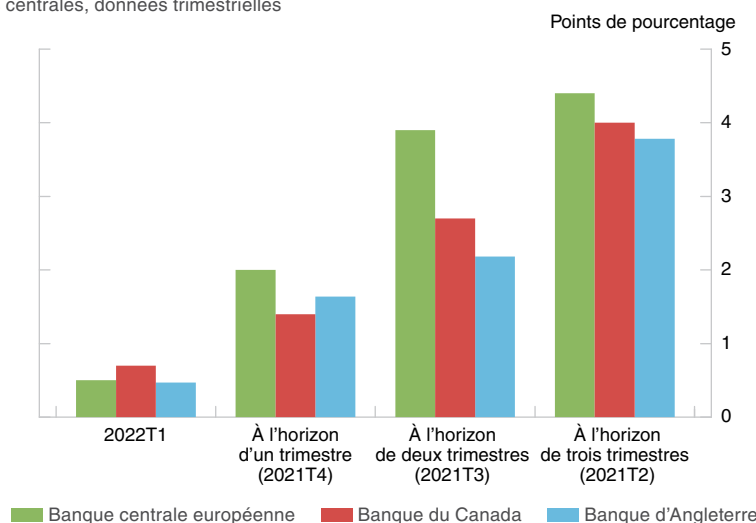
tout à fait consciente de la possibilité d'une spirale des salaires et des prix et est déterminée à éviter que cette dynamique ne s'installe. Pour cela, elle doit relever le taux directeur à un niveau bien plus élevé que dans le scénario de référence afin que les anticipations d'inflation à long terme demeurent bien ancrées. Une fois les anticipations d'inflation fermement arrimées à la cible d'inflation, une spirale des salaires et des prix est beaucoup moins probable.

Annexe : Les principaux facteurs derrière les erreurs dans les prévisions d'inflation

Depuis le printemps 2021, la Banque du Canada, comme d'autres banques centrales, a sous-estimé l'inflation future (**graphique A-1**). S'il est complexe d'évaluer précisément les sources de telles erreurs de prévision, c'est parce que de nombreuses forces s'exercent simultanément sur l'inflation, ce qui les rend difficiles à isoler parfaitement. Cela dit, des facteurs mondiaux semblent expliquer environ les deux tiers de l'écart entre l'inflation réelle et celle prévue par la Banque. Il s'agit de la hausse des prix des produits de base, des ruptures d'approvisionnement et des coûts d'expédition (**graphique A-2**). La reprise économique plus rapide que prévu au Canada est un autre facteur ayant contribué aux erreurs de prévision de la Banque, mais ne peut pas expliquer le gros de la marge restante. En effet, à peu près le quart de l'écart total est attribuable à des facteurs intérieurs, surtout les coûts de logement.

Graphique A-1 : Les banques centrales ont sous-estimé les pressions inflationnistes

Erreurs dans la projection du taux d'inflation sur un an pour le premier trimestre de 2022 de trois banques centrales, données trimestrielles



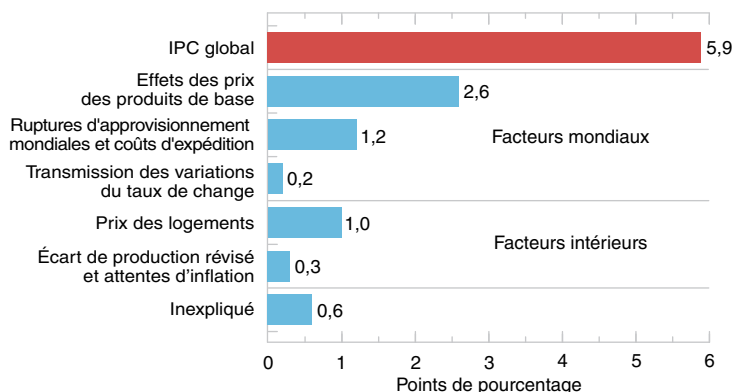
Nota : L'axe horizontal représente les trimestres où les projections de l'inflation du premier trimestre de 2022 ont été réalisées. Une erreur de projection est la différence entre la valeur observée et la valeur projetée. Ce graphique est inspiré de l'encadré 5 du *ECB Economic Bulletin*, n° 3, 2022.

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

Dernière observation : 2022T1

Graphique A-2 : Les prix des produits de base et les ruptures d'approvisionnement ont été les principales sources d'erreurs au Canada

Erreurs dans la projection du taux d'inflation sur un an pour le deuxième trimestre de 2022, données trimestrielles



Nota : L'erreur de projection représente la différence entre la valeur observée au deuxième trimestre de 2022 (fondée sur l'hypothèse de la Banque du Canada pour juin 2022) et la valeur qui avait été projetée dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2021. Les *effets des prix des produits de base* incluent l'incidence directe et la transmission imprévue des prix plus élevés de l'énergie aux autres prix à la consommation. Les *prix des logements* renvoient à l'effet direct des prix de l'habitation via les coûts de remplacement par le propriétaire et d'autres dépenses pour le logement en propriété.

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

Dernière observation : 2022T2

Les chocs mondiaux sont à l'origine de la plupart des erreurs

Les prix plus élevés que prévu des produits de base

La Banque se fonde habituellement sur l'hypothèse que les prix du pétrole vont rester stables durant sa période de projection de deux à trois ans. Cette hypothèse est basée sur les travaux d'Alquist et autres (2013), qui montrent que cette approche donne des prévisions plus fiables que d'autres méthodes⁷.

Toutefois, depuis 2020, cette hypothèse de stabilité a constamment mené à une sous-estimation des futurs prix du pétrole (**graphique A-3**). À eux seuls, les effets des prix des produits de base expliquent plus de 40 % de l'écart entre les prévisions de la Banque et l'inflation observée. Contre toute attente, les marges bénéficiaires des raffineries ont récemment dévié de leurs niveaux historiques, faisant augmenter les prix de l'essence. De plus, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a fait grimper encore davantage les cours du pétrole et du gaz naturel.

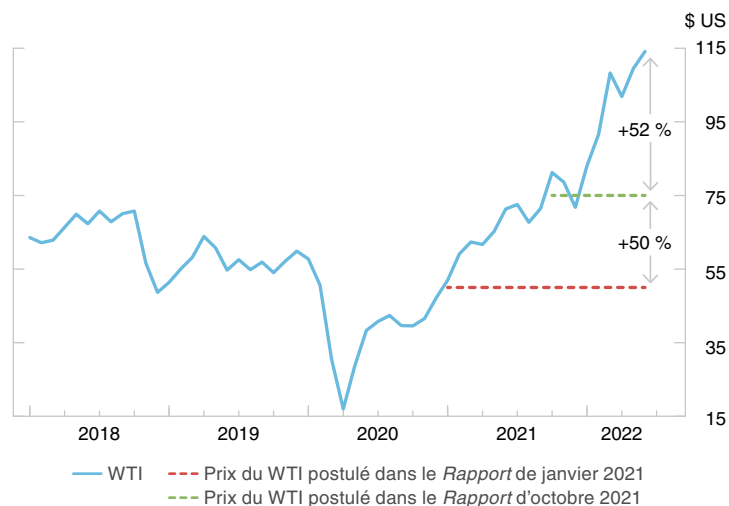
Une forte corrélation existait auparavant entre les prix du pétrole et la valeur du dollar canadien : quand ces prix montaient, le dollar s'appréciait. Cette relation aidait à compenser l'incidence inflationniste des prix plus élevés de l'énergie en rendant les produits d'importation moins chers au pays, mais elle ne tient plus depuis quelque temps. Résultat : le renchérissement du pétrole a eu d'autant plus d'effet sur l'inflation⁸.

⁷ Voir R. Alquist, L. Kilian et R. J. Vigfusson (2013), « Forecasting the Price of Oil », *Handbook of Economic Forecasting*, 2A, sous la direction de G. Elliott et A. Timmermann, Amsterdam, North Holland, p. 427-507. Dans les dernières livraisons du *Rapport*, la Banque s'est éloignée de l'hypothèse de stabilité des prix du pétrole en raison de la forte volatilité engendrée par la guerre en Ukraine.

⁸ L'incertitude entourant la demande de pétrole et de gaz naturel à long terme pourrait, en partie, expliquer la rupture de cette relation. Par exemple, voir T. Gravelle (2022), « *Affronter la tempête* », discours prononcé devant l'Association des économistes québécois, Montréal (Québec), 12 mai.

Graphique A-3 : Les prix du pétrole sont beaucoup plus élevés que ce qui était prévu il y a un an

Prix du baril de WTI (West Texas Intermediate), données mensuelles



Sources : NYMEX via Haver Analytics et calculs
et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : juin 2022

Notons également qu'il y a une poussée inattendue des prix d'autres produits de base. Par exemple, ceux des produits de base agricoles sont sur une envolée depuis 2021, largement du fait de phénomènes météorologiques extrêmes imprévisibles, et ceux du blé – tout particulièrement – ont monté en flèche en raison de la guerre en Ukraine.

Enfin, le renchérissement de l'énergie s'est répercuté sur les coûts d'expédition, ce qui a contribué à la forte montée des prix des biens à l'échelle mondiale.

Les prix plus élevés que prévu des biens échangeables

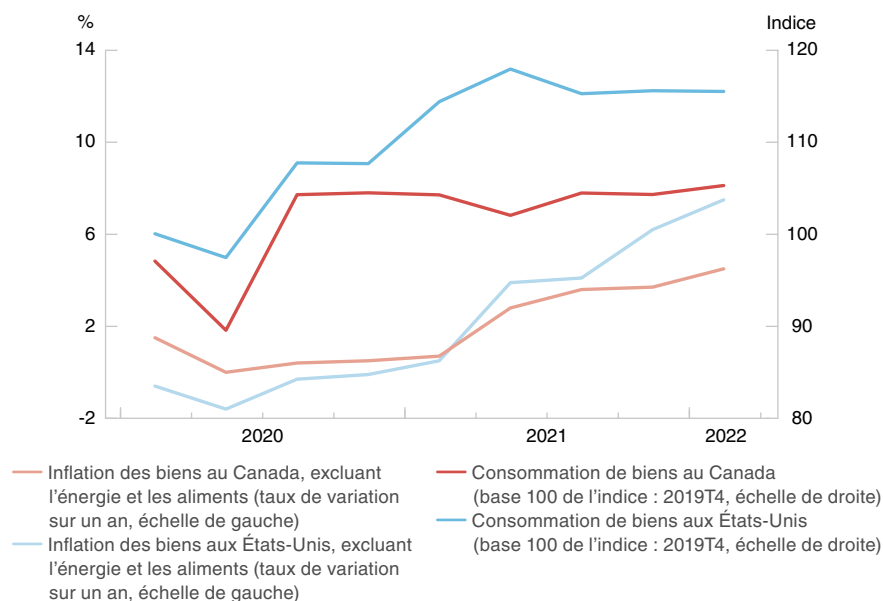
Autre fait inattendu : au lieu de s'affaiblir comme par les ralentissements économiques passés, la demande de biens de consommation aux États-Unis s'est emballée, dépassant largement les niveaux d'avant la pandémie (**graphique A-4**)⁹. Soutenus par diverses mesures budgétaires, les revenus des ménages américains ont été plus forts qu'anticipé. Par ailleurs, l'ampleur des dépenses que les consommateurs ont redirigées vers les secteurs demandant peu de contacts étroits a été tout aussi surprenante. Dans l'ensemble, la vigoureuse demande étrangère de biens échangeables, comme les électroménagers et les meubles, a fait progresser les prix à la consommation partout dans le monde, y compris au Canada.

En même temps, la pandémie a entraîné la mise à l'arrêt d'usines et de ports aux quatre coins du globe, ce qui a bouleversé les chaînes d'approvisionnement. La Banque avait prévu que celles-ci reviendraient à l'ordre rapidement suivant la levée des premières mesures de confinement. Cependant, les vagues subséquentes de cas de COVID-19 ont causé des perturbations incessantes, tant à l'étranger qu'au Canada. De plus, l'incidence des problèmes d'approvisionnement sur les prix à la consommation a dépassé ce qui était attendu. En tout et pour tout, environ 20 % des erreurs de prévision sont liées aux problèmes qui touchent les chaînes d'approvisionnement dans le monde.

⁹ Comme l'économie américaine fait environ dix fois la taille de l'économie canadienne, l'incidence de la forte demande en provenance des États-Unis sur les stocks de biens est beaucoup plus importante qu'elle l'aurait été si la demande canadienne avait rebondi tout autant.

Graphique A-4 : La consommation de biens aux États-Unis a bondi, entraînant une montée des prix des biens échangeables

Données trimestrielles



Nota : L'inflation des biens est calculée sur la base de l'inflation mesurée par l'IPC au Canada, et de l'inflation mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages aux États-Unis. Les définitions des composantes de l'inflation peuvent différer légèrement d'un pays à l'autre.

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2022T1

La reprise plus rapide que prévu au Canada est une autre source d'erreurs

Les mesures monétaires et budgétaires mises en œuvre en réponse à la pandémie ont eu des effets plus importants qu'escompté au départ¹⁰. Au lieu de se dégrader, le revenu disponible des ménages et la confiance des consommateurs se sont améliorés. L'impossibilité de se procurer des services en personne a aussi fait gonfler l'épargne de certains ménages. Ces facteurs ont contribué à renforcer plus que prévu la demande de biens.

En ce qui concerne le marché de l'habitation, la forte accumulation d'épargne, les bas taux hypothécaires et la réorientation des préférences des acheteurs ont fait croître les prix des logements au-delà de ce qui avait été anticipé au vu de la marge de capacités excédentaires dans l'économie. La flambée des prix des maisons a alimenté l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation à hauteur de 1,2 point de pourcentage en moyenne depuis la mi-2021.

Le déploiement avancé de campagnes de vaccination au printemps 2021 a accéléré la reprise économique, qui a été manifeste au chapitre de l'emploi, les gens ayant pu retourner au travail plus tôt que prévu.

En 2022, compte tenu de la levée de la plupart des restrictions sanitaires, la prudence des consommateurs s'est relâchée plus vite que lors des récessions passées, et la demande refoulée a permis une solide croissance de la consommation. L'économie étant déjà en situation de demande excédentaire, les effets de la demande intérieure sur l'inflation ont gagné en importance, contribuant à ce que l'inflation élevée s'étende jusqu'aux services hors logement, comme l'hébergement des voyageurs et les transports.

¹⁰ Voir Banque du Canada (2020), *Rapport sur la politique monétaire*, avril.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base sont à la source de 45 % – soit la plus grande partie – des erreurs de prévision au cours de la dernière année. Les ruptures d'approvisionnement et les coûts d'expédition à l'échelle mondiale, d'une part, et certains facteurs intérieurs, d'autre part, ont aussi joué un rôle important. Ces deux motifs sont chacun responsables de plus de 20 % des erreurs. Il convient toutefois de noter qu'il s'agit là d'estimations approximatives appelées à changer au fil du temps.