



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2023



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 sur la politique monétaire*.
- 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 deux 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; et 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.

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, 2023



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2023

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> de janvier	4
Inflation persistante.....	5
Conditions de crédit plus restrictives	6
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection.....	8
Faible croissance de l'économie américaine et de la demande de produits canadiens .	8
Activité modérée dans la zone euro	9
Forte croissance en Chine	9
Cours du pétrole volatils	10
L'économie canadienne	12
Inflation élevée mais en baisse.....	13
Attentes d'inflation élevées, mais qui diminuent.....	15
Économie encore en situation de demande excédentaire.....	17
Croissance modeste de la demande et hausse de l'offre	19
Croissance de la demande intérieure accentuée par les mesures budgétaires.....	21
Faible croissance des dépenses des ménages	21
Encadré 3 : Effet des hausses des taux hypothécaires sur le budget des ménages	22
Progression modérée des exportations.....	24
Faibles investissements des entreprises	25
Inflation mesurée par l'IPC à 3 % à la mi-2023, puis à la cible à la fin de 2024	26
Les risques entourant les perspectives d'inflation	29
Principal risque à la hausse : inflation persistante dans le secteur des services.....	29
Principal risque à la baisse : ralentissement économique mondial marqué	29
Annexe : La production potentielle et le taux d'intérêt nominal neutre .	31
Renforcement de la croissance de la production potentielle	32
Redressement modeste de la croissance de la production potentielle mondiale.....	33
Taux d'intérêt neutre inchangé	34

Vue d'ensemble

L'inflation mondiale diminue, mais l'inflation fondamentale dans les grandes économies s'avère tenace. Les banques centrales continuent d'estimer nécessaire de maintenir une politique monétaire restrictive pour atteindre leurs cibles d'inflation.

En raison surtout de cette politique restrictive et, dans une moindre mesure, des tensions dans le secteur bancaire, la Banque du Canada prévoit une modération de la croissance mondiale tout au long de 2023 et dans la première moitié de 2024. La croissance devrait ensuite se redresser en 2025, à mesure que les effets du resserrement de la politique monétaire s'estomperont.

Au Canada, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) chute pour avoisiner 3 % au milieu de 2023. Elle devrait ensuite baisser plus graduellement pour atteindre la cible de 2 % d'ici la fin de 2024.

L'inflation des biens ralentit rapidement, reflétant les prix moins élevés de l'énergie, l'amélioration des chaînes d'approvisionnement mondiales et les effets de la politique monétaire restrictive sur les secteurs sensibles aux taux d'intérêt. On s'attend à ce que le retour de l'inflation à la cible de 2 % se fasse plus progressivement, étant donné que l'inflation des services réagit plus lentement aux effets de la politique monétaire restrictive.

Au Canada, la demande continue d'excéder l'offre, et le marché du travail est encore tendu. Le ralentissement de l'économie et l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre atténuent certaines tensions, mais le marché du travail est toujours au-delà du niveau d'emploi durable maximal.

On s'attend à ce que la croissance économique soit modérée pour le reste de l'année, et à ce que l'économie commence à afficher une offre excédentaire durant la deuxième moitié de 2023. La croissance devrait ensuite s'accélérer graduellement en 2024.

La forte croissance démographique favorise la progression de la consommation globale et de l'emploi. Les dépenses des ménages sont freinées par les taux d'intérêt plus élevés. Compte tenu des taux d'intérêt actuels, la part du revenu consacrée au paiement des intérêts devrait continuer d'augmenter à mesure que les propriétaires renouvelleront leur prêt hypothécaire. La croissance des investissements des entreprises et des exportations devrait aussi se modérer, en raison des coûts d'emprunt plus élevés et de la demande étrangère plus faible.

Comme la croissance au Canada devrait être faible au cours des prochains trimestres, la Banque s'attend à ce que les attentes d'inflation à court terme diminuent, à ce que l'inflation des services et la croissance des salaires se modèrent et à ce que les pratiques d'établissement des prix des entreprises se normalisent. Parallèlement, les pressions intérieures sur les prix devraient continuer de s'atténuer, favorisant un retour graduel de l'inflation à la cible de 2 %.

En moyenne annuelle, la croissance du produit intérieur brut (PIB) du Canada devrait atteindre 1,4 % cette année, puis s'établir à 1,3 % en 2024. Pendant que l'économie s'adapte à des taux d'intérêt plus élevés et que l'inflation revient à la cible de 2 %, la croissance du PIB devrait se redresser en 2025 pour atteindre 2,5 %.

L'économie mondiale

Dans la plupart des régions, l'inflation a reculé après avoir atteint un sommet en 2022. Les mesures de l'inflation fondamentale et, en particulier, l'inflation des services demeurent cependant élevées dans de nombreux pays. Les grandes banques centrales continuent de souligner l'importance de maintenir une politique monétaire restrictive afin d'atteindre les cibles d'inflation qu'elles se sont fixées.

Les tensions récentes dans le secteur bancaire aux États-Unis et en Europe ont fortement accru la volatilité des marchés financiers. Les autorités ont réagi rapidement pour limiter les effets de ces tensions sur le système financier mondial. Néanmoins, les conditions de crédit se sont légèrement resserrées et le risque de nouvelles tensions a accentué l'incertitude.

La croissance mondiale devrait s'affaiblir au cours de la seconde moitié de 2023 et jusqu'à la première moitié de 2024, compte tenu de la politique monétaire restrictive appliquée dans les économies avancées. Dans une moindre mesure, des vents contraires liés au resserrement des conditions de crédit devraient aussi freiner la croissance aux États-Unis et en Europe. En revanche, dans notre projection, la levée de la plupart des restrictions sanitaires liées à la COVID-19 en Chine donne lieu à une reprise de l'activité en 2023 qui soutient la croissance mondiale et la demande de produits de base. Dans l'ensemble, la croissance mondiale devrait se chiffrer à environ 2,4 % en moyenne en 2023 et 2024. Elle devrait ensuite s'accélérer pour se situer à 2,8 % en 2025 (**tableau 1**).

Depuis le *Rapport* de janvier, la croissance mondiale pour 2023 a été revue à la hausse en raison d'une activité économique plus forte que prévu dans presque toutes les régions du globe, et ce, malgré une politique monétaire restrictive et l'incidence négative du resserrement des conditions de crédit aux États-Unis et en Europe. La croissance pour 2024 a quant à elle été revue à la baisse à cause d'un nouveau durcissement de la politique monétaire dans les économies avancées et des tensions dans le secteur bancaire depuis la parution du *Rapport* de janvier (**encadré 1**).

La Banque s'attend à ce que l'inflation diminue sensiblement dans la plupart des économies avancées au cours de 2023, compte tenu surtout de l'atténuation de la hausse des prix des biens. Cependant, l'inflation dans le secteur des services devrait demeurer élevée plus longtemps. Au fil du temps, le resserrement de la politique monétaire devrait réduire la demande de services, ralentir le marché de l'emploi et rapprocher davantage la croissance des coûts de main-d'œuvre avec celle de la productivité. L'inflation devrait se situer près des cibles visées par les banques centrales d'ici la fin de la période de projection.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2022	2023	2024	2025
États-Unis	16	2,1 (2,0)	1,3 (0,5)	0,4 (1,1)	1,8
Zone euro‡	12	3,5 (3,4)	0,7 (0,2)	0,5 (0,9)	1,5
Japon	4	1,0 (1,2)	0,9 (1,2)	1,2 (1,2)	1,3
Chine	19	3,0 (3,0)	5,7 (5,4)	4,7 (5,0)	4,2
Pays émergents importateurs de pétrole§	33	4,4 (5,0)	3,0 (2,2)	2,7 (2,4)	3,6
Autres pays¶	17	3,3 (3,6)	1,3 (0,3)	1,2 (2,1)	1,7
Monde	100	3,4 (3,6)	2,6 (1,9)	2,1 (2,4)	2,8

* 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 2021, publiées en octobre 2022 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Parce 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*.

‡ La Croatie est entrée dans la zone euro le 1^{er} janvier 2023. La projection actuelle et les données historiques n'incluent pas l'adhésion de ce pays.

§ 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).

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs et projections de la Banque du Canada

Encadré 1

Révisions des projections économiques depuis le *Rapport de janvier*

Perspectives mondiales

Les facteurs suivants expliquent les changements dans les perspectives des régions du globe importantes pour l'économie canadienne :

- Aux États-Unis, les perspectives de croissance ont été révisées à la hausse pour 2023, mais à la baisse pour 2024. Les données économiques récentes ont été meilleures que prévu. Une consommation de biens robuste, notamment les ventes de véhicules automobiles, et une reprise généralisée des exportations se traduisent par une croissance plus forte à court terme. Les tensions dans le secteur des banques régionales américaines pèsent sur la croissance en 2023 et en 2024. De plus, la Banque du Canada présume que la politique monétaire américaine se resserrera davantage parce que les pressions inflationnistes sont plus fortes qu'elle ne le prévoyait dans le *Rapport de janvier*.
- Dans la zone euro, la croissance en 2023 a été révisée à la hausse, principalement en raison de l'amélioration des perspectives de l'approvisionnement énergétique. La croissance pour 2024 a été révisée à la baisse à cause des

pressions inflationnistes plus élevées que prévu, qui laissent présager un resserrement de la politique monétaire plus prononcé qu'on l'avait supposé. Les tensions bancaires récentes pèsent également sur la croissance en 2023 et en 2024.

Dans l'ensemble, la croissance mondiale a été revue à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2023, mais légèrement à la baisse pour 2024. La croissance de la demande étrangère d'exportations canadiennes, toutefois, a été révisée à la baisse au cours de la période de projection en raison de la croissance plus faible dans des secteurs importants pour les exportations canadiennes.

Perspectives au Canada

- Le niveau de la production potentielle au cours de la période de projection a été révisé à la baisse d'environ 0,3 % depuis le *Rapport de janvier*, en grande partie à cause des investissements plus faibles des entreprises. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle sont données dans l'**annexe** (p. 31).

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

- Les gains d'emploi ont dépassé les attentes. Cela s'explique à la fois par la vigueur inattendue de la demande de main-d'œuvre et par l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre, laquelle est attribuable à la forte croissance démographique et à la hausse du taux d'activité.
- La croissance du produit intérieur brut (PIB) au quatrième trimestre de 2022 a été nulle et inférieure aux attentes. Le résultat plus faible est essentiellement dû à une normalisation des investissements en stocks qui était attendue dans la première moitié de 2023.
- La croissance du PIB a été revue à la hausse pour 2023, et à la baisse pour 2024. Les **tableaux 2 et 3** présentent les révisions apportées à la prévision.
 - La croissance des dépenses de consommation est temporairement dynamisée en 2023 par une croissance de l'emploi et de la population plus élevée que prévu, ainsi que par les nouveaux transferts temporaires annoncés dans les budgets des gouvernements.
 - Le PIB est également stimulé par de nouvelles mesures budgétaires annoncées récemment par les gouvernements fédéral et provinciaux, qui ajoutent environ 25 milliards de dollars par an au cours des trois prochaines années.
 - La croissance des exportations a connu une montée inattendue au premier trimestre de 2023, portée par les améliorations dans la chaîne d'approvisionnement du secteur automobile et l'expédition des récoltes abondantes de 2022. Cette vigueur est temporaire, et la croissance des exportations a été revue à la baisse par la suite en raison des révisions négatives de la demande de produits canadiens par les États-Unis.
 - Les investissements en stocks devraient avoir un effet modérateur moindre sur la croissance en 2023.
- Les perspectives de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation demeurent essentiellement inchangées pour 2023 et 2024.

Inflation persistante

L'inflation des biens fléchit dans la plupart des économies avancées (**graphique 1**). Cette situation reflète les améliorations enregistrées au niveau des chaînes d'approvisionnement ainsi que les prix plus bas de l'énergie¹. La demande de biens ralentit également du fait des hausses passées des taux d'intérêt et d'un changement des habitudes de consommation, qui favorisent à nouveau des services à forte proximité physique. Ces dynamiques devraient se poursuivre, la baisse de l'inflation des biens expliquant le gros de la diminution attendue de l'inflation dans les économies avancées en 2023.

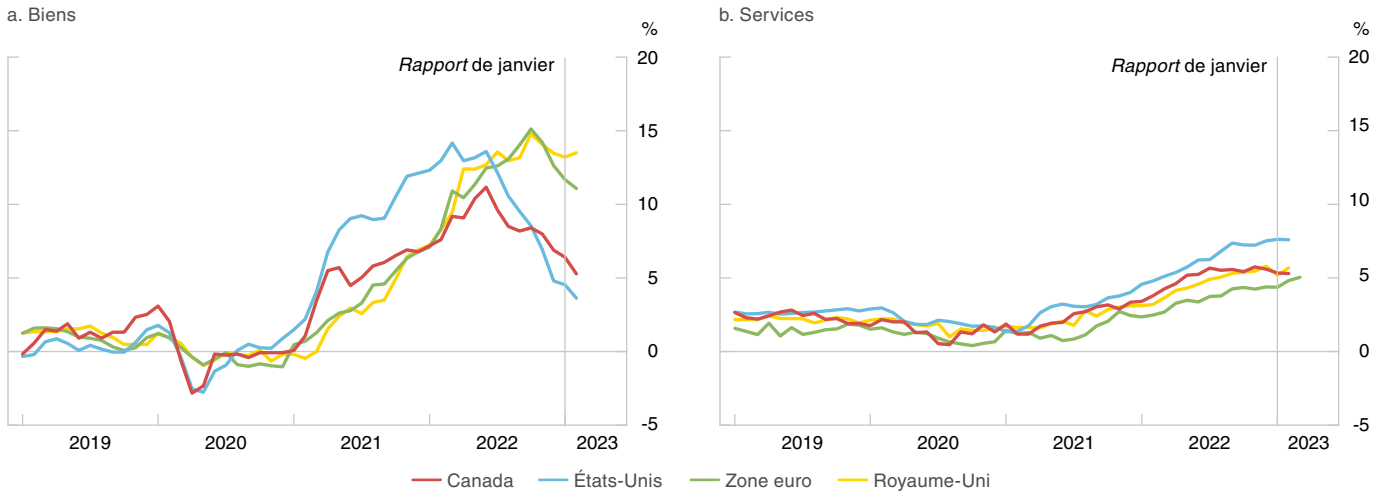
Dans le secteur des services, l'inflation reste toutefois élevée et devrait reculer plus lentement. La demande de services est vigoureuse et les marchés du travail restent tendus aux États-Unis et dans la zone euro. Selon une enquête de la Banque fédérale de réserve de Richmond, les entreprises américaines pensent qu'à court terme, la croissance des prix des services avoisinera 4 %.

Dans notre projection, l'inflation continue de se maintenir bien au-dessus des cibles visées par les banques centrales tout au long de cette année. Les éventuelles baisses à venir de l'inflation dépendront en grande partie du rythme auquel l'expansion des prix des services ralentira.

¹ Par exemple, l'indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (indice GSCPI) de la Banque fédérale de réserve de New York se situe maintenant en dessous de sa moyenne historique après avoir été particulièrement élevé ces deux dernières années.

Graphique 1 : Dans la plupart des économies avancées, l'inflation ralentit dans le secteur des biens et se stabilise dans le secteur des services

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Nota : L'inflation est calculée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro et par l'indice des prix à la consommation dans les autres pays. L'inflation dans les secteurs des biens et des services incluent les prix des aliments et les prix de l'énergie.

Sources : Statistique Canada, Eurostat et Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mars 2023 (figure b; zone euro); février 2023 (autres)

Conditions de crédit plus restrictives

Les conditions de crédit se sont resserrées depuis janvier dans certaines régions (**graphique 2**). Au début de mars, les retraits massifs de dépôts qu'ont subi la Silicon Valley Bank et la Signature Bank ont conduit la Federal Deposit Insurance Corporation des États-Unis à prendre le contrôle de ces banques et à offrir un soutien extraordinaire à leurs déposants. Peu après, Credit Suisse a été la proie de graves tensions sur les marchés. Les autorités suisses ont réagi en facilitant son rachat par UBS.

Dans le passé, il n'était pas rare que les épisodes prolongés de tensions dans le secteur bancaire entraînent une diminution de l'émission d'obligations sur le marché primaire et un élargissement des écarts de crédit pour les institutions financières. Il était alors plus coûteux pour les banques de se financer, et elles réagissaient en resserrant leurs conditions de crédit.

Dernièrement, les coûts de financement des banques américaines ont augmenté, et certains acteurs s'inquiètent que les conditions de financement puissent encore se détériorer. Par conséquent, on s'attend à un certain recul des prêts bancaires, surtout ceux accordés par les banques régionales américaines, qui jouent un rôle important dans l'octroi de crédit aux petites entreprises.

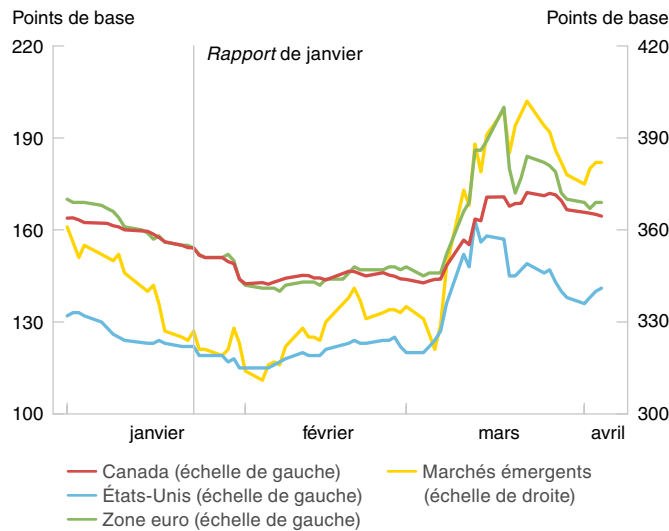
Les écarts de crédit se sont aussi nettement creusés à la mi-mars. Ce durcissement a été en partie compensé par la baisse des rendements des obligations d'État à long terme. Plus récemment, les marchés financiers se sont largement stabilisés et de nombreux indicateurs des conditions financières se sont améliorés.

Le taux de change Canada–États-Unis est demeuré essentiellement inchangé depuis janvier (**graphique 3** et **encadré 2**).

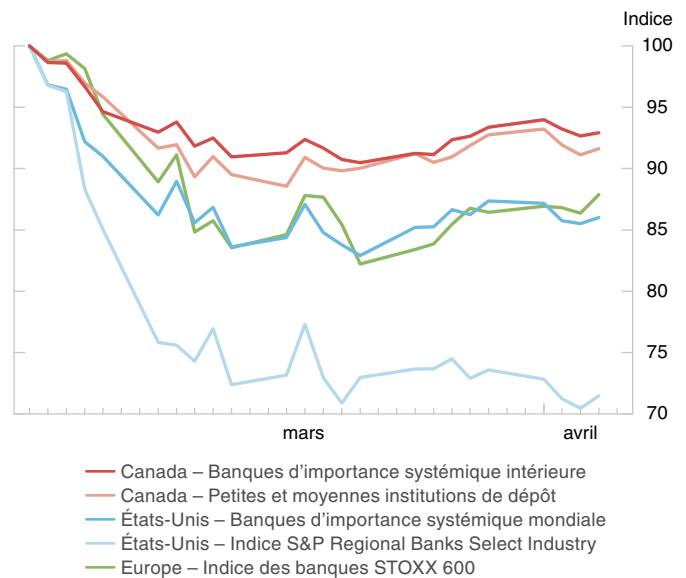
Graphique 2 : Les écarts de crédit se sont creusés, et les actions des banques ont chuté, en particulier celles des banques régionales américaines

Données quotidiennes

a. Écarts de taux sur les obligations de sociétés



b. Actions des banques, base 100 de l'indice : 6 mars 2023



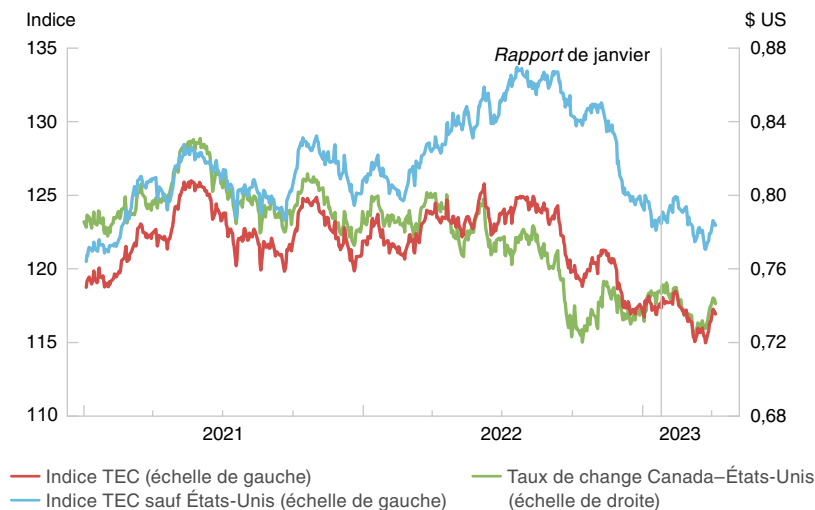
Nota : Les écarts de taux aux États-Unis et dans les marchés émergents sont corrigés en fonction des clauses optionnelles et correspondent à la différence entre les rendements des obligations libellées en dollars américains et ceux des obligations du Trésor américain. Pour le Canada et la zone euro, 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. La courbe « Canada – Banques d'importance systémique intérieure » correspond à la moyenne non pondérée du cours des actions des six banques suivantes : la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la Banque Nationale du Canada, la Banque Toronto-Dominion et la Banque Royale du Canada. La courbe « Canada – Petites et moyennes institutions de dépôt » correspond à la moyenne non pondérée des trois banques suivantes : EQB Inc., la Banque canadienne de l'Ouest et la Banque Laurentienne du Canada. L'indice des banques d'importance systémique mondiale américaines correspond à la moyenne non pondérée du cours des actions des huit banques suivantes : Bank of America Corporation, Citigroup Inc, Goldman Sachs Group Inc, JPMorgan Chase & Co., Morgan Stanley, State Street Corporation, Bank of New York Mellon Corporation et Wells Fargo & Company.

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

Dernière observation : 6 avril 2023

Graphique 3 : La valeur du dollar canadien demeure essentiellement inchangée par rapport au dollar américain

Taux de change canadiens, données quotidiennes



Nota : L'indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada.

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

Dernière observation : 6 avril 2023

Encadré 2

Principaux éléments de la projection

La projection de la Banque du Canada repose sur plusieurs éléments clés et des hypothèses concernant la trajectoire future de ceux-ci. La Banque réexamine périodiquement ces hypothèses et ajuste sa projection en conséquence. En voici les principaux éléments :

- Les prix du pétrole ont été volatils récemment sous l'effet des tensions accrues dans le système financier mondial et des réductions de production annoncées par de grands producteurs de pétrole. Au cours de la période de projection, la Banque situe le prix du baril à 85 \$ US pour le Brent et à 80 \$ US pour le West Texas Intermediate, comme dans le *Rapport* de janvier. Elle postule que le prix du Western Canadian Select s'établit à 65 \$ US le baril, soit 5 \$ US au-dessus de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de janvier.
- Les prix des produits de base non énergétiques devraient continuer d'avoisiner leurs niveaux actuels durant la période de projection.
- 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 74 cents américains pendant la période de projection, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment. Cette hypothèse reste la même que dans le *Rapport* de janvier.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait passer de 1,4 % en 2022 à environ 2 % au cours de la période de projection. Des précisions sur les perspectives de la Banque à cet égard sont données dans l'**annexe**, à la page 31.
- Selon les estimations, le produit intérieur brut (PIB) réel a progressé à peu près au même rythme que la production potentielle au premier trimestre de 2023. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production se situe entre 0,25 et 1,25 % au premier trimestre, ce qui est conforme à l'estimation pour le quatrième trimestre de 2022¹.
- L'information contenue dans l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux publiés est prise en compte dans la projection.
- La Banque estime que le taux nominal neutre au Canada se situe dans une fourchette de 2 à 3 %². La projection repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point médian de cette fourchette. Des précisions sur l'évaluation annuelle que fait la Banque sont fournies dans l'**annexe**.

1 L'écart de production pour le quatrième trimestre de 2022, qu'on situait entre 0,50 et 1,50 % dans le *Rapport* de janvier, a été révisé à la baisse. On estime maintenant qu'il s'inscrit dans une fourchette de 0,25 à 1,25 %. Cela est principalement attribuable au PIB plus faible qu'anticipé pour ce trimestre (**encadré 1** et **tableau 3**).

2 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 en savoir plus, voir J. Champagne, C. Hajzler, D. Matveev, H. Melinchuk, A. Poulin-Moore, K. Ozhan, Y. Park et T. Taskin (à paraître), *Potential output and neutral rate in Canada: 2023 assessment*, note analytique du personnel, Banque du Canada; et S. Ahmed, A. Avshalumov, T. Chaar, E. Ekanayake, H. Lao, L. Poirier, J. Rolland-Mills, P. Selcuk, A. Toktamyssov et L. Xiang (à paraître), *Assessing global potential output growth and the US neutral rate: April 2023*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

Faible croissance de l'économie américaine et de la demande de produits canadiens

Aux États-Unis, l'expansion de l'économie a été plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* de janvier. Elle devrait toutefois ralentir de façon marquée au second trimestre de 2023 puis stagner jusqu'au premier trimestre de 2024. La croissance atone durant cette période s'explique surtout par le resserrement de la politique monétaire et, dans une moindre mesure, par celui des conditions de crédit.

On s'attend à ce qu'au cours de la période de projection, les composantes de l'activité aux États-Unis qui sont importantes pour les exportations canadiennes croissent plus lentement que le produit intérieur brut américain pour les raisons suivantes :

- Les consommateurs américains devraient modérer leurs dépenses en biens dans une plus large mesure que celles en services, sous l'influence de deux facteurs. Tout d'abord, après avoir bondi au début de la pandémie, la part du revenu des ménages consacrée aux biens devrait diminuer. Ensuite, les hausses des taux d'intérêt auront un effet plus prononcé sur la consommation de biens que sur celle de services. Ces évolutions touchent de manière disproportionnée la demande de produits canadiens aux États-Unis, du fait que les exportations canadiennes hors produits de base concernent davantage les biens que les services.
- Les entreprises américaines devraient réduire sensiblement leurs investissements en matériel – un élément déterminant des exportations canadiennes.

Activité modérée dans la zone euro

L'invasion de l'Ukraine par la Russie continue d'avoir des répercussions importantes sur l'économie de la zone euro. Les perturbations de l'approvisionnement en énergie ont freiné la production du secteur manufacturier. D'autre part, l'inflation élevée érode le pouvoir d'achat en plus de peser sur la demande des ménages.

Les températures plus douces qu'à l'habitude cet hiver et les nouveaux arrivages de gaz naturel non russe ont entraîné une amélioration des perspectives pour l'approvisionnement énergétique européen, ce qui a renforcé la confiance des consommateurs et des entreprises. En outre, le taux de chômage est peu élevé dans l'ensemble de la zone euro.

Cela dit, on s'attend à ce que la hausse des taux d'intérêt réduise la demande et à ce que le taux d'inflation se rapproche de la cible de la Banque centrale européenne au cours de la période de projection. Le rythme d'expansion de l'économie devrait demeurer inférieur à celui de la production potentielle jusqu'à la seconde moitié de 2024, avant de s'intensifier.

Forte croissance en Chine

La croissance de l'activité économique en Chine devrait être vigoureuse durant la première moitié de 2023. La demande intérieure se raffermira depuis la levée de la plupart des restrictions sanitaires liées à la COVID-19, et le secteur des services affiche des signes d'un redressement marqué, en particulier en ce qui concerne le transport aérien. Même si les investissements résidentiels ont augmenté récemment, on s'attend encore à ce que l'activité du secteur immobilier soit bridée par la construction excessive de logements et par le durcissement réglementaire survenus dans le passé. Les politiques budgétaire et monétaire demeurent expansionnistes.

L'économie chinoise devrait voir sa croissance ralentir durant la seconde moitié de 2023, à mesure que les effets de sa réouverture s'atténueront. On s'attend aussi à ce que la baisse continue de la population en âge de travailler pèse sur l'activité économique en 2024 et en 2025.

Cours du pétrole volatils

Après avoir connu un récent épisode de volatilité, les cours mondiaux du pétrole ont regagné les niveaux observés au moment de la parution du *Rapport* de janvier (**graphique 4**). Les tensions dans le secteur bancaire ont certes provoqué une forte baisse des cours au début de mars, mais cette chute a été en partie compensée par l'amélioration des conditions financières qui s'est produite par la suite. Puis, les prix se sont encore redressés après que plusieurs membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains pays producteurs non membres de l'OPEP ont rendu publiques leurs intentions de réduire leur production.

Par conséquent, l'hypothèse de la Banque concernant les cours mondiaux du pétrole demeure la même qu'en janvier : le prix du baril devrait s'établir à 85 \$ US pour le Brent et à 80 \$ US pour le West Texas Intermediate (WTI).

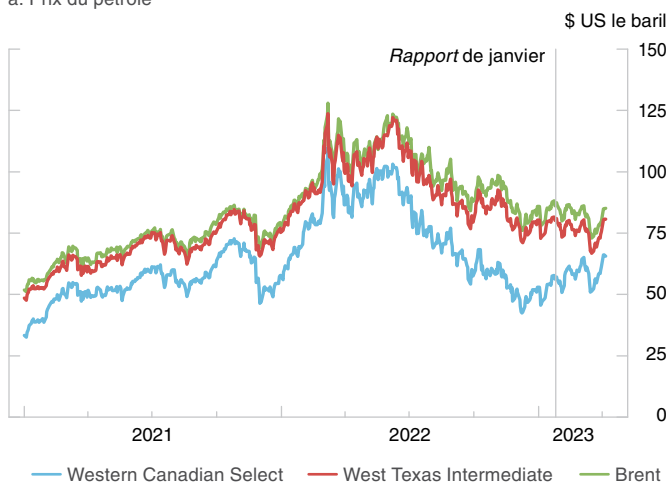
Depuis la parution du *Rapport* de janvier, la décote sur le Western Canadian Select (WCS) par rapport au WTI s'est amenuisée pour avoisiner 15 \$ US le baril. Le WCS a renchéri du fait que les programmes d'entretien saisonnier ont fait ralentir la production au Canada. Parallèlement, les mises hors service de raffineries américaines ont diminué, et l'écoulement d'une partie des réserves stratégiques de pétrole des États-Unis a quasiment pris fin.

Les prix du gaz naturel ont reculé de nouveau aussi bien en Amérique du Nord qu'en Europe en raison de la douceur de l'hiver. Les préoccupations entourant les pénuries de gaz naturel en Europe se sont atténuées, et on s'attend maintenant à ce que l'Europe dispose d'un niveau de réserves adéquat l'hiver prochain.

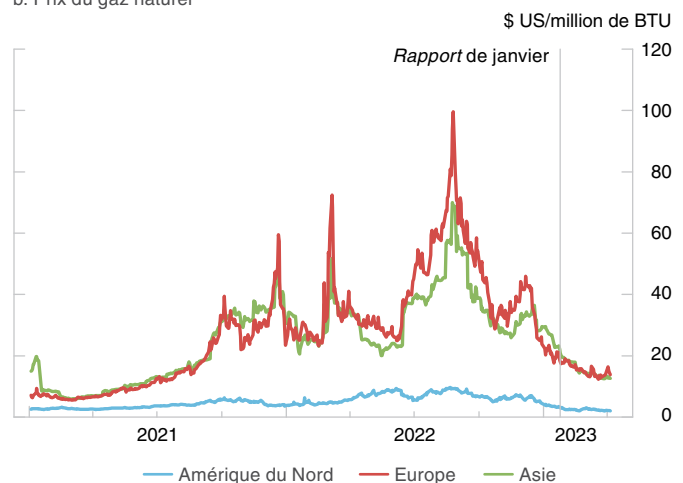
Graphique 4 : Depuis la livraison du *Rapport* de janvier, les prix du pétrole n'ont pratiquement pas changé, mais les prix du gaz naturel ont davantage fléchi

Données quotidiennes

a. Prix du pétrole



b. Prix du gaz naturel



Nota : Les cours du gaz naturel en Europe, exprimés en euros par mégawatt-heure, sont convertis en dollars américains par million d'unités thermiques britanniques (million de BTU). Le cours de référence pour l'Amérique du Nord 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, Intercontinental Exchange, Kalibrate Canada et *Financial Times* via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 6 avril 2023

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque est en léger retrait comparativement à janvier. Les prix des métaux communs se sont repliés, car la demande émanant du secteur de la construction en Chine ne s'est pas renforcée autant que les marchés l'avaient prévu. Les prix du bois d'œuvre ont aussi diminué à la suite d'un nouveau fléchissement de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Les prix des produits agricoles demeurent quant à eux largement inchangés.

L'économie canadienne

Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) reste trop élevée. Elle continue toutefois de reculer par rapport aux récents sommets, en raison de la baisse des cours de l'énergie et des augmentations plus faibles des prix d'autres biens. Comme on s'y attendait lors de la publication du *Rapport* de janvier, elle a diminué en février, pour s'établir à 5,2 %.

La demande excédentaire et le marché du travail, qui demeure tendu, exercent encore des pressions à la hausse sur les prix intérieurs.

La Banque anticipe un repli de la croissance économique, qui devrait passer de 3,4 % en 2022 à 1,4 % en 2023 et à 1,3 % en 2024 (**tableau 2**). Après avoir rebondi au premier trimestre de 2023, la croissance trimestrielle devrait être faible le reste de l'année et se raffermir graduellement en 2024. La politique monétaire restrictive continue de peser sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises, et la faible demande étrangère freine la progression des exportations.

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

Points de pourcentage**

	2022	2023	2024	2025
Consommation	2,6 (2,7)	1,1 (0,7)	0,5 (0,9)	1,2
Logement	-1,1 (-1,0)	-0,8 (-0,7)	0,4 (0,3)	0,4
Administrations publiques	0,5 (0,3)	0,6 (0,4)	0,5 (0,4)	0,5
Investissements fixes des entreprises	0,7 (0,9)	0,1 (0,2)	0,0 (0,1)	0,5
Total partiel : demande intérieure finale	2,6 (2,9)	1,0 (0,6)	1,4 (1,7)	2,6
Exportations	0,9 (0,9)	1,4 (1,0)	0,3 (1,0)	1,0
Importations	-2,3 (-2,4)	0,2 (0,4)	-0,5 (-0,7)	-0,8
Stocks	2,2 (2,3)	-1,2 (-1,0)	0,1 (-0,2)	-0,3
PIB	3,4 (3,6)	1,4 (1,0)	1,3 (1,8)	2,5
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	0,5–2,0 (0,5–2,0)	1,4–3,2 (1,4–3,3)	1,0–3,2 (1,4–3,5)	1,2–2,8
Revenu intérieur brut réel	5,1 (5,3)	-0,2 (-1,5)	0,5 (1,2)	1,9
Inflation mesurée par l'IPC	6,8 (6,8)	3,5 (3,6)	2,3 (2,3)	2,1

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

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

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

Parallèlement, la forte expansion démographique stimule les dépenses globales de consommation et alimente l'offre de main-d'œuvre. En 2025, la croissance économique devrait se raffermir à mesure que la demande étrangère se redressera et que les effets du resserrement de la politique monétaire passé s'estomperont, pour ainsi atteindre 2,5 %.

La Banque continue de s'attendre à ce que l'inflation mesurée par l'IPC descende autour de 3 % au milieu de 2023. L'inflation des biens est en train de ralentir en raison des reculs passés des prix de l'essence, de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement mondiales et des effets modérateurs des taux d'intérêt élevés sur la demande mondiale. En revanche, l'inflation du logement demeure élevée. L'augmentation des prix de nombreux autres services reste aussi élevée. Cette situation est attribuable à la vigueur de la demande de services – les ménages voulant profiter de ce qui leur a manqué pendant la pandémie – ainsi qu'aux tensions soutenues sur le marché du travail.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait retourner à la cible de 2 % à la fin de 2024. Selon la projection, les taux d'intérêt élevés freineront la demande et l'offre s'accroîtra pour devenir légèrement excédentaire durant la deuxième moitié de 2023. Les pressions sur les marchés des biens et du travail au pays commenceront à s'atténuer. La croissance des prix et des salaires, quant à elle, progressera de façon modérée, alors que celle de la productivité se raffermira. L'inflation des services baissera graduellement, car elle met plus de temps à subir les effets de la politique monétaire restrictive.

Inflation élevée mais en baisse

L'inflation mesurée par l'IPC – qui s'est établie à 5,2 % en février (**graphique 5**, figure a) – recule essentiellement comme prévu, surtout à cause du fléchissement des cours de l'énergie². L'inflation des biens, excluant les aliments et l'énergie, a aussi légèrement baissé. Par contre, l'inflation des aliments achetés en magasin reste élevée, se maintenant à un peu plus de 10 %. L'expérience passée laisse supposer que le récent allègement des pressions sur les coûts de production et de distribution entraînera un ralentissement de l'inflation des aliments au cours des prochains mois (**graphique 6**).

L'inflation mesurée par l'IPC sur trois mois est descendue à environ 1,6 % (**graphique 5**, figure b), ce qui donne à penser que l'inflation globale continuera de diminuer à court terme.

L'inflation fondamentale est aussi un peu descendue et se situe juste au-dessous de 5 %. Les mesures sur trois mois étant autour de 3,5 %, l'inflation fondamentale devrait baisser dans les mois à venir.

Sur trois mois, l'inflation fondamentale demeure néanmoins bien au-dessus de l'inflation mesurée par l'IPC. Cette vigueur supplémentaire s'explique en grande partie par les prix des services de référence hors logement, pour lesquels l'inflation a été plus persistante au cours des derniers mois que pour l'ensemble des services hors logement (**graphique 7**)³. Pour que l'inflation mesurée par l'IPC retourne durablement à la cible de 2 %, l'inflation fondamentale devra encore baisser.

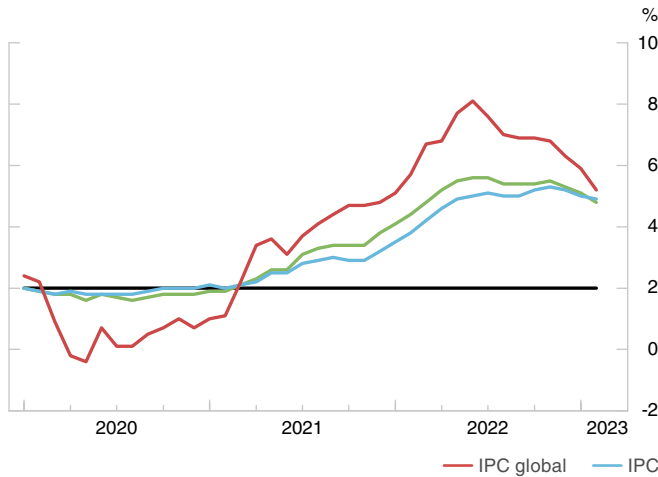
² Pour une description des forces mondiales et nationales qui ont fait monter l'inflation à des sommets inégalés depuis 40 ans, voir C. Rogers (2023), *Comprendre les causes de la forte inflation*, discours prononcé devant les chambres de commerce du Manitoba, Winnipeg, 9 mars.

³ Les services de référence hors logement isolent les composantes des services hors logement qui sont comprises dans le calcul mensuel de l'IPC-tronq. L'écart entre les services de référence hors logement et les services hors logement est en grande partie attribuable à l'exclusion de la baisse des frais de services de garde d'enfants.

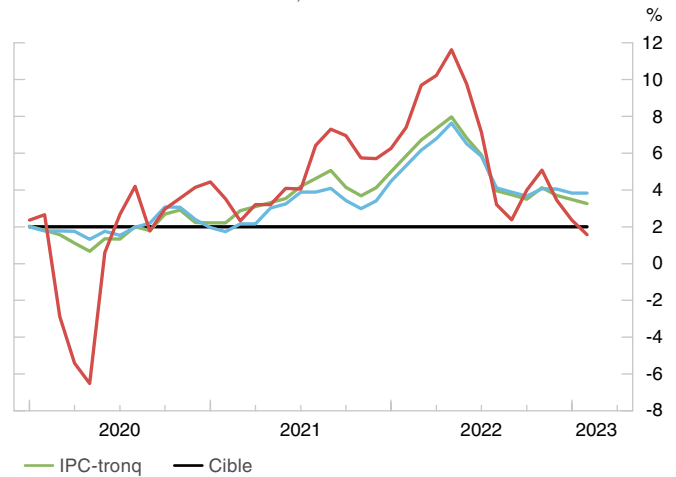
Graphique 5 : L'inflation sur un an reste élevée, et l'inflation sur trois mois a continué de diminuer

Mesures de l'inflation globale et fondamentale, données mensuelles

a. Taux de variation sur un an



b. Taux de variation sur trois mois, données annualisées et désaisonnalisées

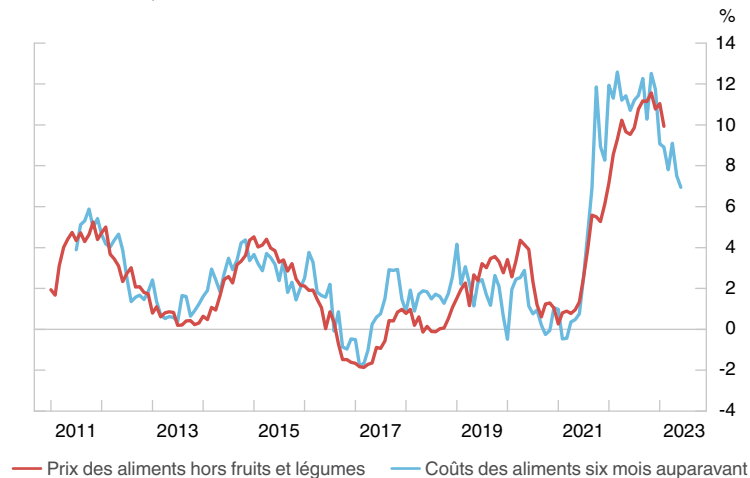


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2023

Graphique 6 : L'atténuation des pressions sur les coûts des intrants laisse croire que l'inflation pourrait diminuer davantage dans le secteur alimentaire

Taux de variation sur un an, données mensuelles



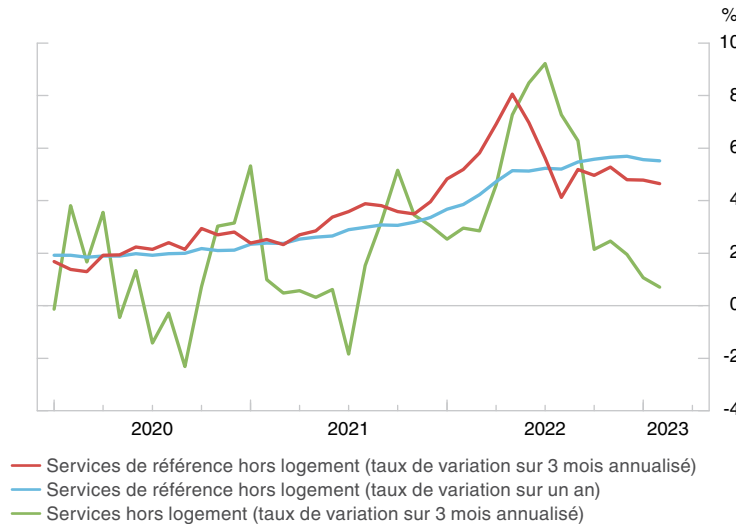
Nota : Les coûts des aliments sont estimés sous forme d'une moyenne pondérée des coûts associés à la chaîne d'approvisionnement des aliments, dont les coûts des importations, de la production, du transport et de la main-d'œuvre.

Sources : Statistique Canada, indices HARPEX et Baltic Dry via Haver Analytics, et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2023

Graphique 7 : L'inflation demeure élevée pour les services de référence hors logement

Données mensuelles



Nota : Les services de référence hors logement isolent les composantes des services hors logement qui sont comprises dans le calcul mensuel de l'IPC-tronq.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2023

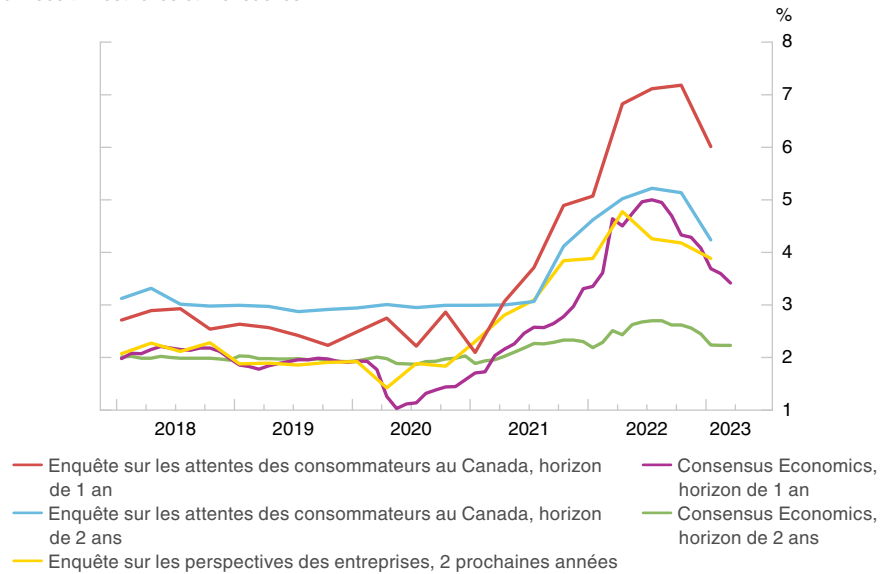
Attentes d'inflation élevées, mais qui diminuent

Les attentes d'inflation des entreprises, des consommateurs et des prévisionnistes ont fléchi, d'après les récentes enquêtes (**graphique 8**). De plus, les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises du premier trimestre de 2023 indiquent que ces attentes ont continué de se modérer. Comparativement aux enquêtes précédentes, à l'horizon de deux ans, moins de répondants anticipent une inflation de 5 à 6 %, et plus s'attendent à un taux entre 2 et 3 % (**graphique 9**).

Cela dit, la plupart des répondants aux enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs estiment encore que l'inflation mesurée par l'IPC dépassera les prévisions de la Banque au cours des deux années à venir. Par exemple, les attentes des participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises se maintiennent autour d'une fourchette de 3 à 4 %. Les attentes d'inflation à long terme restent compatibles avec la cible de 2 %.

Graphique 8 : Les attentes d'inflation à court terme ont diminué, mais demeurent élevées

Données trimestrielles et mensuelles



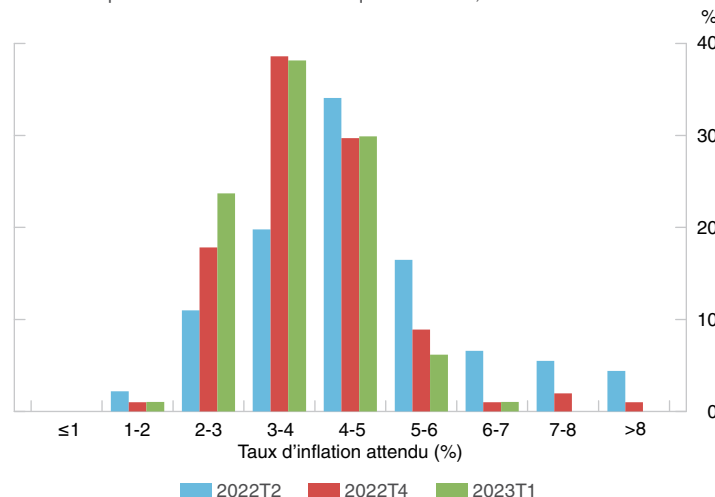
Nota : Les prévisions de Consensus Economics pour la prochaine année (selon des données mensuelles) et pour les deux prochaines années (publications de données mensuelles et trimestrielles) sont converties en prévisions fondées sur un horizon fixe à l'aide d'une moyenne pondérée des prévisions sur un horizon fixe. Les attentes sur un horizon d'un an se rapportent aux attentes d'inflation au cours des douze prochains mois; l'horizon de deux ans se rapporte en revanche à une période de 13 à 24 mois.

Sources : Consensus Economics, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mars 2023 (Consensus Economics); 2023T1 (enquête sur les perspectives des entreprises et enquête sur les attentes des consommateurs au Canada)

Graphique 9 : Les attentes d'inflation des entreprises ont continué de baisser

Pourcentage de répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant des attentes d'inflation pour les deux prochaines années dans chaque fourchette, données trimestrielles



Nota : Les estimations sont fondées sur les réponses des entreprises à la question suivante de l'enquête sur les perspectives des entreprises : « Au cours des 2 prochaines années, quelles sont vos anticipations du taux annuel d'inflation sur la base de l'indice des prix à la consommation? » Les fourchettes excluent la limite inférieure et incluent la limite supérieure.

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

Dernière observation : 2023T1

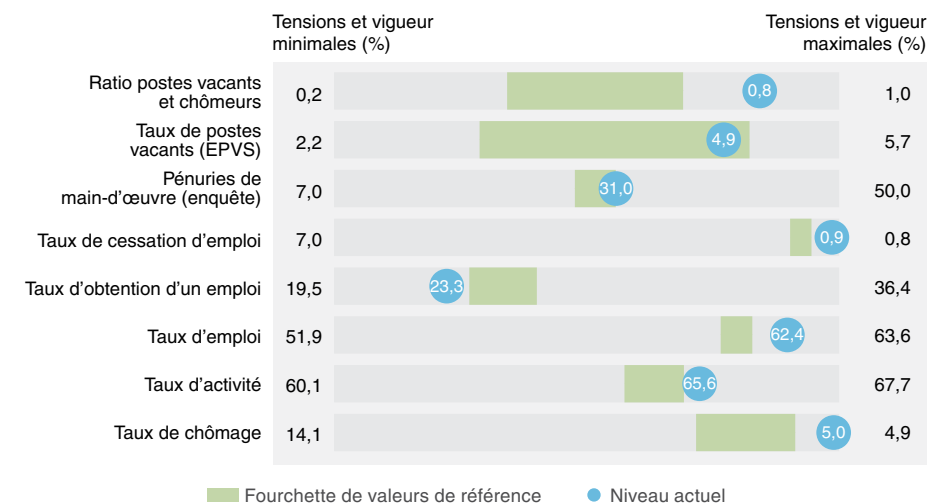
Économie encore en situation de demande excédentaire

Le rythme de l'activité économique au Canada a ralenti depuis la mi-2022, mais la demande continue de dépasser l'offre. Dans l'ensemble, l'estimation de l'écart de production – c'est-à-dire la différence entre le PIB et la production potentielle – s'établit entre 0,25 % et 1,25 % au premier trimestre de 2023.

Le marché du travail demeure tendu et une vaste gamme d'indicateurs laisse supposer qu'on est encore au-dessus du niveau d'emploi durable maximal (**graphique 10**). Selon l'Enquête sur la population active de Statistique Canada, les gains d'emploi ont dépassé les attentes; on observe en effet une création nette de plus de 205 000 emplois dans les trois premiers mois de 2023.

Graphique 10 : Le marché du travail est encore tendu

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



Nota : L'« enquête » désigne l'enquête sur les perspectives des entreprises, « EPVS », l'Enquête sur les postes vacants et les salaires, et « EPA », l'Enquête sur la population active. Le ratio postes vacants et chômeurs se fonde sur les données de l'EPVS et de l'EPA. Ce ratio est une proportion et non un pourcentage. Sauf indication contraire, les données de toutes les autres séries proviennent de l'EPA. Pour en savoir plus sur les valeurs de référence, voir E. Ens, C. Luu, et K. See (à paraître), *Valeurs de référence pour évaluer la santé du marché du travail*, mise à jour de 2023, note analytique du personnel, Banque du Canada.

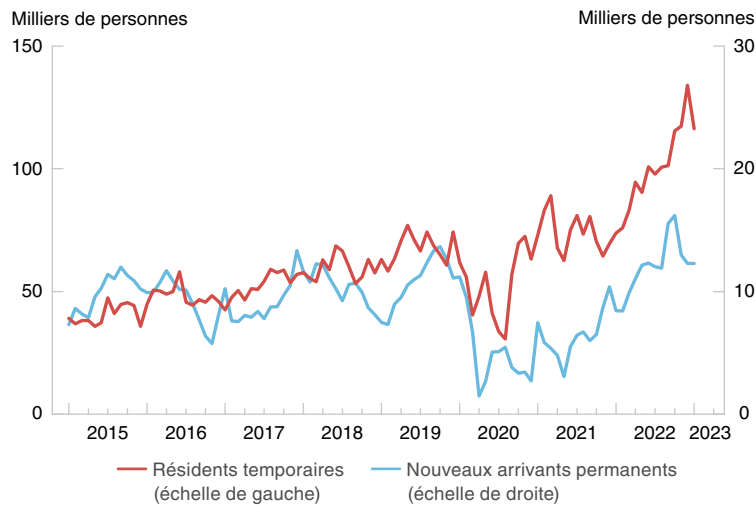
Sources : Statistique Canada, Banque du Canada
et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2023T1 (enquête sur les perspectives des entreprises); janvier 2023 (EPVS); mars 2023 (EPA)

La croissance constante du facteur travail indique que la demande de main-d'œuvre reste forte, mais l'offre s'est aussi beaucoup accrue. Comme l'indiquait le *Rapport* de janvier, les augmentations des subventions pour la garde d'enfants et les modalités de travail plus flexibles ont contribué à la hausse du taux d'activité des femmes. De plus, le fort afflux de résidents permanents et non permanents a entraîné une expansion marquée de la population active (**graphique 11**). En particulier, les entreprises ont considérablement élargi leur recours au Programme des travailleurs étrangers temporaires.

Graphique 11 : L'afflux de nouveaux arrivants au Canada a augmenté de façon marquée

Données mensuelles désaisonnalisées



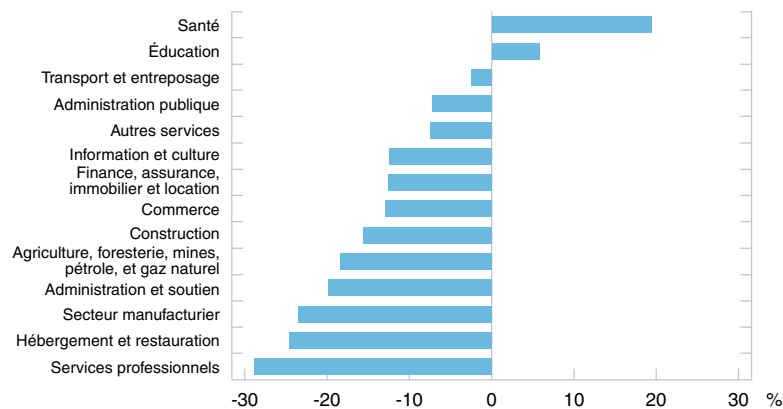
Nota : Les résidents temporaires incluent les participants au Programme des travailleurs étrangers temporaires et au Programme de mobilité internationale ainsi que les détenteurs d'un permis d'études. Les nouveaux arrivants permanents comprennent les résidents permanents de la catégorie économique qui ne sont pas arrivés avec un permis de séjour temporaire.

Sources : Immigration, Réfugiés et Citoyenneté Canada
et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2023

Graphique 12 : Le nombre de postes vacants a diminué dans le secteur privé

Variation en pourcentage des postes vacants de l'EPVS entre mai 2022 et janvier 2023, données désaisonnalisées



Nota : « EPVS » désigne l'Enquête sur les postes vacants et les salaires.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

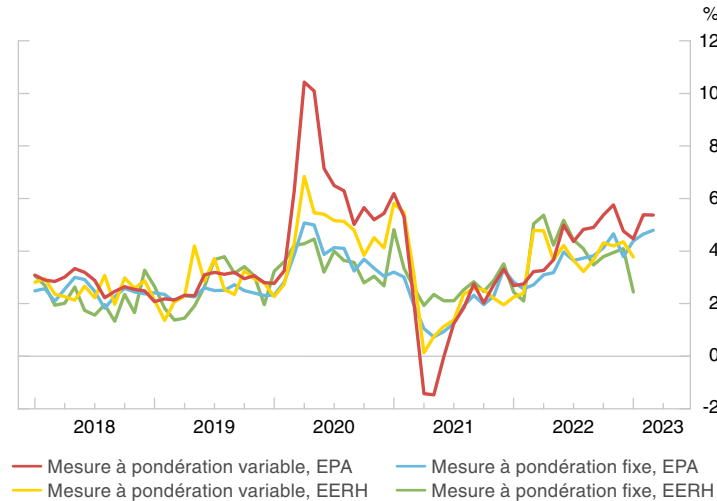
Dernière observation : janvier 2023

Le resserrement de la politique monétaire a un effet modérateur sur la demande de travailleurs dans les branches d'activité où la demande est la plus sensible aux taux d'intérêt (**graphique 12**). Les participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ont déclaré qu'il leur était plus facile de trouver les travailleurs dont ils avaient besoin. Selon eux, cette situation s'expliquerait par la diminution de la concurrence et l'amélioration de l'offre en ce qui concerne la main-d'œuvre.

La plupart des mesures de la croissance des salaires demeurent aux alentours de 4 à 5 %, les augmentations salariales étant généralisées à l'échelle des secteurs (**graphique 13**). Dans les récentes enquêtes menées

Graphique 13 : La plupart des mesures de croissance des salaires restent autour de 4 à 5%

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



Nota : « EPA » désigne l'Enquête sur la population active et « EERH », l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail. La mesure à pondération fixe de l'EPA est établie à l'aide des pondérations de 2019 relatives à l'emploi.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : janvier 2023 (EERH); mars 2023 (EPA)

après des entreprises, les répondants ont dit s'attendre à ce que le rythme de croissance des salaires ralentisse au cours de la prochaine année. Les augmentations salariales qu'ils prévoient restent malgré tout au-dessus de la moyenne historique. À moins que la croissance de la productivité ne devienne étonnamment forte, il ne sera pas possible d'atteindre la cible d'inflation de 2 % si la croissance des salaires se maintient dans cette fourchette de 4 à 5 %.

Les entreprises font encore état de contraintes de capacité, dont des pénuries de main-d'œuvre et des problèmes d'approvisionnement, ce qui pèse sur la production et les ventes. Les entreprises affirment cependant que les pressions sur la capacité ont diminué comparativement au niveau exceptionnellement élevé de l'an passé.

Croissance modeste de la demande et hausse de l'offre

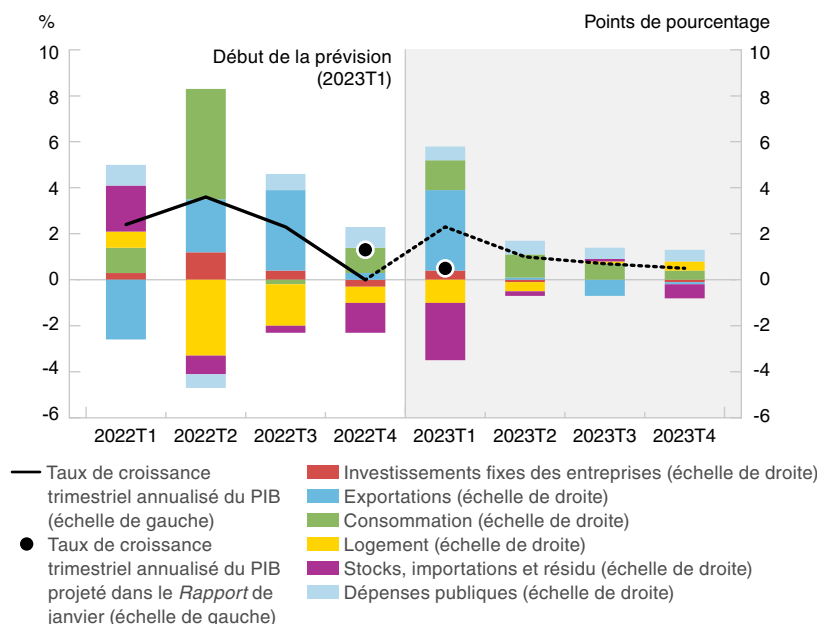
On estime que le PIB réel, après avoir été plus faible que prévu au quatrième trimestre de 2022, s'est redressé et a atteint 2,3 % au premier trimestre de 2023. La Banque s'attend à ce que la croissance soit lente et s'inscrive en deçà de 1 % en moyenne le reste de l'année (**graphique 14** et **tableau 3**).

Les hausses de taux d'intérêt au Canada freinent la progression de la demande intérieure. Parallèlement, les taux élevés et, dans une moindre mesure, les tensions que subissent les banques régionales américaines, restreignent la demande d'exportations canadiennes.

En revanche, la forte croissance démographique devrait favoriser les dépenses des ménages. On prévoit également que l'augmentation de la population découlant de l'immigration et des résidents temporaires alimente aussi bien l'offre que la demande. Ainsi, l'économie pourrait croître à un rythme un peu plus rapide qu'on ne s'y attendait précédemment sans que cela n'exerce de pressions inflationnistes supplémentaires.

Graphique 14 : La croissance devrait être modeste en 2023

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

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

	2022		2023			2022	2023	2024	2025
	T3	T4	T1	T2		T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)	7,2 (7,2)	6,7 (6,7)	5,2 (5,4)	3,3		6,7 (6,7)	2,5 (2,6)	2,1 (2,0)	2,0
PIB réel (taux de variation sur un an)	3,8 (3,9)	2,1 (2,5)	2,0 (2,0)	1,4		2,1 (2,5)	1,1 (0,5)	1,9 (2,4)	2,6
PIB réel (taux de variation sur un trimestre, chiffres annualisés)†	2,3 (2,9)	0,0 (1,3)	2,3 (0,5)	1,0					

* 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*.

† Les deux premiers trimestres de 2023 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 sont présentés pour 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 moyens annuels présentés au **tableau 2**.

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

De façon générale, comme la progression de la demande est en train de passer sous celle de la production potentielle, l'économie devrait afficher une offre légèrement excédentaire au second semestre de 2023.

La croissance du PIB devrait se redresser graduellement en 2024 à mesure que la demande étrangère se raffermira et que les effets des taux d'intérêt élevés s'estomperont, puis s'établir à 2,5 % en 2025 (**tableau 2**).

La Banque fait l'hypothèse que la croissance de la production potentielle se maintiendra à environ 2 % en moyenne durant la période projetée, en raison de la solide augmentation du facteur travail tendanciel et du rebond de la

productivité tendancielle du travail (**annexe**, p. 31). Par ailleurs, la population active devrait augmenter fortement grâce aux hauts niveaux d'immigration et à un afflux de résidents temporaires. Cette hausse devrait plus que compenser l'effet modérateur du vieillissement de la population.

Croissance de la demande intérieure accentuée par les mesures budgétaires

La croissance de l'ensemble des dépenses publiques a été robuste pendant la seconde moitié de 2022, se chiffrant à 3,5 % en moyenne si l'on tient compte de l'inflation. Les budgets provinciaux et fédéral déposés dernièrement donnent à penser que cette croissance devrait se modérer et s'établir à environ 2,5 % durant la première moitié de 2023, puis ralentir pour atteindre un rythme près de celui de la croissance potentielle. Au cours de la période de projection, les dépenses publiques – surtout celles des provinces – contribueront de façon soutenue à la croissance du PIB.

Les transferts gouvernementaux devraient également rester élevés à court terme, soutenant ainsi les dépenses des ménages. Plus particulièrement, les 2,5 milliards de dollars offerts par l'intermédiaire d'un versement unique supplémentaire du crédit pour la taxe sur les produits et services fournissent un soutien ciblé aux ménages à faible revenu en les aidant à compenser les effets de la forte inflation sur leur budget. Par ailleurs, les baisses d'impôts dans certaines provinces feront augmenter le revenu disponible durant la période de projection. Au Québec, par exemple, la réduction du taux d'imposition des deux tranches inférieures de revenu imposable redonnera à peu près 1,7 milliard de dollars par année aux ménages à compter de 2023.

La projection du présent *Rapport* intègre un montant annuel d'environ 25 milliards de dollars de plus en mesures budgétaires comparativement à celle de janvier.

Faible croissance des dépenses des ménages

La Banque prévoit que les dépenses de consommation seront modérées à partir de la seconde moitié de 2023 et en 2024, à mesure que les effets du resserrement monétaire se feront sentir dans l'économie. Ces effets se répercuteront de plusieurs façons sur les dépenses des ménages.

Premièrement, il y a l'augmentation du coût du service de la dette, qui joue un rôle important vu le niveau élevé d'endettement des ménages. On estime que le taux d'intérêt effectif sur les emprunts de ces derniers est monté à 5,5 % au premier trimestre de 2023. Au quatrième trimestre de 2022, la valeur annuelle des paiements d'intérêts est montée à 133 milliards de dollars, soit une hausse de 45 % par rapport à un an auparavant. La portion du revenu consacrée aux paiements d'intérêts continuera d'augmenter au fil des renouvellements de prêts hypothécaires (**encadré 3**).

Deuxièmement, il y a le fait que les taux d'intérêt élevés font monter le coût de financement des gros achats. En réponse à cette situation, la plupart des répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du premier trimestre de 2023 prévoient reporter des achats importants et réduire leurs dépenses de façon plus générale. À mesure que les effets des taux d'intérêt élevés continueront de se propager dans l'économie, les dépenses en services ne seront pas épargnées. Par exemple, certains des répondants

Encadré 3

Effet des hausses des taux hypothécaires sur le budget des ménages

Une des façons dont la politique monétaire agit sur l'inflation est par son effet sur l'emprunt des ménages.

Lorsque les taux d'intérêt augmentent, la hausse du coût du service de la dette de nombreux ménages réduit les fonds qu'ils peuvent affecter à d'autres dépenses. Cela fait ralentir la croissance de la demande globale, ce qui atténue les pressions sur les prix et contribue à faire baisser l'inflation.

La dette des ménages prend différentes formes, y compris les prêts hypothécaires, les marges de crédit hypothécaires, les marges de crédit non garanties et les prêts automobiles. En 2022, plus de la moitié des paiements de remboursement de la dette des ménages étaient consacrés à leur prêt hypothécaire.

Lorsque les taux d'intérêt augmentent ou diminuent, les effets se font sentir rapidement sur les paiements d'intérêts des prêts hypothécaires à taux variable¹. En revanche, les paiements d'intérêts des prêts hypothécaires à taux fixe réagissent beaucoup plus lentement parce qu'ils s'ajustent aux taux en vigueur seulement au moment où les ménages contractent un nouveau prêt ou renouvellent un prêt existant.

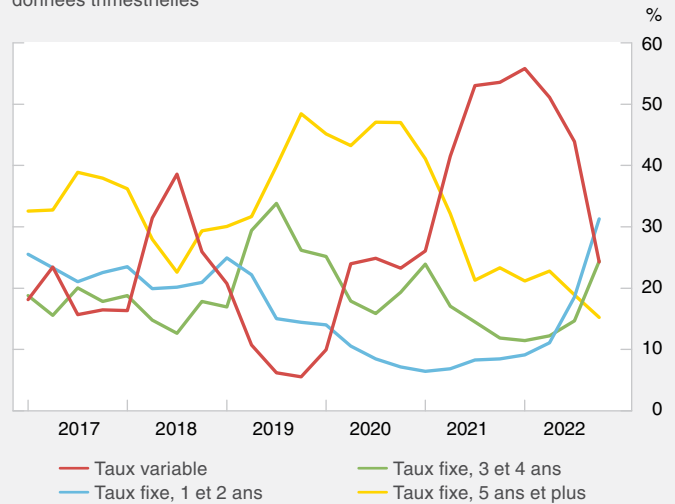
Changements dans les habitudes d'emprunt

Les emprunteurs peuvent utiliser divers moyens pour atténuer l'incidence de la hausse de leurs frais d'intérêts. Ceux qui ont suffisamment de ressources peuvent rembourser une partie du solde courant de leur prêt hypothécaire ou accélérer le remboursement du capital. Toutefois, les ménages soumis à des contraintes financières peuvent diminuer leurs remboursements volontaires de capital ou prolonger la période d'amortissement de leur prêt au moment du renouvellement.

Les emprunteurs peuvent aussi ajuster le terme de leur prêt hypothécaire. Récemment, à mesure que les taux d'intérêt ont augmenté, les nouveaux emprunteurs ont délaissé les prêts hypothécaires à taux variable et les prêts à taux fixe de cinq ans au profit des prêts à taux fixe d'une durée d'un à quatre ans (**graphique 3-A**). Cela semble indiquer que beaucoup d'emprunteurs s'attendent à des taux hypothécaires plus bas dans quelques années.

Graphique 3-A : Un nombre croissant de ménages adoptent des prêts hypothécaires à taux fixe assortis d'un court terme

Pourcentage de nouveaux prêts hypothécaires selon le terme, données trimestrielles



Sources : Bureau du surintendant des institutions financières et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2022T4

Hausse marquée des coûts d'emprunt

Depuis le premier trimestre de 2022, les taux d'intérêt effectifs des prêts hypothécaires à taux variable et de ceux à taux fixe ont augmenté d'environ 4½ et ½ points de pourcentage, respectivement². Au début de 2023, le taux d'intérêt effectif de l'ensemble des soldes hypothécaires avait augmenté d'environ 1¼ point de pourcentage.

Aux fins d'illustration, le personnel de la Banque a élaboré un scénario pour montrer les conséquences potentielles de cette augmentation sur le coût du service de la dette des ménages. Le scénario postule que le taux directeur suivra la trajectoire attendue du taux du financement à un jour établie à partir des données des marchés financiers au 4 avril 2023³. Ainsi, le taux d'intérêt effectif des prêts hypothécaires à taux variable atteint un sommet durant la première moitié de 2023. Parallèlement, le taux d'intérêt effectif des prêts

(suite à la page suivante)

1 Bien que les coûts des intérêts puissent varier au fil du temps, la plupart des prêts hypothécaires à taux variable prévoient des versements fixes pendant toute leur durée. De manière générale, quand les taux d'intérêt montent, une portion plus grande des paiements de l'emprunteur est allouée aux intérêts, ce qui fait que le montant remboursé demeure inchangé. Cela équivaut à prolonger le remboursement du prêt et se traduit par une augmentation du coût d'emprunt global.

2 Le taux d'intérêt effectif correspond à la moyenne des taux d'intérêt pour tous les prêts en cours. Le taux s'ajuste particulièrement lentement dans le cas des prêts hypothécaires à long terme à taux d'intérêt fixe, puisque la plupart ne sont pas renouvelés ou contractés au cours d'une période donnée. De plus, les choix des emprunteurs en ce qui a trait aux prêts influent sur l'évolution des taux d'intérêt effectifs.

3 À la clôture du marché le 4 avril 2023, les marchés financiers prévoyaient une baisse d'environ 60 points de base du taux du financement à un jour d'ici la fin de l'année, puis une chute additionnelle de 100 points de base d'ici la fin de 2024.

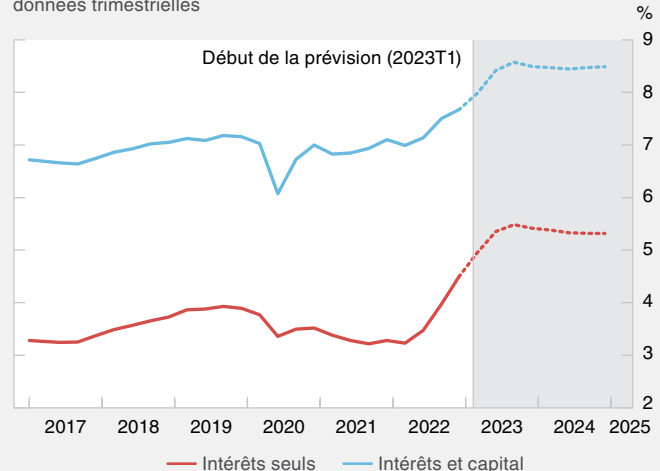
Encadré 3 (suite)

hypothécaires à taux fixe monte tout au long de 2024, à mesure que les prêts hypothécaires assortis de faibles taux d'intérêt arrivent à échéance et sont remplacés par de nouveaux prêts ou renouvelés à des taux plus élevés.

La hausse des taux d'intérêt aura une incidence pour les détenteurs de prêts hypothécaires. Pour avoir une idée de l'importance de la hausse des taux hypothécaires pour l'économie canadienne, il est utile de comparer les paiements d'intérêts hypothécaires et le revenu disponible global. Dans le scénario, la portion des versements hypothécaires des ménages allouée aux intérêts plafonne à environ 5,5 % du revenu disponible au troisième trimestre de 2023 (**graphique 3-B**). Ce niveau serait le plus haut observé depuis la fin des années 1990. La part du revenu global des ménages disponible pour les dépenses discrétionnaires a diminué d'environ 2 points de pourcentage depuis la première hausse des taux d'intérêt au début de 2022. Même s'il existe des moyens d'alléger certaines hausses de coûts, il est fort possible que celles-ci continuent de peser sur les budgets des ménages au cours des trimestres à venir.

Graphique 3-B : Les frais d'intérêt des prêts hypothécaires sont appelés à augmenter

Pourcentage du revenu disponible avant le paiement des intérêts, données trimestrielles



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

Dernières valeurs du graphique : 2024T4

à cette enquête comptent réduire leurs dépenses non essentielles (comme les voyages et les repas au restaurant) au cours des douze prochains mois par rapport aux douze précédents.

Troisièmement, il y a le bas niveau de confiance des consommateurs et la diminution de la richesse, qui devraient aussi limiter les dépenses des ménages cette année.

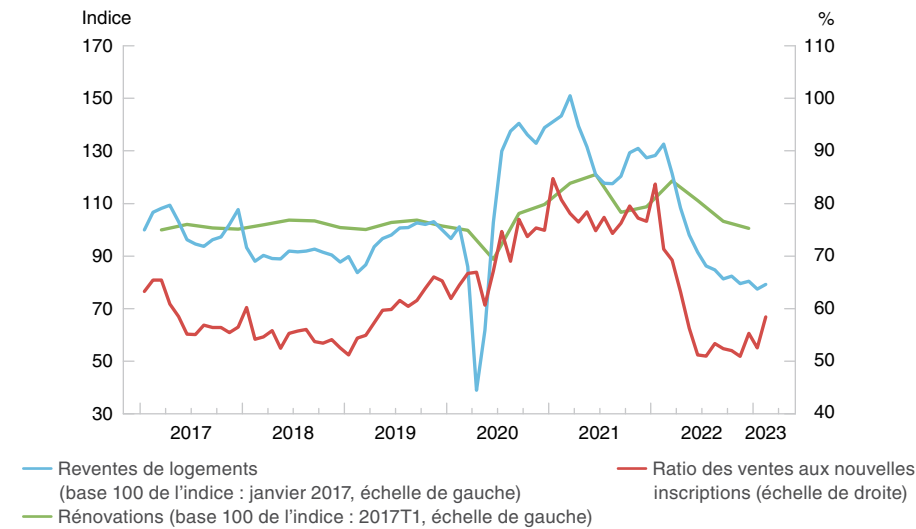
Par contre, les transferts gouvernementaux continueront de soutenir les dépenses des ménages. Bien qu'elle sera plus faible que ces derniers trimestres, la forte croissance démographique stimulera considérablement les dépenses de consommation globales durant la période de projection.

La croissance de la consommation devrait s'accélérer graduellement en 2024, à mesure que l'effet modérateur de la politique monétaire s'estompera et que la richesse se redressera. On s'attend à ce que le taux d'épargne reste supérieur à sa moyenne prépandémique en raison du niveau élevé des taux d'intérêt et de l'épargne de précaution.

L'activité sur le marché du logement a été faible (**graphique 15**). La Banque prévoit une stabilisation vers la moitié de l'année. Elle s'attend aussi à ce que la croissance des investissements résidentiels reprenne au second semestre de 2023, et que la forte demande découlant de l'immigration favorise l'activité dans le secteur durant la période de projection.

Graphique 15 : L'activité reste anémique sur le marché du logement

Données mensuelles et trimestrielles désaisonnalisées



Sources : Statistique Canada, L'Association canadienne de l'immobilier et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : février 2023 (reventes de logements et ratio des ventes aux nouvelles inscriptions); 2022T4 (rénovations)

Progression modérée des exportations

Après avoir monté en flèche au début de 2023, les exportations devraient stagner le reste de l'année en raison de la faiblesse de la demande étrangère (**graphique 16**). Leur croissance devrait s'accélérer au cours de 2024, bien que les perspectives diffèrent pour les exportations de produits de base et hors produits de base.

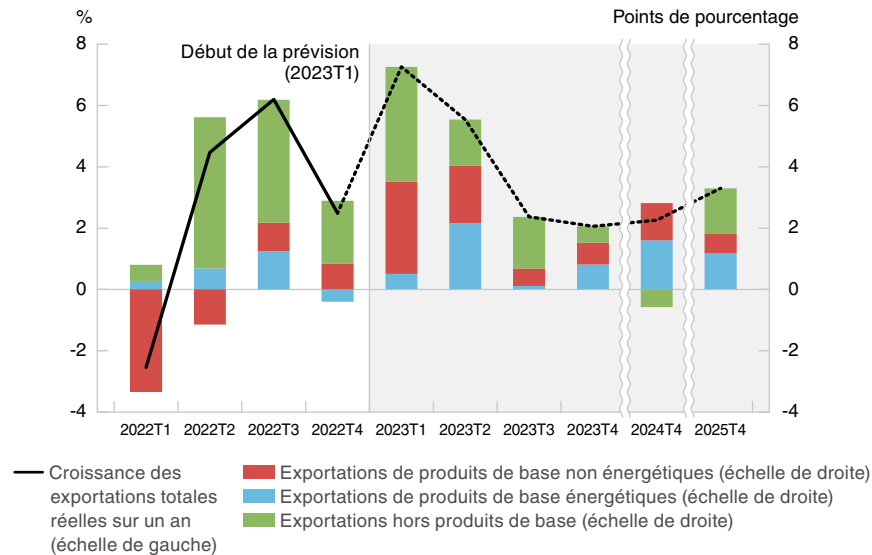
On projette que les exportations hors produits de base diminuent jusqu'à la fin de 2024 à cause de la demande étrangère en baisse et des exportations plus faibles d'automobiles, le temps que les constructeurs rééquipent leurs usines pour produire des véhicules électriques. La poursuite de la reprise des voyages internationaux et des exportations d'autres services devrait toutefois partiellement contrebalancer ces facteurs. Ce n'est qu'au cours de 2025 que les exportations hors produits de base devraient amorcer leur reprise.

À l'inverse, les exportations de produits de base devraient être fortes au cours de la période de projection. La progression des exportations d'énergie devrait demeurer robuste à court terme vu les prix élevés du pétrole, en plus d'être soutenue par l'achèvement du projet d'expansion du pipeline Trans Mountain en 2024. Pour sa part, la croissance des exportations de produits de base hors énergie devrait être favorisée à court terme par l'amélioration des chaînes d'approvisionnement mondiales. Elle devrait toutefois décélérer plus tard dans l'horizon de projection en raison de la faiblesse attendue de la demande étrangère.

Enfin, comme la croissance de la demande intérieure, celle des importations devrait ralentir d'ici la mi-2024, quoiqu'elle devrait s'accélérer par la suite à mesure que l'économie prendra de la vigueur.

Graphique 16 : La croissance des exportations devrait ralentir en 2023 puis se redresser peu à peu en 2024 et 2025

Contribution à la croissance des exportations totales réelles, données trimestrielles



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

Faibles investissements des entreprises

Les investissements des entreprises devraient stagner jusqu'à la mi-2024, freinés par la lente progression de la demande et la hausse des coûts de financement (**graphique 17**). Leur croissance devrait également être modérée par l'achèvement de vastes projets d'infrastructures de transport d'énergie au milieu de 2023, mais on prévoit que ces investissements se raffermiront en 2024 et en 2025.

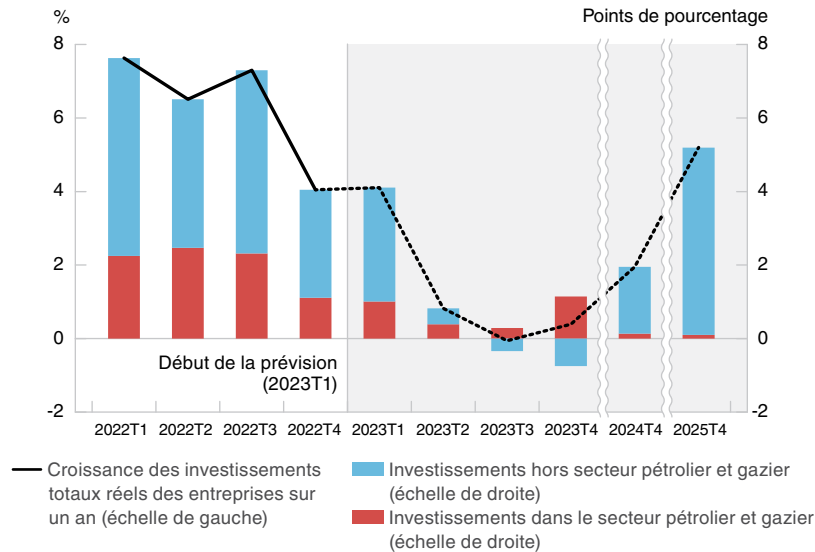
Le ralentissement de la demande et les coûts de financement élevés assombrissent les perspectives d'investissement des entreprises en dehors du secteur pétrolier et gazier. Dans les enquêtes menées auprès des entreprises, beaucoup de répondants ont indiqué avoir déjà réduit, ou prévoir réduire, leurs dépenses en immobilisations. Les coûts d'emprunt élevés et les conditions de crédit restrictives, de même que leurs implications néfastes pour l'activité économique, figuraient souvent parmi les principales raisons de ces réductions.

En dehors du secteur pétrolier et gazier, les investissements des entreprises devraient se redresser en 2024, à cause surtout de l'atténuation des effets des taux d'intérêt élevés et de l'amélioration des conditions de la demande. Ce redressement devrait soutenir la production potentielle tout au long de la période de projection du fait de l'incidence des investissements sur l'accumulation de capital.

Dans le secteur pétrolier et gazier, la croissance des investissements devrait considérablement ralentir, la transition vers une économie à faibles émissions de carbone plombant les perspectives de demande de pétrole à long terme. L'incertitude entourant l'augmentation de la capacité de transport d'énergie au-delà du niveau qu'apporteront les projets en cours pèse également sur les intentions d'investissement des entreprises dans ce secteur.

Graphique 17 : La croissance des investissements des entreprises devrait stagner

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



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

Suivant une période de volatilité, les investissements en stocks devraient se stabiliser relativement et peu contribuer à la croissance au cours de l'horizon de projection. Cela dit, le ratio stocks-ventes demeure élevé parce que les entreprises maintiennent davantage de stocks en partie pour gérer les risques que posent les chaînes d'approvisionnement.

Inflation mesurée par l'IPC à 3 % à la mi-2023, puis à la cible à la fin de 2024

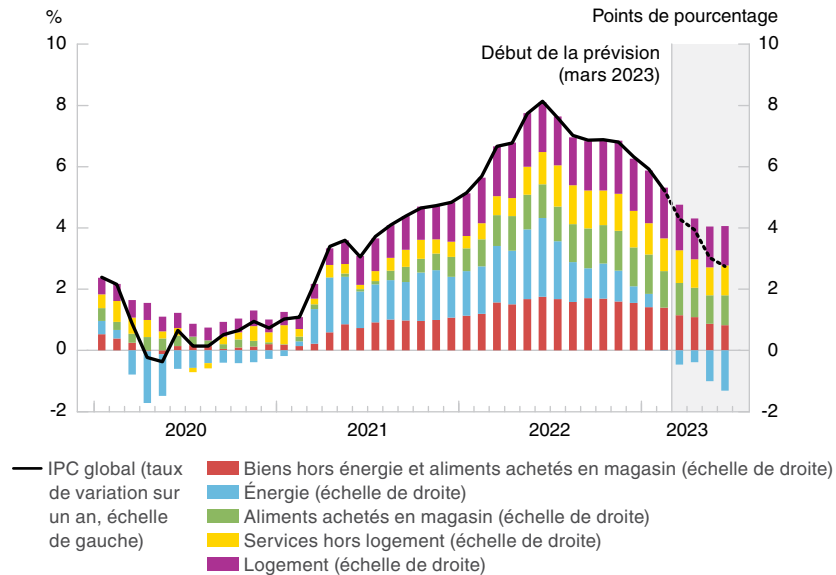
L'inflation mesurée par l'IPC devrait descendre rapidement à environ 3 % au milieu de 2023, surtout grâce à la chute des prix de l'essence et au recul de l'inflation des biens, excluant les aliments et l'énergie (**graphique 18**). Ce dernier découle de la lente croissance de la demande mondiale, de l'amélioration du fonctionnement des chaînes d'approvisionnement et de la baisse des coûts de certains matériaux. En même temps, on prévoit que l'inflation des prix du logement reste élevée. C'est aussi le cas pour l'inflation de beaucoup d'autres services, en partie vu le redressement tardif de leur demande par rapport à celle des biens.

Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises s'attendent encore à ce que les pressions sur leurs coûts et leurs prix soient moins intenses à l'avenir qu'au cours des douze mois précédents. Ils prévoient augmenter leurs prix plus lentement en raison des produits de base moins chers, de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement et des conditions de demande plus modérées. Les entreprises entrevoient aussi une diminution de l'ampleur et du rythme des modifications de prix, ce qui tend à indiquer que leurs pratiques de fixation des prix commencent à se rapprocher davantage de ce qu'elles étaient avant la pandémie⁴.

4 R. Asghar, J. Fudurich et J. Voll (2023), *Firms' inflation expectations and price-setting behaviour in Canada: Evidence from a business survey*, note analytique du personnel 2023-3, Banque du Canada.

Graphique 18 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait descendre à 3 % au milieu de 2023

Contribution à l'inflation mesurée par l'IPC, données mensuelles



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

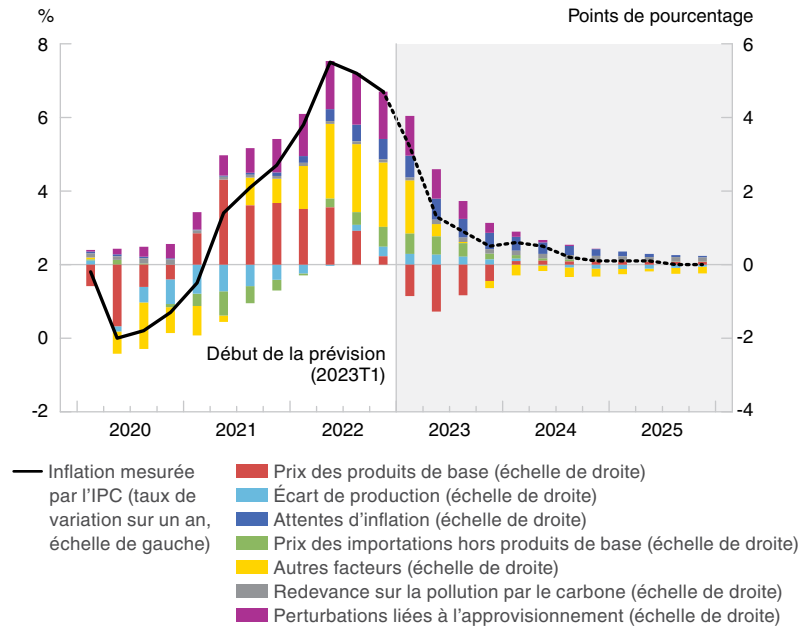
Dernières valeurs du graphique : juin 2023

Par la suite, l'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser lentement pour passer de 3 % à la mi-2023 à 2 % à la fin de 2024 (**graphique 19**). Cette baisse plus graduelle reflétera la réaction plus lente des prix des services au resserrement monétaire. L'économie canadienne devrait commencer à afficher une modeste offre excédentaire seulement dans la seconde moitié de 2023. À mesure que les pressions que subissent les marchés des biens et du travail au pays se relâcheront, la croissance des salaires et des prix devrait se modérer et la productivité se redresser. On projette que les attentes d'inflation à court terme vont aussi diminuer de façon constante. Ainsi, l'inflation des services devrait ralentir peu à peu.

Les perspectives d'inflation sont entourées d'une incertitude considérable (section **Les risques entourant les perspectives d'inflation**).

Graphique 19 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir à la cible à la fin de 2024

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



Nota : Les autres facteurs pourraient inclure les pressions sous-estimées de la demande, telles que celles découlant des importants déséquilibres sur le marché du logement, ou d'autres facteurs non observés auparavant, comme un plus grand degré de transmission des prix du pétrole ou des importations. Les prix des importations hors produits de base comprennent l'effet du taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain. Parce 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 risques entourant les perspectives d'inflation

Les risques entourant les perspectives d'inflation ont évolué depuis le *Rapport* de janvier, mais bon nombre de ceux décrits dans des rapports précédents demeurent importants. Même si la Banque considère ces risques comme relativement équilibrés, les risques à la hausse sont plus préoccupants, car l'inflation reste trop élevée.

Principal risque à la hausse : inflation persistante dans le secteur des services

L'inflation dans le secteur des services au Canada demeure forte et sa persistance est le principal risque à la hausse au cours de la période de projection. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre dans ce secteur pourrait être plus forte et durable qu'anticipé, si le marché de l'emploi reste tendu ou si la croissance de la productivité reste faible. La forte inflation dans le secteur des services pourrait aussi durer plus longtemps si les attentes d'inflation élevées à court terme s'avèrent plus persistantes que prévu.

Certains autres risques relevés dans le *Rapport* de janvier sont encore présents. Si la reprise en Chine est plus vigoureuse qu'anticipé ou que de nouveaux changements viennent restreindre l'offre de pétrole à l'échelle du globe, les cours de l'énergie pourraient bondir et faire grimper l'inflation mesurée par l'IPC. De plus, même si les pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales se sont relâchées, les tensions géopolitiques posent encore un risque à la hausse pour l'inflation parce qu'elles pourraient provoquer de nouvelles flambées des prix des biens échangés sur les marchés internationaux.

Principal risque à la baisse : ralentissement économique mondial marqué

Comme dans les rapports précédents, la Banque estime que le principal risque à la baisse est un ralentissement économique marqué à l'échelle du globe. Les vulnérabilités des secteurs financier et bancaire – y compris les niveaux élevés d'endettement des ménages et des entreprises, de même que les asymétries de bilan dans le secteur bancaire – pourraient amplifier les effets du ralentissement de la croissance mondiale à mesure que la politique monétaire se resserre dans les économies avancées.

Le scénario de référence tient compte du resserrement limité des conditions financières attribuable aux récentes tensions dans le secteur bancaire. Cependant, si les tensions dans le système bancaire mondial s'intensifient davantage, on pourrait assister à un resserrement important des conditions de crédit mondiales. Si ce risque se concrétise, un ralentissement économique mondial plus marqué et une forte chute des prix des produits de base pourraient s'ensuivre. L'économie canadienne subirait alors les contrechocs du resserrement des conditions financières et de crédit, du recul de la demande étrangère, de la détérioration des termes de l'échange, ainsi que d'une baisse de la confiance des consommateurs et des entreprises. Une hausse du chômage pourrait aussi interagir avec les vulnérabilités liées à l'endettement des ménages et au marché du logement, ce qui amplifierait le ralentissement économique au pays.

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

La croissance de la production potentielle au Canada devrait rebondir et s'établir autour de 2 % en 2023, puis y rester pour toute la période de projection (**tableau A-1**). Depuis la publication du *Rapport* d'avril 2022, la Banque a revu à la baisse son estimation de la croissance de la production potentielle au Canada⁵.

La fourchette estimative du taux d'intérêt nominal neutre au Canada est inchangée depuis le *Rapport* d'avril 2022 et se situe entre 2 % et 3 %⁶.

Tableau A-1 : Croissance projetée de la production potentielle

	Croissance projetée* (en pourcentage)					
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Canada	2,3 (2,3)	1,4 (1,7)	2,3 (3,3)	2,1 (2,5)	2,1 (2,3)	2,2
Monde	2,6 (2,7)	2,5 (2,9)	2,7 (2,9)	2,8 (2,9)	2,8	2,8
États-Unis	1,2 (1,3)	1,7 (1,6)	1,8 (1,7)	1,8 (1,8)	1,8	1,7
Zone euro[†]	1,2 (1,2)	0,8 (1,4)	1,3 (1,3)	1,2 (1,1)	1,1	1,1
Japon	0,6 (0,6)	0,6 (0,7)	0,6 (0,8)	0,7 (0,8)	0,8	0,7
Chine	5,2 (5,5)	4,8 (5,2)	4,7 (5,1)	4,5 (4,9)	4,3	4,2
Pays émergents importateurs de pétrole[‡]	3,0 (3,1)	3,3 (3,4)	3,5 (3,7)	3,7 (3,7)	3,7	3,9
Autres pays[§]	1,6 (1,7)	0,7 (1,9)	1,3 (1,8)	1,7 (1,8)	1,7	1,8

* Les taux estimés en avril 2022 sont indiqués entre parenthèses.

† La Croatie est entrée dans la zone euro le 1^{er} janvier 2023. La projection actuelle et les données historiques n'incluent pas l'adhésion de ce pays.

‡ 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 : calculs et projections de la Banque du Canada

⁵ Ces révisions incluent les incidences des développements tout au long de 2022, dont bon nombre faisaient déjà partie des projections d'octobre 2022 et de janvier 2023. Par exemple, l'impact des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur la production potentielle a été revu dans le *Rapport* d'octobre 2022, et en général, ces estimations sont demeurées largement inchangées depuis janvier.

⁶ Pour en savoir plus, voir J. Champagne, C. Hajzler, D. Matveev, H. Melinchuk, A. Poulin-Moore, K. Ozhan, Y. Park et T. Taskin (à paraître), *Potential output and neutral rate in Canada: 2023 assessment*, document d'analyse du personnel, Banque du Canada, et S. Ahmed, A. Avshalumov, T. Chaar, E. Ekanayake, H. Lao, L. Poirier, J. Rolland-Mills, P. Selcuk, A. Toktamyssov et L. Xiang (à paraître), *Assessing global potential output growth and the US neutral rate: April 2023*, document d'analyse du personnel, Banque du Canada.

Renforcement de la croissance de la production potentielle

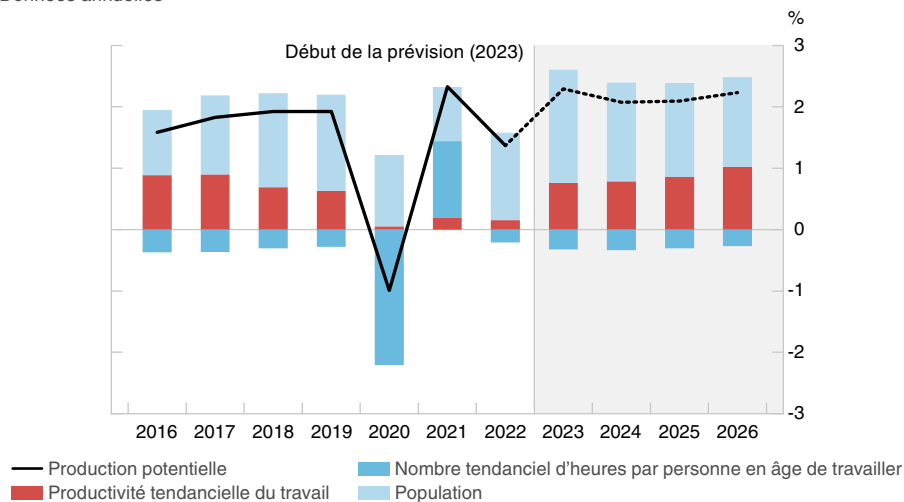
Au Canada, la croissance de la production potentielle devrait augmenter pour passer de 1,4 % en 2022 à 2,3 % en 2023, et ensuite se stabiliser autour de 2 % en moyenne de 2023 à 2026 (**graphique A-1**). La faiblesse de la croissance de la production potentielle observée en 2022 est attribuable aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Au cours de la période de projection, la croissance du facteur travail tendanciel contribue à la croissance de la production potentielle à hauteur de 1,3 point de pourcentage par année. Sa vigueur découle de la contribution croissante de l'immigration à la progression de la population en âge de travailler. De plus, la forte poussée du nombre de résidents non permanents suscite encore plus de dynamisme à court terme. Le facteur travail tendanciel est partiellement contrebalancé par une baisse du nombre tendanciel d'heures travaillées par personne, attribuable en partie aux conséquences du vieillissement de la population sur les taux d'activité. La croissance de la productivité tendancielle du travail ajoute 0,9 point de pourcentage par année à la croissance de la production potentielle au cours de la période de projection.

Par rapport à l'estimation d'avril 2022, la croissance de la production potentielle est revue à la baisse de 1 point de pourcentage en 2023 et de 0,3 point de pourcentage en moyenne en 2024 et 2025 (**tableau A-2**). Ces révisions à la baisse sont attribuables aux investissements plus faibles des entreprises et aux effets plus prononcés que prévu des perturbations de l'approvisionnement mondial. En particulier, les entreprises reconfigurent leurs chaînes d'approvisionnement pour les rendre plus résilientes. Une révision à la hausse des niveaux d'immigration projetés compense en partie ces révisions à la baisse.

Graphique A-1 : La croissance potentielle devrait se redresser étant donné que les perturbations des chaînes d'approvisionnement ne pèsent plus sur la croissance de la productivité

Données annuelles



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

Tableau A-2 : Projections de la production potentielle par rapport aux estimations d'avril 2022

Taux annuels (%)

	Croissance annuelle	Croissance du facteur travail tendanciel	Croissance de la productivité tendancielle du travail	Fourchette de croissance	Révisions du niveau de la production potentielle (%)
2022	1,4 (1,7)	1,2	0,2	0,5–2,0	-0,9
2023	2,3 (3,3)	1,5	0,8	1,4–3,2	-1,9
2024	2,1 (2,5)	1,3	0,8	1,0–3,2	-2,2
2025	2,1 (2,3)	1,2	0,9	1,2–2,8	-2,5
2026	2,2	1,2	1,0	1,4–3,0	-

Nota : Les taux estimés en avril 2022 sont indiqués entre parenthèses. La pandémie a eu des effets tant transitoires que durables sur l'offre au sein de l'économie. Le *Rapport* d'avril 2022 faisait une distinction entre l'offre et la production potentielle afin de 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. La forte incertitude entourant la persistance probable de ces facteurs et le moment où ils pourraient se dissiper confère maintenant une précision artificielle à cette distinction. Depuis le *Rapport* d'octobre 2022, on tient compte de l'effet de ces facteurs sur la production potentielle dans les estimations de la productivité tendancielle totale des facteurs et du facteur travail tendanciel. La fourchette de la croissance de la production potentielle correspond à l'étendue méthodologique déduite des scénarios de risque présentés dans Champagne et autres (à paraître).

Une forte incertitude entoure l'estimation de la production potentielle, car la plupart des composantes de celle-ci ne peuvent être observées directement et sont, par conséquent, difficiles à prévoir. Pour tenir compte de cette incertitude, on établit une fourchette autour des estimations médianes. Les prévisions relatives à la production potentielle sont sujettes à des risques haussiers et baissiers. L'immigration, la persistance des problèmes des chaînes d'approvisionnement et les risques émergents qui menacent l'intégration du commerce mondial sont hautement incertains, ce qui pourrait influencer la croissance de la production potentielle.

Redressement modeste de la croissance de la production potentielle mondiale

La croissance projetée de la production potentielle mondiale devrait passer de 2,5 % en 2022 à 2,8 % en 2026 (**tableau A-1**). L'invasion de l'Ukraine par la Russie a réduit la croissance de la production potentielle mondiale en 2022, particulièrement en raison de son incidence sur la zone euro et sur les pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est. Dans ces régions, la croissance de la production potentielle devrait retourner graduellement à ses taux d'avant l'invasion au cours de la période de projection. Le ralentissement de la croissance de la production potentielle en Chine neutralise partiellement l'incidence sur la dynamique de croissance de la production potentielle mondiale, à cause de l'essoufflement de la progression de la productivité du travail et du déclin de la population en âge de travailler. Aux États-Unis, la croissance de la production potentielle demeure stable autour de 1,8 %.

Dans l'ensemble, comparativement à l'estimation du *Rapport* d'avril 2022, la Banque prévoit une croissance de la production potentielle mondiale plus faible de 0,4 point de pourcentage en 2022 et de 0,2 point de pourcentage en 2023. Ces révisions à la baisse sont le résultat des conséquences plus lourdes que prévu de la guerre sur l'économie de la zone euro et les économies voisines, de même que de la croissance moins robuste de la productivité en Chine.

Taux d'intérêt neutre inchangé

La Banque estime que le taux nominal neutre au Canada se situe actuellement dans une fourchette allant de 2 à 3 % – soit le même que lors de l'évaluation d'avril 2022. L'estimation médiane est composée d'une cible d'inflation à 2 % et d'un taux neutre réel de 0,5 %⁷.

Le Canada étant une petite économie ouverte, son taux neutre réel est influencé par les conditions économiques mondiales. Comme variable d'approximation de ces dernières, la Banque utilise une estimation du taux neutre réel des États-Unis. Ce taux est estimé à 0,5 %. L'estimation est largement déterminée par le point de vue de la Banque sur la croissance de la production potentielle américaine et d'autres facteurs qui régissent l'équilibre entre l'épargne et l'investissement aux États-Unis⁸. Cette estimation est demeurée inchangée depuis le *Rapport* d'avril 2022⁹.

En plus du taux neutre mondial réel, des facteurs intérieurs peuvent influencer l'estimation du taux neutre réel du Canada. Ces facteurs sont notamment les tendances démographiques, la croissance de la production potentielle et le niveau de la dette publique¹⁰. Cependant, les changements dans ces facteurs depuis le *Rapport* d'avril 2022 n'ont pas eu d'effet sur l'estimation pour le Canada.

Tout comme la production potentielle, le taux neutre réel n'est pas observable et il peut être déduit seulement à partir de l'évolution de ses facteurs observés. L'estimation médiane est très incertaine, ce qui reflète l'imprévisibilité des facteurs qui déterminent le taux neutre réel, comme la production potentielle et l'équilibre entre l'épargne et l'investissement à l'échelle mondiale.

⁷ Pour en savoir plus, voir Champagne et autres (à paraître).

⁸ La Banque estime que le taux nominal neutre des États-Unis se situe actuellement dans une fourchette allant de 2 à 3 %, dont deux points de pourcentage représentent la cible d'inflation de 2 % des États-Unis.

⁹ Pour en savoir plus sur ces facteurs ou d'autres facteurs qui influencent le taux neutre des États-Unis, voir J. Bootsma, T. J. Carter, X. S. Chen, C. Hajzler et A. Toktamyssov (2020), *2020 US Neutral Rate Assessment*, document d'analyse du personnel 2020-12, Banque du Canada. Pour consulter notre évaluation la plus récente, voir Ahmed et autres (à paraître).

¹⁰ Pour une analyse des facteurs déterminants du taux neutre canadien depuis 1980, voir M. Kuncel et D. Matveev (2023), *The Canadian Neutral Rate of Interest through the Lens of an Overlapping-Generations Model*, document d'analyse du personnel 2023-5, Banque du Canada.