



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2023



# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- L'objectif de la politique monétaire canadienne est de favoriser la prospérité économique et financière du pays. 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 le régime de ciblage flexible de l'inflation à la base du cadre de politique monétaire pour une autre période de cinq ans, qui se terminera le 31 décembre 2026<sup>1</sup>.
- La cible d'inflation a été de nouveau fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %. Pour les besoins de cette cible, l'inflation correspond au taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC).
- Le gouvernement et la Banque ont convenu que c'est en restant axée sur la stabilité des prix que la politique monétaire contribue le mieux à favoriser la prospérité économique et financière du Canada. Ils ont également convenu qu'elle doit continuer de soutenir l'atteinte du niveau d'emploi durable maximal, même si ce niveau n'est pas directement mesurable et dépend en grande partie de 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 est *symétrique*, c'est-à-dire que la Banque se préoccupe autant d'un taux d'inflation supérieur qu'inférieur à la cible de 2 %.
- Ce régime est également *flexible*. Généralement, lorsqu'un choc économique entraîne un écart par rapport à la cible, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. Elle détermine toutefois le délai le plus approprié en fonction de la nature et de la persistance du choc.
- 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 chercher activement à atteindre le niveau d'emploi durable maximal, si les conditions le justifient. La Banque 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 être orientée vers l'avenir, car il faut un certain temps pour que les effets de ses mesures 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 peut également utiliser d'autres outils de politique monétaire lorsque le taux directeur est très bas, soit 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.
- Tous les outils de politique monétaire de la Banque ont un effet sur la demande globale de biens et de services canadiens en raison de leur influence sur les taux d'intérêt du marché, les prix des actifs au pays et 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 dans l'économie.

## Les communications

- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement ses perspectives en matière d'inflation et d'activité économique. D'habitude, elle annonce ses décisions de politique monétaire à huit dates préétablies au cours de l'année et présente une mise à jour complète de sa projection 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 du régime 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 travail<sup>2</sup>. De plus, elle informera systématiquement le public de la façon dont elle aura pris en considération l'évolution de l'emploi dans ses décisions de politique monétaire.

## Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils et occasionner de grandes fluctuations 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. Elle se concentre plutôt sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. Ces mesures ne lui servent que de guide pour atteindre la cible de 2 % – elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- La Banque privilégie deux mesures de l'inflation fondamentale : l'IPC-moyenne tronquée (IPC-tronq), qui exclut les composantes de l'IPC qui varient le plus au cours d'un mois donné; et l'IPC-médiane pondérée (IPC-méd), qui correspond à la variation de prix se situant au 50<sup>e</sup> centile (selon le poids des composantes dans le panier de l'IPC) de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné.

<sup>1</sup> 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.

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](https://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](mailto:info@banqueducanada.ca)  
Site Web : [banqueducanada.ca](https://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

---

Octobre 2023

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

---

# Table des matières

---

<b>Vue d'ensemble</b> .....	1
<b>L'économie mondiale</b> .....	2
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> de juillet .....	3
Ralentissement de l'inflation .....	4
Encadré 2 : Différences dans l'augmentation des frais de logement entre économies avancées .....	5
Resserrement des conditions financières .....	7
Résilience de la demande aux États-Unis et ralentissement de la croissance en Chine .....	8
Prix du pétrole plus élevés .....	9
Encadré 3 : Principaux éléments de la projection .....	9
<b>L'économie canadienne</b> .....	10
Ralentissement de la demande sous l'effet des hausses passées des taux d'intérêt .....	10
Encadré 4 : Suivi des effets de la politique monétaire sur l'économie et l'inflation .....	11
Rééquilibrage de l'offre et de la demande .....	14
Pressions inflationnistes persistantes .....	15
Attentes d'inflation, pratiques d'établissement des prix par les entreprises et croissance des salaires : pas encore de retour à la normale .....	19
Faible croissance de la demande et redressement de l'offre .....	20
Croissance timide des dépenses des ménages .....	22
Faiblesse des investissements des entreprises et de la croissance des exportations .....	22
Inflation forte à court terme, mais en retrait en 2025 .....	23
<b>Les risques entourant les perspectives d'inflation</b> .....	25
Principaux risques à la hausse .....	25
Principaux risques à la baisse .....	26

---

## Vue d'ensemble

---

L'inflation continue de diminuer progressivement dans la plupart des économies. Les taux directeurs plus élevés et les conditions financières tendues contribuent à ralentir la croissance de la demande mondiale et à réduire les pressions sur les prix, bien que l'inflation dans le secteur des services demeure tenace.

La croissance économique mondiale ralentit. L'économie américaine se montre étonnamment vigoureuse, mais la modération observée en Chine s'est révélée plus prononcée que ce qui avait été escompté dans le *Rapport* de juillet.

Au Canada, les taux d'intérêt plus élevés opèrent en atténuant les pressions sur les prix, et l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a nettement diminué par rapport au sommet atteint en juin 2022. Cela dit, elle tarde à se rapprocher de la cible de 2 %, et le rythme des diminutions à venir reste incertain. L'inflation fondamentale est plus persistante que prévu.

En parallèle, tandis que la croissance de la demande a ralenti, l'offre est en hausse. L'économie présente ainsi les signes d'un équilibre prochain. L'offre progressant plus vite que la demande, les pressions sur les prix devraient continuer de se modérer graduellement.

L'activité économique devrait croître à un rythme modeste dans la majeure partie de 2024, la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) s'inscrivant juste en dessous de 1 %. En continuant de se propager dans l'économie, les hausses de taux d'intérêt passées modéreront les dépenses des ménages et les investissements des entreprises. Par ailleurs, la faible demande étrangère devrait freiner la croissance des exportations. Ensuite, la croissance du PIB devrait monter à environ 2½ % en 2025.

On prévoit maintenant que l'inflation restera autour de 3½ % jusqu'au milieu de 2024. À mesure que l'offre deviendra excédentaire au sein de l'économie et que les pressions sur les prix se modéreront, l'inflation devrait redescendre à environ 2½ % dans la deuxième moitié de 2024 puis revenir à la cible en 2025.

Ces prévisions sont empreintes d'une incertitude considérable. Les taux d'inflation fondamentale sur trois mois demeurent élevés, oscillant entre 3½ % et 4 % depuis un an. Les attentes d'inflation à court terme, qui demeurent élevées également, risquent d'influer sur l'établissement des salaires et des prix. Enfin, il y a un risque que la guerre en Israël et à Gaza évolue en conflit régional à plus grande échelle, ce qui pourrait perturber l'offre de pétrole et alimenter de plus belle la hausse des prix de l'énergie.

Somme toute, les signes d'un ralentissement économique sont plus nombreux, ce qui atténue les pressions sur les prix, mais les progrès vers la stabilité des prix sont lents et les risques inflationnistes ont augmenté.

## L'économie mondiale

L'inflation descend dans la plupart des économies. Au départ, cette évolution reflétait surtout la baisse des prix de l'énergie. Mais plus récemment, le recul de l'inflation dans les économies avancées a été porté par une augmentation plus lente des prix des biens non énergétiques et des logements. La croissance des prix des services reste forte et met plus de temps à s'ajuster. L'inflation devrait continuer de baisser graduellement, à mesure que les taux directeurs plus élevés et les hausses récentes des rendements des obligations à long terme affaibliront la demande. Cependant, le renchérissement du pétrole ralentit le processus de désinflation et accroît les risques haussiers. On s'attend maintenant à ce que dans la plupart des grandes économies avancées, l'inflation revienne aux cibles fixées par les banques centrales en 2025. Le moment précis où cela se produira demeure toutefois incertain.

Comme la Banque le projetait dans le *Rapport* de juillet, la croissance mondiale a ralenti et devrait continuer de le faire, mais sa composition a changé (**tableau 1, encadré 1**)<sup>1</sup>. Pour 2023, on s'attend maintenant à ce que l'expansion économique des États-Unis – le principal partenaire commercial du Canada – soit plus forte qu'escompté précédemment, tandis que la croissance de l'économie chinoise a été revue à la baisse.

**Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée <sup>†</sup> (en pourcentage)			
		2022	2023	2024	2025
<b>États-Unis</b>	16	1,9 (2,1)	2,2 (1,8)	0,8 (0,6)	1,2 (1,4)
<b>Zone euro</b>	12	3,4 (3,5)	0,5 (0,3)	0,7 (1,0)	1,5 (1,5)
<b>Japon</b>	4	1,0 (1,0)	2,0 (1,3)	0,8 (0,9)	0,9 (1,2)
<b>Chine</b>	18	3,0 (3,0)	5,1 (5,5)	4,5 (4,7)	4,4 (4,3)
<b>Pays émergents importateurs de pétrole<sup>‡</sup></b>	34	4,5 (4,3)	3,6 (3,6)	3,0 (3,0)	3,4 (3,6)
<b>Autres pays<sup>§</sup></b>	16	3,5 (3,5)	1,7 (1,4)	1,4 (1,4)	1,3 (1,7)
<b>Monde</b>	100	3,4 (3,4)	2,9 (2,8)	2,3 (2,4)	2,6 (2,7)

\* 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 2022, publiées en octobre 2023 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 le *Rapport* de juillet.

‡ 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 via Haver Analytics et calculs et projections de la Banque du Canada

<sup>1</sup> La projection se rapportant à l'économie mondiale a été établie avant la publication des données du troisième trimestre sur l'activité en Chine.

## Encadré 1

## Révisions des projections économiques depuis le *Rapport* de juillet

### Perspectives mondiales

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale n'ont pratiquement pas changé depuis le *Rapport* de juillet. Certaines différences de composition des perspectives jouent toutefois un rôle important dans la projection pour le Canada.

- Les perspectives de croissance de l'économie américaine ont été revues à la hausse pour 2023. Les dépenses de consommation et d'investissement ont enregistré une progression plus rapide qu'anticipé en juillet. Elles ont en effet été stimulées par les perspectives plus encourageantes quant au taux d'activité et à l'emploi. Cela dit, les rendements des obligations à long terme ont bondi depuis la dernière publication du *Rapport*, et on s'attend à ce qu'ils restent à ces niveaux plus élevés pendant un certain temps. Le resserrement des conditions financières qui s'ensuit limite la portée de la révision, laissant ainsi les perspectives de croissance pour 2024 et 2025 sensiblement inchangées comparativement au *Rapport* de juillet.
- Les perspectives de croissance de l'économie chinoise ont été revues à la baisse pour 2023. Les promoteurs immobiliers du pays connaissent de nouveau des difficultés financières. Ces tensions dans le secteur immobilier pèsent encore plus sur le climat économique, renforçant ainsi les pressions sur le système financier en général et freinant la croissance du crédit. Résultat, la progression de la demande intérieure a ralenti. Par ailleurs, les mesures ciblées de politique monétaire devraient maintenir la croissance en 2024 et 2025 à des niveaux à peu près identiques à ceux postulés en juillet.

### Perspectives au Canada

L'offre et la demande au sein de l'économie canadienne sont maintenant plus près de l'équilibre, mais les pressions inflationnistes sont plus persistantes que prévu.

- La croissance du produit intérieur brut (PIB) au deuxième trimestre de 2023 a été bien en deçà des attentes. Les dépenses des ménages – tant pour la consommation que le logement – ont été plus faibles que prévu. Les feux de forêt et la grève de l'Alliance de la Fonction publique du Canada ont aussi eu une incidence négative plus prononcée qu'on le pensait au départ.
- Les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la baisse pour 2024, en raison de la faiblesse des dépenses de consommation et de logement. Cette faiblesse est causée par les effets plus prolongés du resserrement passé de la politique monétaire et des taux d'intérêt à long terme plus élevés. Les **tableaux 2** et **3** (p. 13) présentent les changements apportés à ces perspectives.
- La production potentielle a été légèrement revue à la baisse sur l'horizon de projection, ce qui reflète la faiblesse continue de la productivité. La vigueur inattendue de la croissance démographique a partiellement contrebalancé cette faiblesse. Dans l'ensemble, la projection commence maintenant avec une économie dans laquelle l'offre est légèrement excédentaire, une offre qui reste excédentaire durant toute la période de projection.
- Les perspectives de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation ont été revues à la hausse jusqu'à la fin de 2024. Environ la moitié de cette révision découle du renchérissement escompté du pétrole. Le taux d'augmentation des frais de logement a aussi monté, et les pressions inflationnistes sous-jacentes sont plus persistantes que prévu. Les fortes attentes d'inflation, les pratiques d'établissement des prix des entreprises et la solide croissance des salaires ont également maintenu les pressions inflationnistes sous-jacentes à des niveaux plus élevés qu'anticipé.

## Ralentissement de l'inflation

La chute des prix de l'énergie a fait reculer les taux d'inflation dans la plupart des régions au cours du premier semestre de l'année (**graphique 1**). Plus récemment, le ralentissement de la croissance des prix des biens non énergétiques et des logements a contribué davantage à la baisse de l'inflation que les prix de l'énergie. L'inflation dans le secteur des services, excluant le logement, prend du temps à s'ajuster.

La hausse des prix des biens non énergétiques s'est modérée sous l'influence de facteurs liés à l'offre et à la demande. Du côté de l'offre, les pressions causées par les goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales se sont atténuées. Parallèlement, les hausses passées des taux d'intérêt et la réorientation des dépenses de consommation vers des services à forte proximité physique ont freiné la demande de biens (**graphique 2**).

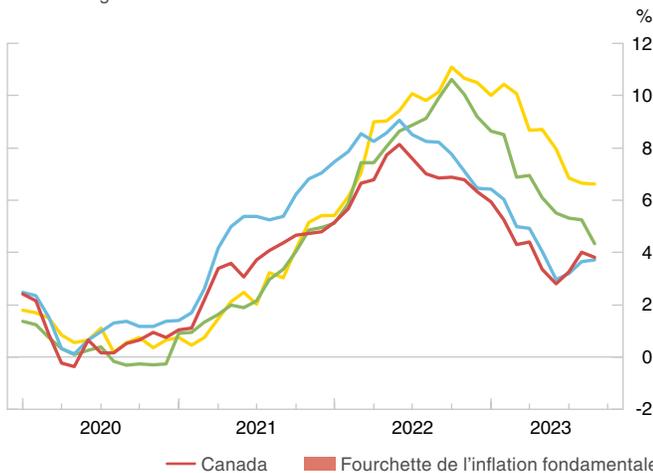
Même s'il est encore généralement élevé, le taux d'augmentation des frais de logement est maintenant en baisse dans la plupart des économies avancées. Ce recul devrait faire diminuer l'inflation globale, mais dans des proportions qui varieront probablement d'un pays à l'autre. Cette variabilité tient en partie aux différences dans la façon dont les frais de logement sont mesurés dans les indices de prix nationaux (**encadré 2**). Aux États-Unis, ces frais devraient encore contribuer sensiblement à la baisse de l'inflation en 2024, car les hausses de loyer ne sont pas aussi marquées qu'avant.

La forte demande, les tensions sur les marchés du travail et l'effet des attentes d'inflation des entreprises sur leurs pratiques d'établissement des prix entravent l'ajustement de l'inflation dans le secteur des services, surtout aux États-Unis. En conséquence, on s'attend à ce que les prix des services s'ajustent graduellement, à mesure que les conditions monétaires restrictives freineront la demande. Globalement, l'inflation devrait avoisiner les cibles des banques centrales de la plupart des grandes économies avancées en 2025.

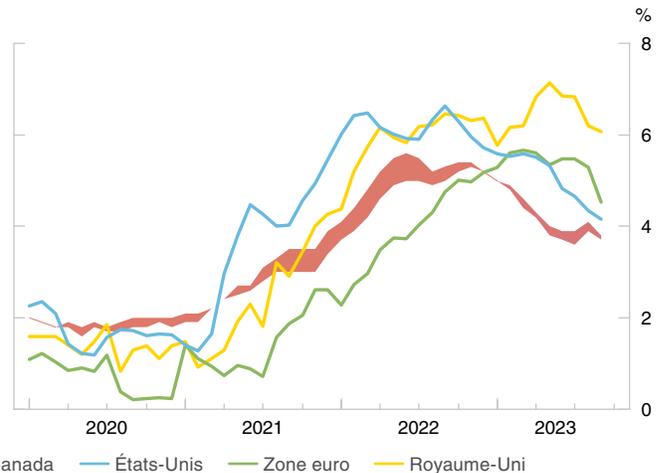
### Graphique 1 : L'inflation ralentit

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Inflation globale



b. Inflation fondamentale



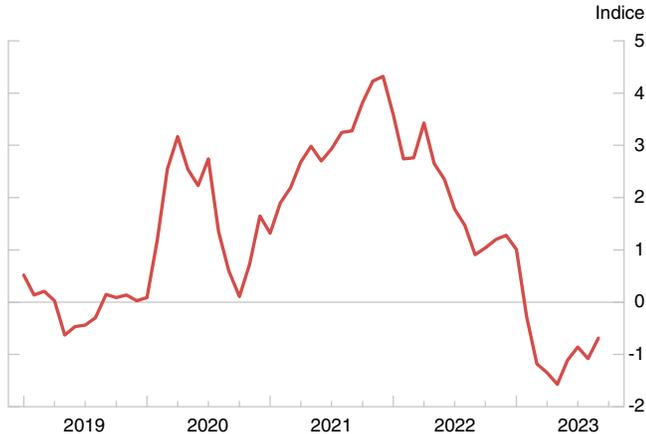
Nota : Le taux d'inflation est calculé selon l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro et l'indice des prix à la consommation (IPC) pour tous les autres pays. La fourchette de l'inflation fondamentale du Canada comprend l'IPC-tronq et l'IPC-méd; l'IPC des autres pays exclut les aliments et l'énergie.

Sources : Statistique Canada, US Bureau of Labor Statistics, Eurostat et Office for National Statistics (Royaume-Uni) via Haver Analytics, et calculs de la Banque du Canada

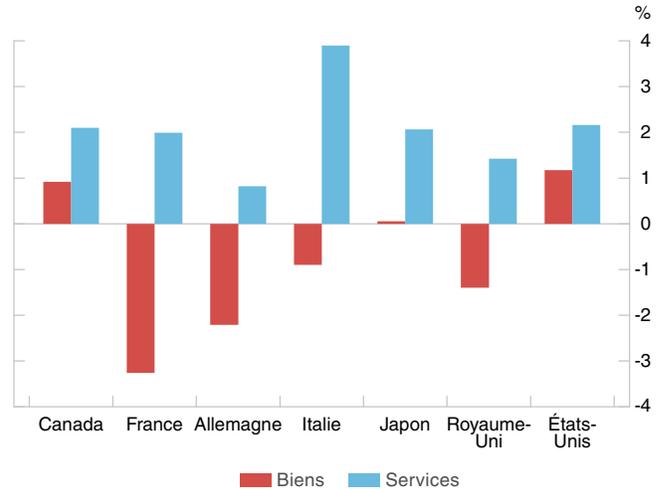
Dernière observation : septembre 2023

## Graphique 2 : Les pressions sur les chaînes d'approvisionnement se sont atténuées et les habitudes de consommation favorisent à nouveau les services aux dépens des biens

a. Indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, données mensuelles



b. Consommation réelle, taux de variation sur un an, données trimestrielles désaisonnalisées



Nota : L'indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (indice GSCPI) fournit un résumé complet des perturbations possibles dans les chaînes d'approvisionnement qui exclut les facteurs de demande. L'indice GSCPI mesure les écarts-types par rapport à la moyenne historique de l'indice. Une augmentation (baisse) de l'indice reflète une augmentation (baisse) des pressions sur les chaînes d'approvisionnement par rapport aux normes historiques.

Sources : Banque fédérale de réserve de New York, Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et Organisation de coopération et de développement économiques via Haver Analytics, et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : septembre 2023 (figure a) et 2023T2 (figure b).

### Encadré 2

## Différences dans l'augmentation des frais de logement entre économies avancées

Les taux d'augmentation des frais de logement ont grandement varié dans de nombreuses économies avancées ces dernières années (**graphique 2-A**). Après une légère baisse durant la première année de la pandémie de COVID-19, ces taux ont rapidement monté à compter de 2021. Ils ont atteint leur sommet dans la plupart des économies, mais restent bien supérieurs à la tendance pré-pandémique.

Ces récents mouvements ont été très différents d'un pays à l'autre. Cela s'explique par les différences dans les conditions économiques de chacun et la façon dont les frais de logement sont mesurés dans l'indice des prix à la consommation (IPC) d'un pays. En général, dans la plupart des économies avancées, l'augmentation des frais de logement tient compte de deux grands facteurs : la hausse des frais de logement des locataires et celle des frais de logement des propriétaires occupants.

La hausse des frais de logement des locataires est souvent établie au moyen de sondages, mais la méthode exacte utilisée par les pays pour la calculer varie. Au Canada, les données de l'IPC sont mises à jour tous les mois selon les réponses à une enquête. Aux États-Unis, les réponses sont intégrées

graduellement à l'IPC sur six mois. Par conséquent, les variations de loyer sur le marché américain apparaissent lentement dans les mesures officielles et les effets sur l'inflation ont tendance à être persistants.

Trois méthodes de calcul de l'augmentation des frais de logement des propriétaires occupants ressortent parmi les économies avancées :

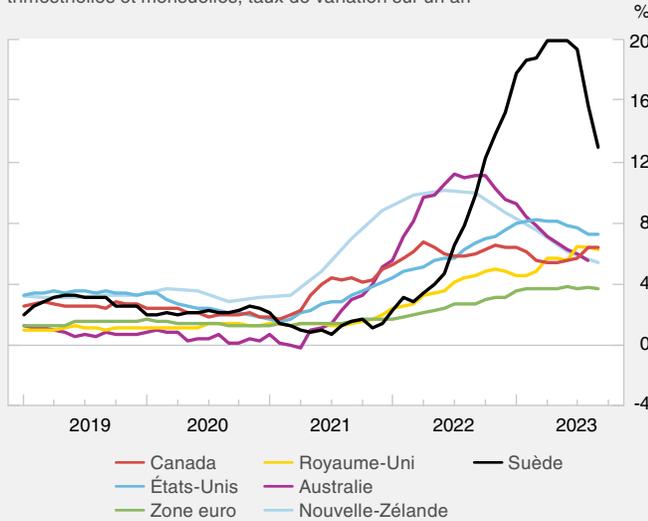
- Au Canada et en Suède, cette augmentation est calculée au moyen d'une variation de la méthode du coût d'usage, qui estime le coût direct de propriété et d'occupation d'un logement. Cela comprend donc les décaissements – comme le coût de l'intérêt hypothécaire, les rénovations domiciliaires et l'assurance – et les charges théoriques qui seraient normalement assumées par un propriétaire – comme la dépréciation.
- D'autres pays, par exemple les États-Unis, calculent l'augmentation des frais de logement des propriétaires occupants en se basant sur une méthode d'équivalence locative, qui estime le prix qu'un propriétaire paierait sur le marché pour louer

(suite à la page suivante)

Encadré 2 (suite)

**Graphique 2-A : L'augmentation des frais de logement varie grandement entre les pays**

Augmentation des frais de logement excluant les services publics, données trimestrielles et mensuelles, taux de variation sur un an



Nota : Le taux d'augmentation est calculé à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro et de l'indice des prix à la consommation pour tous les autres pays. Les données de la Nouvelle-Zélande sont trimestrielles et celles des autres pays sont mensuelles.

Sources : Statistique Canada, US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Institut national de la statistique de Suède, Australian Bureau of Statistics, Stats NZ via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada.

Dernières observations : août 2023 (Australie), 2023T3 (Nouvelle-Zélande), septembre 2023 (autres pays)

un logement similaire au sien. Ces pays n'incluent pas explicitement le coût de l'intérêt hypothécaire dans leurs indices des frais de logement.

- L'Australie et la Nouvelle-Zélande utilisent la méthode du prix d'acquisition net, qui est basée sur le prix d'achat d'un logement neuf, excluant la valeur du terrain. Ces pays non plus n'incluent pas explicitement le coût de l'intérêt hypothécaire dans leurs indices des frais de logement.

Le poids des frais de logement dans les différents paniers d'IPC varie. Au Canada, ces frais représentent approximativement un quart du panier, et cette proportion va d'environ un dixième à un tiers dans d'autres économies avancées (**tableau 2-A**). Cet écart s'explique en grande partie par le fait que les frais de logement des propriétaires occupants sont exclus des IPC observés par plusieurs grandes banques centrales, comme la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne.

**Tableau 2-A : Pondération des composantes liées au logement dans l'indice des prix à la consommation (IPC)**

	Pourcentage du panier de l'IPC global			
	Frais de logement des locataires	Frais de logement des propriétaires occupants (dont le coût de l'intérêt hypothécaire)	Autre	Frais de logement hors services publics
<b>Canada</b>	6,8	17,9 (3,8)	1,0	25,7
<b>États-Unis</b>	7,6	25,7	1,6	34,9
<b>Royaume-Uni</b>	7,9	S. O.	1,3	9,2
<b>Zone euro</b>	5,6	S. O.	3,9	9,5
<b>Australie</b>	5,8	8,6	4,7	19,0
<b>Nouvelle-Zélande</b>	9,6	9,8	5,4	24,7
<b>Suède</b>	9,8	8,6 (3,2)	1,0	19,3

Nota : La catégorie « Autre » comprend notamment l'assurance habitation et divers services liés à l'habitation.

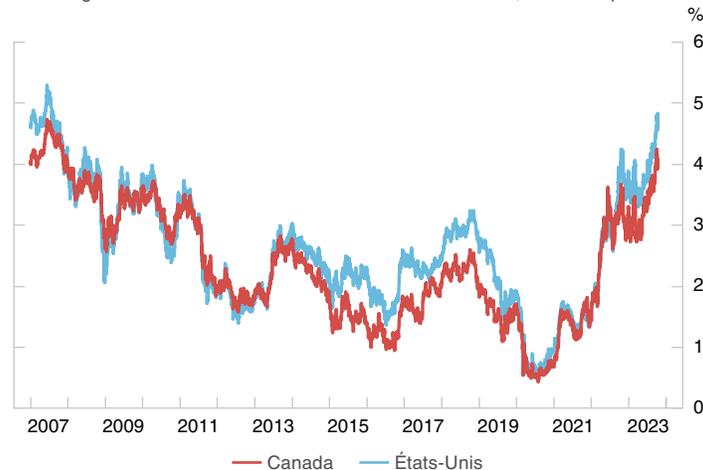
Sources : Statistique Canada, US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Institut national de la statistique de Suède, Australian Bureau of Statistics et Stats NZ via Haver Analytics

## Resserrement des conditions financières

Les conditions financières mondiales se sont resserrées depuis la publication du *Rapport* de juillet. Tout particulièrement, les rendements des obligations à long terme ont bondi (**graphique 3, encadré 1**), ce qui peut s'expliquer par plusieurs facteurs. Il est toutefois difficile d'identifier la contribution de chacun d'entre eux à cette hausse. Premièrement, les rendements réels se sont accrus, en partie parce que les marchés s'attendent à ce que les taux directeurs restent élevés plus longtemps. Deuxièmement, la prime de terme a augmenté, ce qui reflète une plus grande incertitude des marchés quant au niveau que les taux directeurs pourraient atteindre et à la durée pendant laquelle ils pourraient demeurer élevés. Troisièmement, des facteurs comme le lourd déficit budgétaire aux États-Unis et le niveau important des émissions de titres d'État à l'échelle mondiale – alors que la demande pour de tels actifs est faible – pourraient aussi avoir contribué à la hausse des rendements. Finalement, la montée des taux d'intérêt à long terme pourrait refléter la réévaluation par le marché du taux d'intérêt neutre. Le dollar canadien a été généralement stable face au dollar américain cette année (**graphique 4**), mais il s'est apprécié par rapport à un panier d'autres devises.

### Graphique 3 : Les rendements des obligations à long terme nord-américaines sont à leur plus haut niveau depuis avant la crise financière mondiale de 2008-2009

Rendements des obligations d'État canadiennes et américaines à 10 ans, données quotidiennes

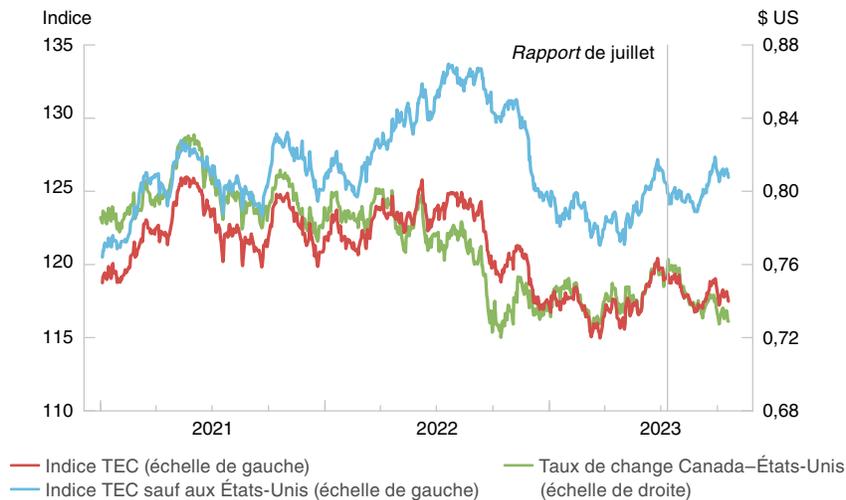


Source : Bloomberg Finance L.P.

Dernière observation : 19 octobre 2023

#### Graphique 4 : En 2023, le dollar canadien est demeuré généralement stable 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 : 19 octobre 2023

### Résilience de la demande aux États-Unis et ralentissement de la croissance en Chine

L'économie américaine connaît une expansion robuste depuis la mi-2022. La consommation a été soutenue par la forte croissance de l'emploi et par le fait que les ménages ont dépensé une partie de l'épargne qu'ils avaient accumulée pendant la pandémie de COVID-19. La solide demande des consommateurs et la diminution des contraintes d'offre ont stimulé l'investissement. La croissance devrait décélérer au cours des prochains trimestres et rester faible en 2024, surtout en raison de l'effet des hausses passées des taux d'intérêt et du récent resserrement des conditions financières globales. La croissance devrait s'accélérer en 2025, à mesure que les effets du resserrement passé de la politique monétaire s'estomperont.

En revanche, en Chine, la croissance a nettement ralenti au deuxième trimestre de 2023, après que les effets marqués de la réouverture de l'économie observés au premier trimestre se sont dissipés. Dernièrement, les problèmes du secteur immobilier se sont de nouveau intensifiés, accentuant ainsi l'incertitude et affaiblissant la confiance. La demande d'exportations chinoises progresse aussi à un rythme plus lent, et les prix à l'exportation sont en chute.

Dans la zone euro, la croissance demeure faible. Des données récentes évoquent un ralentissement économique dans la seconde moitié de 2023, les effets des hausses de taux d'intérêt et le resserrement des conditions financières freinant la croissance. Celle-ci devrait cependant s'accélérer graduellement en 2024 et 2025, à mesure que s'estompera l'incidence des chocs des produits énergétiques passés et du resserrement monétaire.

## Prix du pétrole plus élevés

Les cours mondiaux du pétrole ont fluctué à des niveaux plus élevés qu'escompté dans le *Rapport* de juillet. Ils ont bondi après que l'Arabie saoudite et la Russie ont réduit leur production et restreint leurs exportations. Par la suite, la guerre en Israël et à Gaza a fait naître de nouvelles préoccupations quant à l'offre de pétrole. Le prix du baril de Brent devrait s'établir à 90 \$ US durant la période projetée, soit 10 \$ US de plus que ce qui était postulé dans le *Rapport* de juillet (**encadré 3**).

Les prix des produits de base non énergétiques sont quant à eux légèrement inférieurs à ceux que la Banque envisageait en juillet. Cela tient surtout à l'évolution des prix des produits agricoles : ceux-ci ont globalement diminué en raison des conditions météorologiques favorables, qui ont amélioré les perspectives de récoltes. Les prix du bois d'œuvre ont aussi reculé, la faible activité dans le marché du logement en Amérique du Nord affaiblissant la demande dans ce secteur.

### Encadré 3

#### Principaux éléments de la projection

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

- Au cours de la période de projection, le prix du baril est situé à 90 \$ US pour le Brent, à 85 \$ US pour le West Texas Intermediate et à 70 \$ US pour le Western Canadian Select. Ces prix sont 10 \$ US au-dessus de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de juillet.
- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision sur le taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Elle suppose que le dollar canadien demeurera à 74 cents américains durant la période de projection, ce qui est proche de la moyenne récente et l'amène à 1 cent sous l'hypothèse de juillet.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait passer de 1,6 % en 2022 à environ 2 % par année durant la période de projection, suivant la croissance de la productivité du travail, qui reprendra après les niveaux modestes observés.
- Selon les estimations, le produit intérieur brut (PIB) réel a progressé d'environ 0,8 % au troisième trimestre de 2023, ce qui est inférieur à la croissance de la production potentielle. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production se situe entre -0,75 % et 0,25 % au troisième trimestre.
  - L'écart de production au deuxième trimestre, qu'on situait entre 0 % et 1 % en juillet, a été revu à la baisse dans le présent rapport. La fourchette pour le deuxième trimestre se situe maintenant entre -0,25 % et 0,75 %, une baisse de 0,25 point de pourcentage qui témoigne d'une croissance du PIB moins élevée que prévu durant la première moitié de 2023 (**tableau 3**, p. 13).
- La projection intègre des données de l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux disponibles au moment de la rédaction du *Rapport*.
- La Banque estime que le taux d'intérêt nominal neutre au Canada se situe dans une fourchette de 2 à 3 %. La projection économique le place ainsi au point médian de cette fourchette. Le taux d'intérêt 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 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 à moyen et à long terme.

## L'économie canadienne

---

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a chuté considérablement par rapport à son pic de 8,1 % en juin 2022. Plus récemment, elle a oscillé entre 2,8 et 4,0 %. Même si les pressions sur les prix de certains biens et services s'atténuent, l'inflation fondamentale s'avère plus tenace qu'on s'y attendait.

Les hausses passées des taux d'intérêt se font sentir sur l'économie, ralentissant la demande et réduisant graduellement les pressions sur les prix. Les attentes d'inflation se sont modérées, mais elles demeurent au-delà des prévisions d'inflation de la Banque. De plus, les entreprises sont encore capables de répercuter aisément les hausses de coûts sur leurs prix, et la croissance des salaires demeure forte. En conséquence, les progrès vers la cible d'inflation se font lents.

On s'attend encore à ce que l'inflation baisse de façon constante, mais le rythme du retour à la cible de 2 % demeure hautement incertain.

### Ralentissement de la demande sous l'effet des hausses passées des taux d'intérêt

De plus en plus de signes montrent que les hausses passées des taux d'intérêt concourent à un retour de l'équilibre entre l'offre et la demande (**encadré 4**). La croissance du produit intérieur brut (PIB) a été de 1 % en moyenne au cours de la dernière année, soit plus faible que le taux de croissance de la production potentielle (**tableau 2**, **tableau 3** et **graphique 5**). L'activité économique a stagné au deuxième trimestre de 2023, une partie de cette faiblesse étant due à des facteurs temporaires, comme les grèves dans le secteur public et les feux de forêt.

Les taux d'intérêt plus élevés ont contribué à tempérer la demande de logements et de nombreux biens durables, de même qu'à ralentir la croissance du crédit aux ménages. La croissance de la demande s'est également modérée pour un grand nombre de services, comme les loisirs, les restaurants et l'hébergement. Dans l'ensemble, le PIB par habitant a connu une croissance négative, reculant de 1,6 % au cours de la dernière année.

Avec la hausse des taux d'intérêt, les mesures des tensions financières des ménages ont augmenté par rapport aux bas niveaux observés au plus fort de la pandémie de COVID-19. Jusqu'à maintenant, les indicateurs montrent que les tensions financières touchent principalement les ménages qui n'ont pas de prêt hypothécaire. Par exemple, même si les taux de défaillance sur les produits hypothécaires sont demeurés près de leurs creux historiques, la proportion d'emprunteurs qui accusent un retard de paiement de 60 jours ou plus a continué de monter pour la plupart des produits de crédit. En particulier, les taux de défaillance sur les prêts automobiles ont dépassé les niveaux d'avant la pandémie.

Encadré 4

## Suivi des effets de la politique monétaire sur l'économie et l'inflation

La Banque a relevé les taux d'intérêt considérablement depuis mars 2022. Ces interventions ont eu pour effet premier d'augmenter le coût à assumer pour contracter ou honorer une dette. La croissance du crédit hypothécaire a toutefois décéléré, passant d'un taux annualisé sur trois mois de 9,9 % en février 2022 à 3,5 % en août 2023. La politique monétaire a aussi fait ralentir la croissance de la demande en encourageant les ménages à réduire leurs dépenses au profit de l'épargne<sup>1</sup>. Les hausses de taux d'intérêt prennent du temps à produire leurs effets : ils influent d'abord sur la demande, puis sur l'inflation.

### Ralentissement des dépenses des ménages

La hausse des taux d'intérêt a tempéré la demande du côté des logements et des achats importants<sup>2</sup>. Depuis février 2022, les reventes de logements ont diminué de 33 % et les prix des logements, d'environ 10 %.

La consommation par habitant stagne (**graphique 4-A**), surtout en raison de la faiblesse des achats de biens et services sensibles aux taux d'intérêt (**graphique 4-B**)<sup>3</sup>. À mesure que les hausses de taux continuent de se répercuter sur l'économie, les dépenses se calment dans d'autres catégories de biens et services également.

#### Graphique 4-A : La consommation réelle par habitant stagne

Consommation réelle par habitant (15 ans et plus), données trimestrielles désaisonnalisées et annualisées



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : 2023T2

De fait, la croissance a ralenti dans 85 % des catégories de dépenses de consommation. L'achat de véhicules motorisés constitue toutefois une exception notable. Les consommateurs ne pouvaient pas acheter de véhicules, l'offre étant insuffisante en raison d'une pénurie de semi-conducteurs qui a commencé au début de la pandémie de COVID-19. Si les achats ont récemment augmenté, c'est probablement sous l'effet d'une augmentation de l'offre qui permet de répondre à la demande refoulée.

Depuis le début de 2023, les gains d'emploi ont également diminué en moyenne dans les secteurs sensibles aux variations de taux d'intérêt, notamment la construction ainsi que les services liés à l'information, à la culture et aux loisirs.

### Effet des resserrements passés sur les investissements des entreprises

Depuis le milieu de 2022, les investissements des entreprises affichent une croissance modeste. Cette situation voile en fait deux forces opposées. D'une part, l'investissement en ouvrages de génie civil augmente constamment, surtout avec les prix plus élevés du pétrole et les grands projets liés au transport d'énergie. D'autre part, l'investissement en machines et en matériel a baissé d'environ 10 %. Selon les enquêtes menées auprès des entreprises, beaucoup ont dit surtout modérer leurs dépenses d'investissement en raison des effets négatifs liés aux coûts d'emprunt élevés et aux conditions de crédit restrictives.

### Désinflation dans certaines catégories de l'indice des prix à la consommation

Le resserrement de la politique monétaire apaise la demande et a ainsi contribué à ralentir l'inflation au cours de la dernière année. Malgré une volatilité considérable des données, les taux d'inflation ont baissé dans plusieurs catégories :

- L'augmentation des prix des biens durables, à l'exclusion des véhicules, est tombée de 5,4 à -0,4 %, tandis que celle des prix des biens semi-durables est descendue de 4,3 à 2,1 %<sup>4</sup>.

(suite à la page suivante)

1 Pour en savoir plus, voir l'*Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada – Troisième trimestre de 2023*.

2 Parmi les autres facteurs réduisant la demande, il y a eu la normalisation des dépenses après le boom de la pandémie (p. ex., les achats de meubles et d'électroménagers) et l'ajustement des dépenses dû à l'inflation élevée.

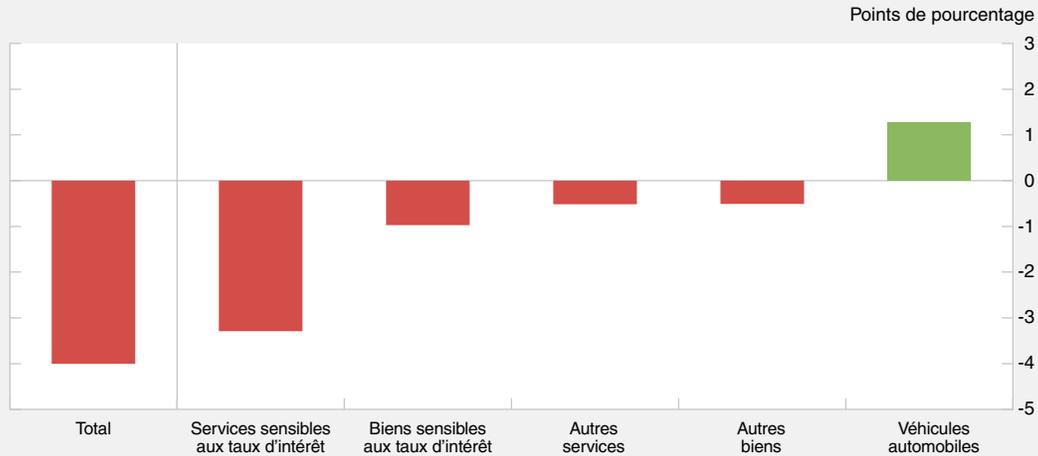
3 Cette faiblesse de la consommation par habitant est surtout attribuable au ralentissement des dépenses, et non à la récente explosion démographique.

4 Le taux de croissance annualisé des dépenses de consommation par habitant visant les biens semi-durables a chuté, passant de plus de 6 % avant le début du cycle de resserrement à -2 % depuis le deuxième trimestre de 2022. De même, la consommation par habitant visant les biens durables était déjà en baisse avant les hausses de taux, mais cette baisse s'est accélérée depuis le début du resserrement. La consommation de meubles et d'électroménagers en est un bon exemple.

Encadré 4 (suite)

**Graphique 4-B : Les catégories de consommation sensibles aux taux d'intérêt sont celles qui connaissent le plus grand ralentissement par habitant**

Contribution à la variation de la croissance moyenne de la consommation réelle par habitant (15 ans et plus), données trimestrielles désaisonnalisées et annualisées



Nota : La croissance moyenne est calculée du quatrième trimestre de 2020 au deuxième trimestre de 2022 et du troisième trimestre de 2022 au deuxième trimestre de 2023. Pour des précisions sur le contenu des catégories de consommation, voir T. Chernis et C. Luu (2018), *Disaggregating Household Sensitivity to Monetary Policy by Expenditure Category*, note analytique du personnel 2018-32, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2023T2

L'inflation des biens a d'ailleurs été freinée en partie par la résorption des problèmes de chaînes d'approvisionnement.

- Le taux de croissance du coût de remplacement par le propriétaire est tombé à -1,1 %, alors qu'il avait atteint un sommet de 14,4 % au plus fort de la demande de logements.

- L'inflation des services, à l'exclusion des logements, a ralenti pour passer de 5,1 à 1,5 %.

On note une exception pour les biens non durables (sauf les aliments en magasin et l'énergie). Cette catégorie comprend notamment les articles de soins personnels, les produits nettoyants et la papeterie. Malgré le ralentissement de la demande, l'inflation y reste près de 6 %.

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

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

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans le *Rapport précédent*.

† 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

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

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

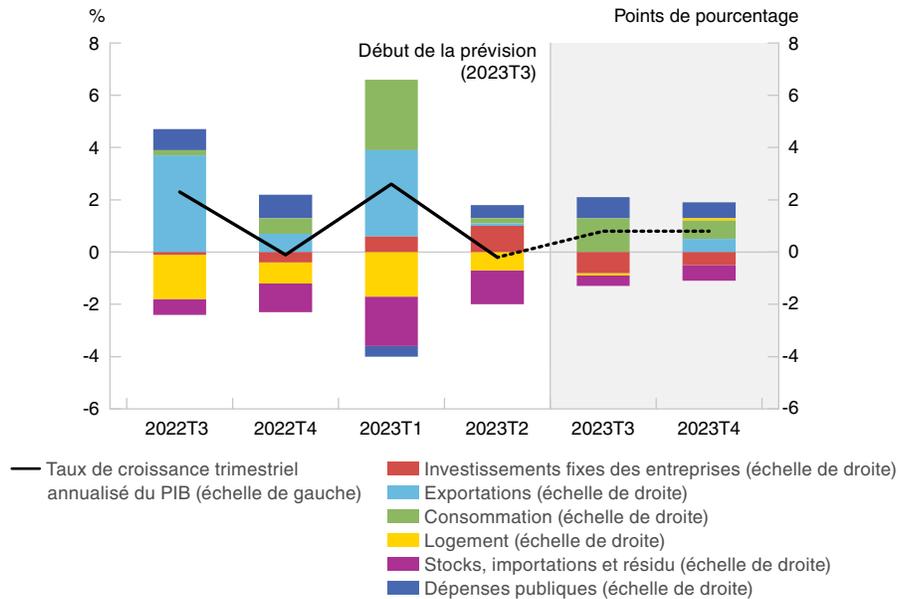
\* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 3**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans le *Rapport précédent*.

† Le troisième et quatrième 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

### Graphique 5 : La croissance du PIB réel s'est établie à 1 % en moyenne au cours de la dernière année

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

## Rééquilibrage de l'offre et de la demande

Étant donné le ralentissement de la croissance de la demande et l'augmentation de l'offre, divers indicateurs semblent montrer que l'économie s'approche de l'équilibre.

Les pressions exercées par la demande excédentaire s'atténuent. On estime que l'écart de production se situe entre -0,75 et 0,25 % au troisième trimestre de 2023. Comme c'est généralement le cas à ce stade du cycle économique, on observe des signaux contrastés quant à l'équilibre de l'offre et de la demande. De plus, puisque la reprise postpandémique fait en sorte qu'il est plus difficile que d'habitude de quantifier la demande excédentaire dans l'économie, l'incertitude est plus grande qu'à l'ordinaire.

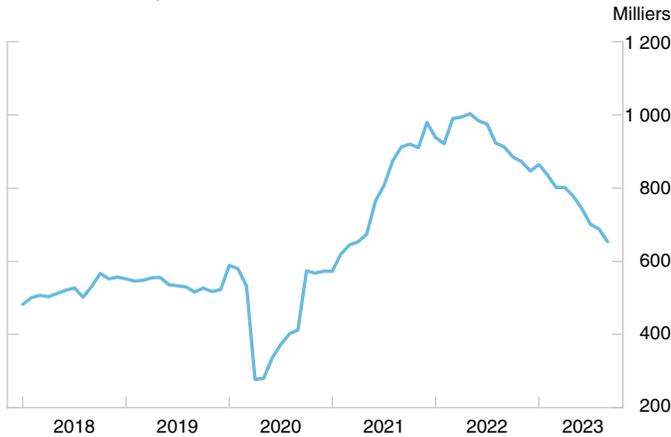
Sur le marché du travail, les gains ont ralenti pour s'établir en moyenne autour de 32 000 emplois par mois au troisième trimestre, ce qui est en deçà du rythme compatible avec la croissance actuelle de la population active. Les enquêtes de la Banque auprès des entreprises montrent également que l'économie se rapproche de l'équilibre. En effet, les entreprises constatent que les indicateurs qui mesurent les pressions sur la capacité sont redescendus de leurs niveaux élevés, et leurs intentions d'embauche et d'investissement sont revues à la baisse. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises du troisième trimestre de 2023, la proportion d'entreprises qui disent souffrir de pénuries de main-d'œuvre est de nouveau proche de sa moyenne historique.

Toutefois, d'autres indicateurs du marché du travail dénotent la présence d'une demande excédentaire modeste. Même s'il a considérablement baissé au cours de la dernière année, le nombre de postes vacants n'est pas encore revenu à son niveau d'avant la pandémie. Le taux de chômage a augmenté dans les derniers mois, mais il reste bas (**graphique 6**). Reflet d'un marché du travail tendu, les pressions sur les salaires sont élevées, et les pénuries de travailleurs qualifiés sont répandues (**graphique 7**).

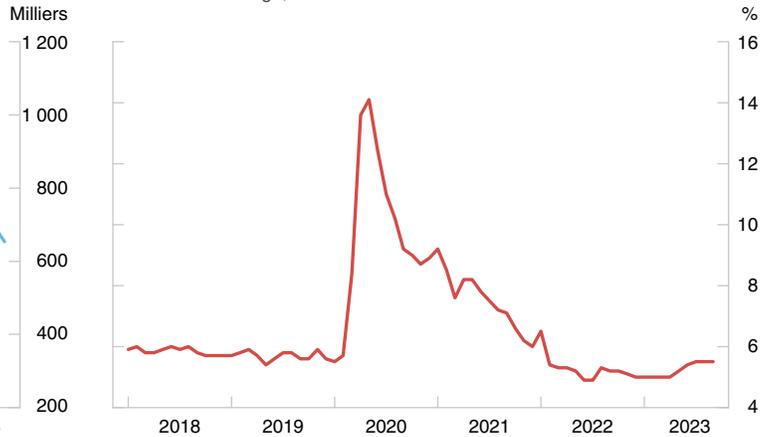
## Graphique 6 : Le marché du travail reste tendu malgré un assouplissement important

Données mensuelles

a. Postes vacants, données désaisonnalisées



b. Taux de chômage, données désaisonnalisées



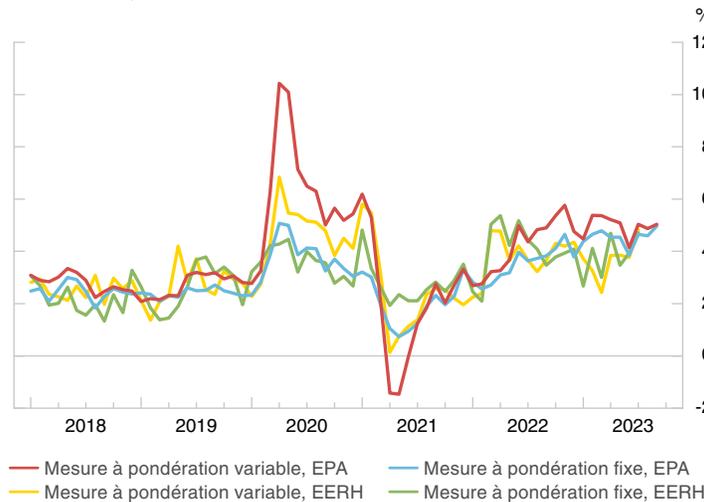
Nota : Faute de données suffisantes au début de la pandémie, les données de l'Enquête sur les postes vacants et les salaires manquent d'avril à septembre 2020. Les valeurs manquantes et les valeurs pour août et septembre 2023 sont estimées à partir des données d'Indeed.

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

Dernière observation : septembre 2023

## Graphique 7 : Les mesures de la croissance des salaires se sont situées entre 4 et 5 %

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

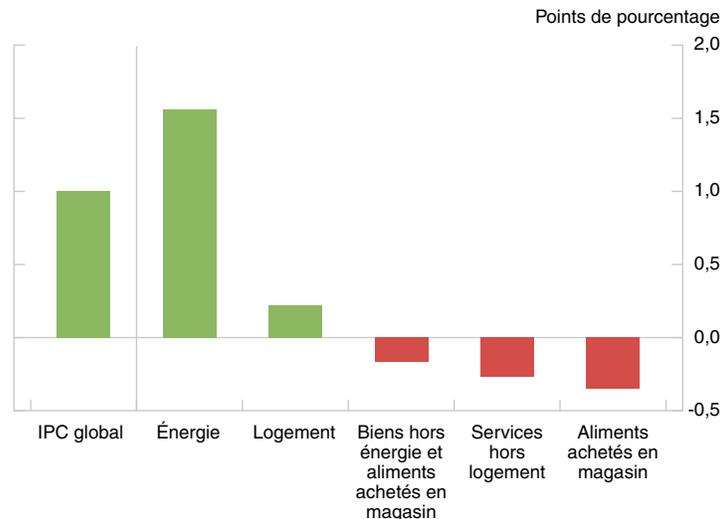
Dernières observations : septembre 2023 (EPA), juillet 2023 (EERH)

## Pressions inflationnistes persistantes

L'inflation mesurée par l'IPC est redescendue de son sommet de 8,1 % atteint en 2022 et s'est montrée volatile ces derniers mois, oscillant entre 2,8 et 4,0 %. Initialement, la diminution de l'inflation était due à la baisse des prix de l'énergie et aux améliorations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Plus récemment, les taux d'intérêt plus élevés ont mené à un meilleur équilibre entre l'offre et la demande. Les effets sur l'inflation qui en découlent se matérialisent, quoique plus lentement que prévu.

### Graphique 8 : La dynamique de l'inflation depuis juin découle en grande partie des prix de l'énergie

Contribution à la variation de l'inflation mesurée par l'IPC sur un an, de juin à septembre 2023, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada  
Dernière observation : septembre 2023

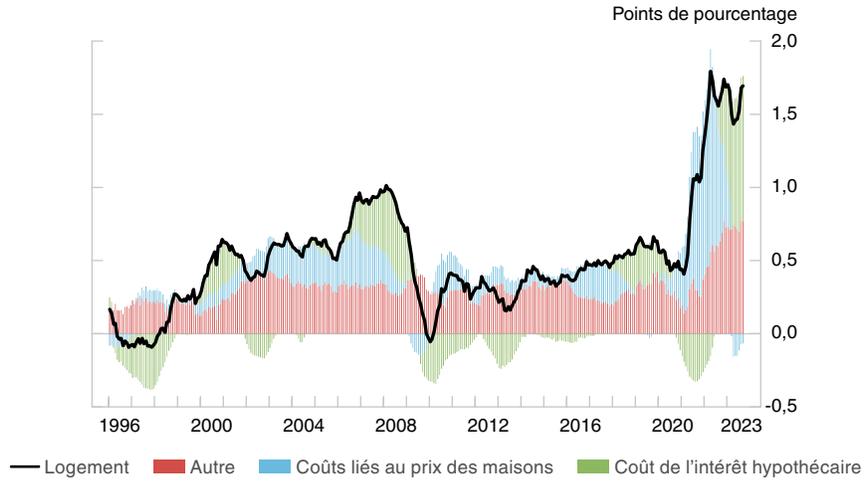
Ces derniers mois, les prix plus élevés du pétrole ont nourri l'augmentation des prix de l'énergie, en particulier de l'essence (**graphique 8**). La hausse des frais de logement s'est également accentuée, s'établissant à 8,0 % sur trois mois. Elle s'est aussi généralisée, comme en témoignent une hausse des loyers et des autres dépenses pour le logement, sans compter la montée continue du coût de l'intérêt hypothécaire (**encadré 2**). Dans les cycles précédents, quand la contribution du coût de l'intérêt hypothécaire augmentait, l'effet sur la hausse des frais de logement était compensé par une inflation plus basse dans les composantes liées au prix des maisons. Mais récemment, des problèmes d'offre structurels ont limité cet effet compensateur et exercé des pressions à la hausse sur les autres composantes du logement (**graphique 9**).

En même temps, les progrès vers une décélération de l'inflation se poursuivent pour d'autres sous-composantes de l'IPC. Le taux d'inflation sur trois mois pour les aliments achetés en magasin est descendu à 3,9 %, et la croissance des coûts des intrants a ralenti. Pour les biens (hors énergie et aliments achetés en magasin), l'inflation a également baissé en raison du fléchissement de la demande. De la même façon, l'inflation pour les services hors logement s'est repliée du fait du ralentissement de l'économie. Par ailleurs, même si les hausses de prix plus importantes que la normale demeurent répandues, elles concernent beaucoup moins de biens et services (**graphique 10**).

Certaines sous-composantes de l'IPC montrent des signes d'évolution favorable, mais dans l'ensemble, les progrès vers une inflation plus basse sont plus lents que prévu.

**Graphique 9 : La hausse des frais de logement est forte, reflétant entre autres une augmentation du coût de l'intérêt hypothécaire**

Contribution à l'inflation mesurée par l'IPC sur un an, données mensuelles



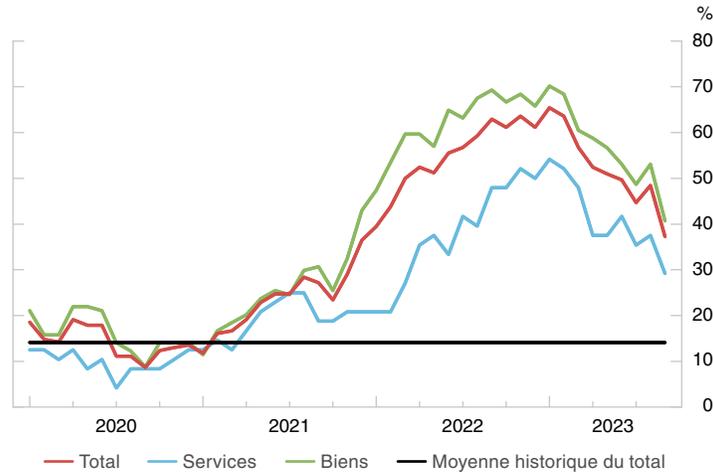
Nota : Les coûts liés au prix des maisons comprennent le coût de remplacement par le propriétaire et autres dépenses pour le logement en propriété. La catégorie « Autre » comprend les frais de logement des locataires, l'assurance habitation et hypothécaire, les frais d'entretien et de réparation des propriétaires, l'impôt foncier et les autres frais spéciaux.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2023

**Graphique 10 : La croissance des prix des biens et services demeure répandue, mais elle ralentit manifestement**

Part des composantes de l'IPC dont la croissance est supérieure à 5 % au cours des douze derniers mois, données mensuelles



Nota : La moyenne historique est calculée à l'aide de données de janvier 1995 à décembre 2019.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

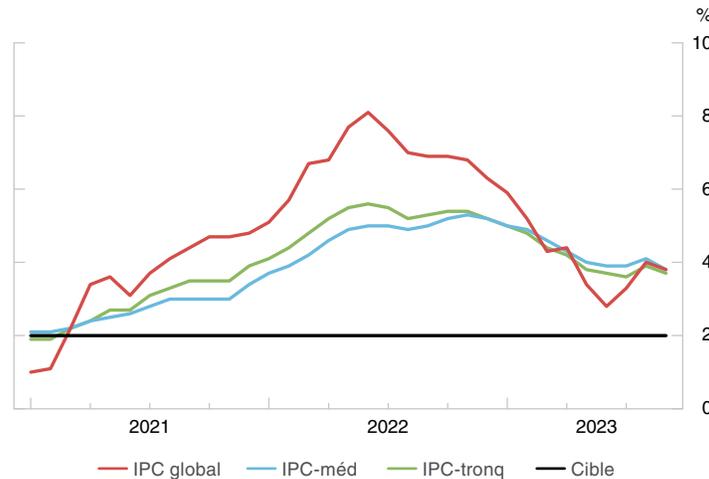
Dernière observation : septembre 2023

L'inflation fondamentale n'a pas diminué autant qu'on s'y attendait. Elle a peu bougé après avoir reculé sur un an, passant d'un peu plus de 5 % en 2022 à un peu moins de 4 % au milieu de 2023 (**graphique 11**). Ce constat cadre avec les taux sur trois mois (**graphique 12**) :

- L'IPC-tronq et l'IPC-méd se sont essentiellement maintenus dans la fourchette de 3½ à 4 % au cours de la dernière année.
- Les autres mesures de l'inflation fondamentale, comme l'IPC hors alimentation et énergie et l'IPCX (qui exclut huit des composantes les plus volatiles), ont baissé légèrement mais se sont montrées plus volatiles.

### Graphique 11 : L'inflation sous-jacente demeure élevée

Mesures de l'inflation globale et fondamentale, taux de variation sur un an, données mensuelles



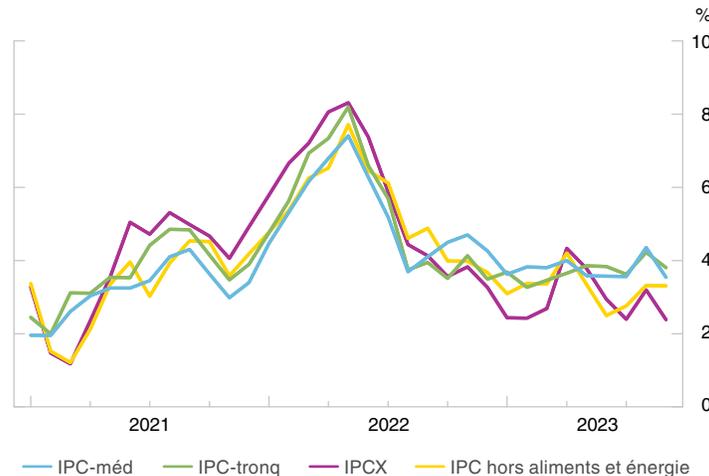
Nota : Pour plus d'information sur les mesures de l'IPC utilisées par la Banque, consultez le [site Web](#) de la Banque.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2023

### Graphique 12 : Les taux d'inflation fondamentale sur trois mois demeurent élevés

Taux d'inflation sur trois mois, données mensuelles désaisonnalisées et annualisées



Nota : Pour plus d'information sur les mesures de l'IPC utilisées par la Banque, consultez le [site Web](#) de la Banque.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2023

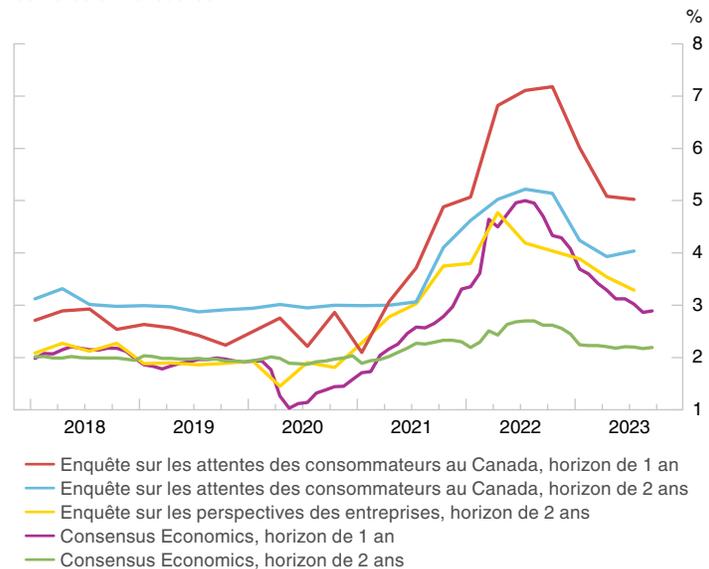
## Attentes d'inflation, pratiques d'établissement des prix par les entreprises et croissance des salaires : pas encore de retour à la normale

À mesure que la demande excédentaire se résorbera, l'inflation devrait ralentir. Du même coup, les attentes d'inflation devraient aussi baisser, les pratiques d'établissement des prix par les entreprises revenir à la normale, et la croissance des salaires se modérer. Jusqu'à maintenant, des progrès ont été réalisés, mais un peu plus lentement que prévu. Beaucoup d'indicateurs demeurent élevés ou ne sont pas encore revenus à la normale.

Les attentes d'inflation à court terme ont diminué, mais restent élevées et au-dessus du niveau de l'inflation projeté par la Banque (**graphique 13**). Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée au troisième trimestre de 2023 révèlent que les entreprises anticipent un taux annuel d'inflation moyen de 3 à 3,5 % au cours des deux prochaines années. Les attentes d'inflation des consommateurs restent également plus élevées qu'avant la pandémie, avec une moyenne de 5 % pour la prochaine année et de 4 % pour l'année suivante<sup>2</sup>. Les attentes d'inflation à long terme demeurent en phase avec la cible de 2 %.

### Graphique 13 : Les attentes d'inflation à court terme sont 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 (selon une série de 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.

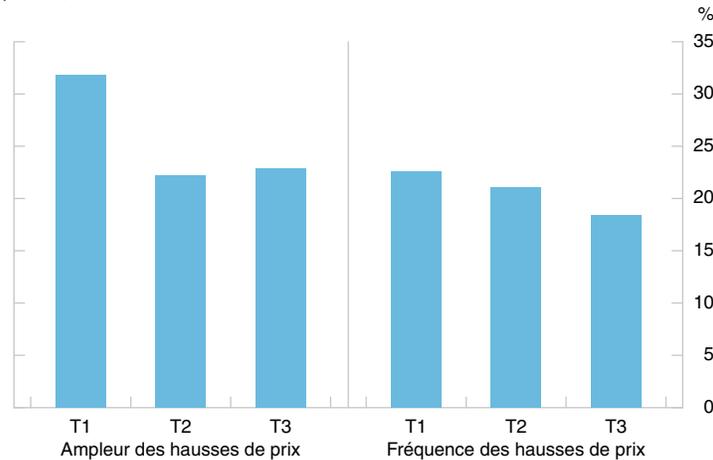
Sources : Consensus Economics, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : septembre 2023 (Consensus Economics), 2023T3 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada et enquête sur les perspectives des entreprises)

<sup>2</sup> L'inflation courante selon les perceptions des consommateurs présentées dans l'*Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada — Troisième trimestre de 2023* est en moyenne environ 0,5 point de pourcentage au-dessus du niveau de l'inflation mesurée par l'IPC. Cet écart s'est creusé de manière particulièrement prononcée au cours des récents trimestres. En outre, même si l'inflation mesurée par l'IPC a diminué de 4,3 points de pourcentage par rapport à son sommet de la mi-2022, l'inflation courante perçue par les consommateurs, elle, n'a reculé que de 1,4 point de pourcentage, une différence qui pourrait s'expliquer par l'attention que les consommateurs portent à des composantes comme l'alimentation et le logement.

### Graphique 14 : Les entreprises ne sont pas encore revenues à leurs pratiques normales d'établissement des prix

Solde des opinions, données trimestrielles



Nota : Le solde des opinions sur l'ampleur des hausses de prix correspond au pourcentage des entreprises ayant répondu au Poulos des entrepreneurs qui affichent ou prévoient des hausses de prix plus grandes que d'habitude diminué du pourcentage de celles qui affichent ou prévoient des hausses de prix moins grandes qu'en temps normal. Le solde des opinions sur la fréquence des hausses de prix correspond au pourcentage des entreprises ayant répondu au Poulos des entrepreneurs qui affichent ou prévoient des hausses de prix plus fréquentes que d'habitude diminué du pourcentage de celles qui affichent ou prévoient des hausses de prix moins fréquentes qu'en temps normal. Les entreprises qui ne changent pas régulièrement leurs prix ont été exclues.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 30 septembre 2023

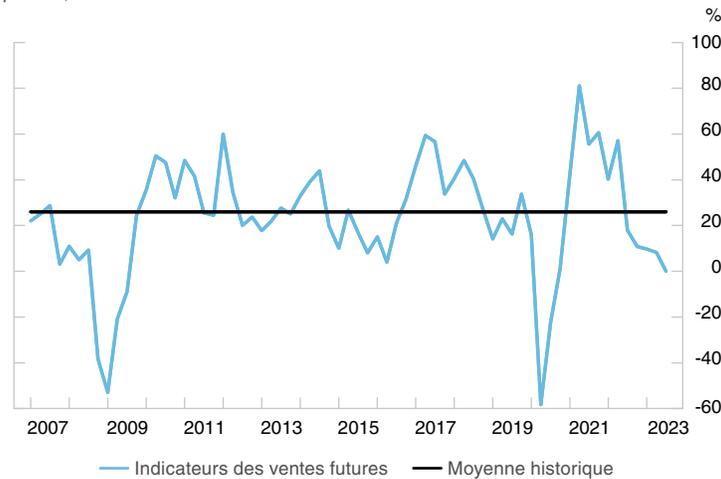
Les entreprises ne sont pas encore revenues à leurs pratiques habituelles d'établissement des prix. Elles continuent d'augmenter leurs prix plus souvent et de façon plus substantielle qu'à l'ordinaire (**graphique 14**). Les ménages pourraient donc s'attendre à payer davantage, et les entreprises à facturer davantage, pour des biens et services. Les attentes d'inflation élevées pourraient aussi se répercuter sur les salaires.

## Faible croissance de la demande et redressement de l'offre

La croissance économique devrait demeurer modérée, à moins de 1,0 % en moyenne dans les prochains trimestres. Les effets des hausses passées des taux d'intérêt et, plus récemment, du resserrement des conditions financières mondiales, devraient continuer de peser sur la consommation et sur les dépenses d'investissement des entreprises. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises pour le troisième trimestre laissent entrevoir un affaiblissement de la croissance des ventes pendant la prochaine année (**graphique 15**), en particulier du côté des entreprises qui sont le plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. De plus, on estime que le ralentissement de la demande étrangère limitera l'expansion des exportations canadiennes au cours de la même période. Toutefois, les dépenses publiques contribuent fortement à la croissance, celle-ci atteignant 2,5 % en moyenne en 2024, soit un peu plus que la croissance de la production potentielle.

**Graphique 15 : Les perspectives de vente des entreprises se sont encore assombries**

Solde des opinions, données trimestrielles

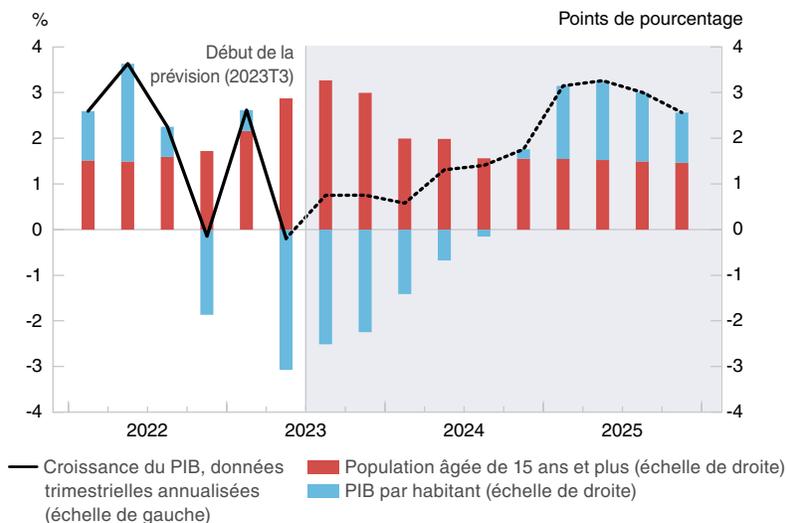


Nota : Le solde des opinions est le pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises qui font état d'une amélioration des indicateurs récents (carnets de commandes, réservations, demandes de renseignements, etc.) diminué du pourcentage de celles qui signalent une détérioration des indicateurs. La moyenne historique est calculée à partir de données du troisième trimestre de 2003 au troisième trimestre de 2023.

Source : Banque du Canada  
Dernière observation : 2023T3

**Graphique 16 : La croissance du PIB par habitant devrait être modeste en 2024**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Nota : Les données sur la population âgée de 15 ans et plus sont tirées de l'Enquête sur la population active. Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

Étant donné que la demande continue de croître plus lentement que la production potentielle, l'économie devrait basculer dans une situation d'offre excédentaire modeste au quatrième trimestre de 2023. L'offre excédentaire devrait augmenter durant la majeure partie de l'année 2024.

La croissance du PIB devrait remonter à la fin de 2024, pour s'établir autour de 2,5 % en 2025 (**graphique 16**), et ce mouvement enclenchera une réduction de l'offre excédentaire au sein de l'économie. Les dépenses des ménages par habitant seront faibles en 2024. Elles augmenteront

ensuite à mesure que s'atténueront les effets du resserrement monétaire sur la croissance. Le regain de la demande étrangère alimentera les investissements des entreprises et les exportations.

La croissance moyenne de la production potentielle devrait avoisiner 2 % au cours de la période de projection. Cette estimation tient compte d'une importante poussée démographique, attribuable à une forte immigration et à l'arrivée ininterrompue d'un grand nombre de résidents temporaires. Elle reflète également un redressement attendu de la productivité du travail par rapport à sa faiblesse actuelle.

## Croissance timide des dépenses des ménages

Les dépenses de consommation durant l'année 2024 devraient être modérées. Bien que la consommation globale soit soutenue par une forte croissance démographique, la consommation par habitant, elle, devrait encore diminuer pendant la majeure partie de 2024. Les réponses recueillies lors de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada réalisée au troisième trimestre de 2023 indiquent que les ménages réduisent leurs dépenses, retardent leurs achats et déplacent leur épargne vers des comptes à plus fort rendement, en raison des effets persistants des taux d'intérêt plus élevés et de la hausse du coût de la vie. La croissance des revenus sera par ailleurs appelée à ralentir à mesure que les conditions du marché du travail iront en s'assouplissant, ce qui pèsera sur la progression des dépenses de consommation.

En revanche, l'investissement résidentiel devrait commencer à se revigorer à la fin de 2023 après ses récents creux, car l'impulsion donnée à la construction par une forte demande primera sur les effets des taux d'intérêt plus élevés, qui se dissiperont.

## Faiblesse des investissements des entreprises et de la croissance des exportations

Les investissements des entreprises devraient rester faibles pour le reste de l'année 2023, avant de reprendre progressivement en 2024. Ils sont freinés par les coûts d'emprunt élevés, les conditions de crédit restrictives, la perspective d'un ralentissement économique et la fin de grands projets d'infrastructure. Les investissements devraient reprendre dans la deuxième moitié de 2024 à la faveur d'une embellie de la demande et dès lors que l'effet modérateur des taux d'intérêt plus élevés se sera estompé.

Après un bon début d'année, la croissance des exportations devrait stagner pendant le reste de 2023 et en 2024 du fait du ralentissement de la demande étrangère pour les exportations hors produits de base. Les exportations sont appelées à connaître un sursaut en 2025, stimulées par la reprise de la demande étrangère et le renforcement des capacités de transport d'énergie provoqué par l'achèvement du projet d'expansion de l'oléoduc Trans Mountain.

La croissance des importations devrait demeurer modeste jusqu'à la fin de la première moitié de 2024. Elle devrait s'accélérer pendant la deuxième moitié de 2024, puis en 2025, du fait de l'affermissement de la demande intérieure.

## Inflation forte à court terme, mais en retrait en 2025

L'inflation mesurée par l'IPC devrait demeurer élevée, autour de 3½ %, jusqu'au milieu de 2024. Les cours de l'énergie ne tirent plus l'inflation vers le bas, mais accentuent plutôt les pressions à la hausse (**graphique 17**). La hausse des frais de logement va rester forte à cause de l'accroissement du coût de l'intérêt hypothécaire, du renchérissement des loyers et de la progression des autres coûts du logement. L'augmentation des loyers et des autres coûts du logement s'explique en partie par la vigueur de la demande de logements (laquelle se nourrit de la croissance rapide de la population) et la carence structurelle de l'offre d'habitations. Contrairement à ce qui se passait dans les cycles précédents, la montée du coût de l'intérêt hypothécaire n'est pas fortement contrebalancée par la faiblesse des autres composantes du logement.

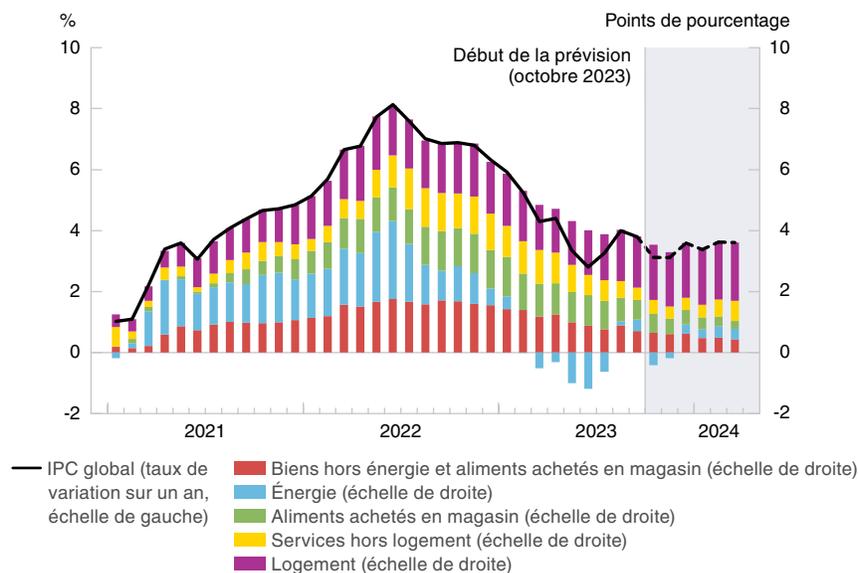
Ces pressions haussières sur l'inflation devraient être neutralisées partiellement par l'inflexion de la demande excédentaire, l'affaiblissement des pressions induites par les coûts des intrants et la décélération accrue de l'inflation dans le secteur des biens échangeables à l'international.

La croissance plus lente du coût des intrants devrait freiner davantage la hausse des prix des aliments. Le rythme d'augmentation des prix des aliments sur trois mois a baissé et est bien inférieur au chiffre le plus récent exprimé sur un an. C'est un signe que la croissance des prix des aliments va probablement continuer de ralentir dans les prochains mois.

La Banque prévoit que l'inflation descendra aux alentours de 2,5 % dans la deuxième moitié de 2024 (**graphique 18**). Elle poursuivra cette baisse et retournera à la cible de 2 % en 2025. Bien que les prix du logement accentuent les pressions à la hausse sur l'inflation pendant la période de projection, on s'attend à ce que la hausse des frais de logement

### Graphique 17 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait rester élevée en raison de la hausse des prix de l'énergie et des frais de logement

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

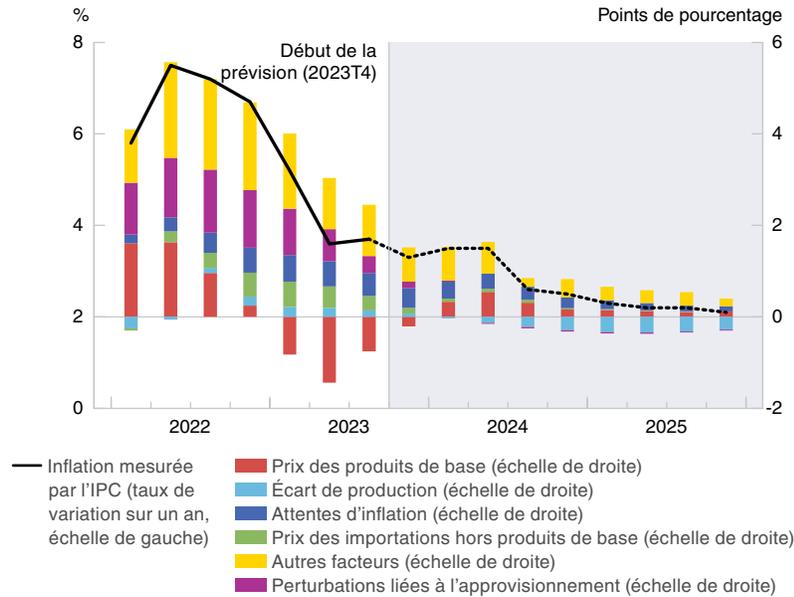


Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada  
Dernières valeurs du graphique : mars 2024

ralentisse par rapport à son taux actuel. La présence persistante d'une offre excédentaire dans l'économie a un effet modérateur sur l'inflation. Elle aide à tempérer les attentes d'inflation et incite les entreprises à revenir graduellement à des pratiques d'établissement des prix plus normales.

**Graphique 18 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir à la cible d'ici la fin de 2025**

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



Nota : Les prix des importations hors produits de base comprennent l'effet du taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain. Les autres facteurs pourraient inclure des pressions sous-estimées sur la demande, telles que celles découlant d'importants déséquilibres sur le marché du logement, ou des facteurs non observés auparavant, comme un plus grand degré de transmission des prix du pétrole ou des importations, et un comportement atypique des entreprises en matière d'établissement des prix. L'incidence de la tarification du carbone sur l'inflation d'une année à l'autre est d'environ 0,1 point de pourcentage sur l'horizon de projection et est incluse dans les prix des produits de base. 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

---

Comme dans le *Rapport* de juillet, les perspectives figurant dans le scénario de référence constituent l'évolution la plus probable de l'inflation. La Banque perçoit des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Cependant, puisque l'inflation dépasse la cible depuis deux ans et qu'elle devrait rester légèrement au-dessus de 3 % pour une autre année, ce sont les risques à la hausse qui préoccupent surtout la Banque. De plus, les progrès vers la cible de 2 % sont lents et les risques de plus forte inflation sont en hausse à l'échelle mondiale, ce qui a accentué le risque que la désinflation stagne ou même que l'inflation monte à nouveau.

## Principaux risques à la hausse

Comme mentionné dans les rapports précédents, il existe plusieurs risques à la hausse entourant l'inflation. Les attentes d'inflation des ménages et des entreprises demeurent élevées. Si elles ne diminuent pas autant que prévu, l'inflation restera probablement supérieure au niveau postulé dans le scénario de référence. Les entreprises pourraient également tarder à ajuster leurs pratiques d'établissement des prix. De plus, si le marché de l'emploi demeure tendu ou que la croissance de la productivité reste faible, les pressions sur les coûts sont susceptibles d'être plus fortes et plus durables que prévu. D'autres risques, comme la perturbation des récoltes et des chaînes d'approvisionnement en raison de l'augmentation des phénomènes météorologiques extrêmes, pourraient aussi exercer une pression à la hausse sur l'inflation.

Certains risques ont gagné en importance depuis le *Rapport* de juillet. En particulier, les prix du pétrole sont plus élevés que prévu. Jusqu'à maintenant, le conflit en Israël et à Gaza n'a pas eu d'effet sur l'offre mondiale de pétrole. Toutefois, s'il s'étendait à d'autres pays de la région, l'offre pourrait être perturbée, faisant monter les prix du pétrole. Ces hausses de prix pourraient d'ailleurs être amplifiées par le faible niveau actuel des stocks mondiaux. Si elles se matérialisaient et persistaient, ces hausses risqueraient de se répercuter sur d'autres prix, et l'inflation pourrait monter en flèche, particulièrement dans un contexte où les entreprises ajustent fréquemment leurs prix. L'accentuation de l'incertitude géopolitique pourrait aussi faire peser de nouvelles pressions sur les coûts, étant donné l'incidence qu'elle aura sur les chaînes d'approvisionnement mondiales de biens et de matières premières.

## Principaux risques à la baisse

Le principal risque à la baisse pour l'inflation au Canada est que l'économie nationale ralentisse plus vite qu'anticipé. Ce ralentissement pourrait se manifester principalement par deux canaux.

Premièrement, les effets de la politique monétaire pourraient être plus prononcés que dans le scénario de référence. Étant donné les niveaux record de l'endettement des ménages canadiens, il est possible que le recul de leurs dépenses de consommation s'avère plus important que prévu. La baisse des prix des logements pourrait exacerber ce recul. Les investissements des entreprises et l'embauche pourraient aussi ralentir plus qu'anticipé par la Banque.

Deuxièmement, l'activité mondiale pourrait être plus faible que dans le scénario de référence. La politique monétaire est restrictive dans la plupart des économies avancées et les rendements des obligations ont fortement augmenté ces dernières semaines, atteignant des niveaux inégalés depuis avant la crise financière mondiale de 2008-2009. Si la hausse des rendements des obligations s'avérait plus importante ou plus persistante que prévu, les effets négatifs sur les prix des actions et des autres actifs pourraient s'accroître. Cela pèserait sur les investissements et la consommation, tant à l'étranger qu'au Canada. Dans le passé, il est arrivé que le resserrement de la politique monétaire provoque une poussée de la volatilité des marchés ainsi que des sorties de capitaux de pays vulnérables et lourdement endettés, entraînant un ralentissement marqué de la croissance mondiale. Une demande mondiale plus faible pourrait faire baisser les prix des produits de base et des biens échangeables.

La croissance économique et l'inflation au Canada seraient tirées vers le bas si ces risques devaient se matérialiser.