



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2024



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 2026¹.
- 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 au moyen d'un communiqué suivi d'une conférence de presse 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. 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^e 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.

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.

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, 2024



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2024

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	2
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> d'octobre	3
Baisse de l'inflation	3
Assouplissement des conditions financières.....	5
Ralentissement de l'économie mondiale	6
Diminution des prix du pétrole	7
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection.....	8
L'économie canadienne	9
Stagnation de l'activité économique.....	9
Assouplissement des conditions financières.....	12
Offre excédentaire modeste dans l'économie	13
Pressions inflationnistes en baisse, mais encore élevées	14
Encadré 3 : Inflation mesurée par l'IPC et évolution des frais de logement.....	15
Attentes d'inflation et croissance des salaires toujours élevées.....	17
Encadré 4 : Salaires réels et productivité.....	20
Faible croissance de la demande et redressement de l'offre.....	21
Croissance timide des dépenses des ménages	22
Faiblesse des investissements des entreprises et de la croissance des exportations ..	22
Recul progressif de l'inflation	23
Les risques entourant les perspectives d'inflation	25
Principaux risques à la hausse	25
Principaux risques à la baisse	26

Vue d'ensemble

L'économie mondiale ralentit, mais elle se montre plus vigoureuse que dans la projection du *Rapport* d'octobre, ce qui est en grande partie attribuable à la solidité étonnante de l'économie américaine. On s'attend à ce que la croissance se modère encore en 2024. Quant à l'inflation, elle diminue dans la plupart des grandes économies et devrait continuer à reculer graduellement pour se rapprocher des cibles des banques centrales.

Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) est encore trop élevée, mais recule progressivement. Les données récentes indiquent que la politique monétaire produit l'effet voulu en freinant les dépenses et en allégeant les pressions sur les prix d'une gamme élargie de biens et de services. Toutefois, la forte augmentation des frais de logement devrait exercer des pressions haussières sur l'inflation pendant un certain temps.

La croissance économique canadienne s'est arrêtée au milieu de 2023. Sous l'effet de cette faiblesse, l'offre a rattrapé la demande et l'économie semble maintenant en situation d'offre excédentaire modeste. Les conditions du marché du travail se sont également assouplies; il y a plus d'indicateurs qui laissent entrevoir un meilleur équilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre. La croissance des salaires oscille tout de même encore autour de 4 à 5 %.

En 2024, on s'attend à ce que l'activité économique demeure au ralenti au premier trimestre pour ensuite reprendre peu à peu de la vigueur – la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) s'inscrivant juste en dessous de 1 %. Les hausses passées des taux d'intérêt continueront de limiter les dépenses des ménages et les investissements des entreprises, tandis que la faible demande étrangère freinera la progression des exportations. Les dépenses publiques devraient contribuer de façon importante à la croissance en 2024. En 2025, la croissance du PIB devrait s'accélérer pour passer à environ 2½ %.

On prévoit que l'inflation se maintiendra autour de 3 % durant toute la première moitié de 2024. En phase avec l'offre excédentaire qui pèse sur les prix, elle devrait redescendre à 2½ % dans la deuxième moitié de 2024, puis revenir à la cible en 2025.

Bien que la situation économique évolue essentiellement comme projeté dans le *Rapport* d'octobre, une incertitude de taille subsiste. Dans l'ensemble, les risques entourant les perspectives d'inflation semblent équilibrés. Étant donné que l'inflation demeure supérieure à 3 % et que les pressions sous-jacentes se révèlent persistantes, la Banque du Canada reste préoccupée par une éventuelle concrétisation des risques à la hausse, qui pourraient maintenir l'inflation au-dessus de la cible plus longtemps que prévu.

L'économie mondiale

L'inflation est en baisse dans la plupart des économies et dans un éventail croissant de biens et de services. Devant le ralentissement de la croissance, les taux d'inflation dans la plupart des économies avancées devraient diminuer lentement et atteindre les cibles fixées par les banques centrales en 2025. Le rythme de la désinflation est graduel parce que les prix des services, y compris les frais de logement, continuent d'augmenter rapidement dans de nombreuses économies.

La croissance mondiale a ralenti en 2023, mais elle a été plus forte qu'anticipé en janvier de l'année dernière, en raison notamment de la vigueur inattendue de l'économie américaine. En effet, la consommation a été forte aux États-Unis, soutenue par une croissance de l'emploi résiliente et par le fait que les ménages continuent de puiser dans l'épargne qu'ils ont accumulée durant la pandémie de COVID-19. Les perspectives de l'économie américaine font l'objet d'une nouvelle révision à la hausse depuis la parution du *Rapport* d'octobre (**encadré 1**).

La croissance mondiale devrait néanmoins ralentir davantage en 2024 (**tableau 1**)¹. Aux États-Unis, la croissance s'essouffle en raison d'un

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	1,9 (1,9)	2,5 (2,2)	1,7 (0,8)	1,2 (1,2)
Zone euro	12	3,4 (3,4)	0,4 (0,5)	0,5 (0,7)	1,6 (1,5)
Japon	4	0,9 (1,0)	2,0 (2,0)	0,7 (0,8)	1,1 (0,9)
Chine	18	3,0 (3,0)	5,2 (5,1)	4,5 (4,5)	4,5 (4,4)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	34	4,5 (4,5)	3,7 (3,6)	3,1 (3,0)	3,6 (3,4)
Autres pays§	16	3,5 (3,5)	1,2 (1,7)	1,5 (1,4)	1,5 (1,3)
Monde	100	3,4 (3,4)	3,0 (2,9)	2,5 (2,3)	2,7 (2,6)

* 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* précédent.

‡ 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

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

Encadré 1

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

Perspectives mondiales

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont un peu plus fortes au cours de la période de projection que ce qui était présenté dans le *Rapport d'octobre*.

- Les perspectives de croissance de l'économie américaine ont été revues à la hausse pour 2023 et 2024. Ainsi, la Banque prévoit maintenant que la croissance annuelle pour 2024 sera supérieure d'environ 1 point de pourcentage, compte tenu de l'assouplissement des conditions financières et des dépenses publiques plus élevées qu'escompté.
- À la fin de la période de projection, le niveau du produit intérieur brut (PIB) mondial devrait être supérieur de près de ½ %.

Perspectives au Canada

L'évolution de l'économie canadienne est généralement conforme aux projections du *Rapport d'octobre*.

- La croissance du PIB au troisième trimestre de 2023 a été un peu inférieure aux attentes¹. Il y a notamment eu une faiblesse du côté de la consommation de biens et de services sensibles aux taux d'intérêt.
- Les perspectives de croissance du PIB restent sensiblement les mêmes pour 2024 et 2025. Les **tableaux 2 et 3** en présentent les révisions.

Les perspectives de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation ont été revues à la baisse de 0,2 point de pourcentage en moyenne jusqu'à la fin de 2024, et demeurent inchangées pour 2025. Cette révision découle principalement du recul des prix de l'essence résultant de l'hypothèse que les prix du pétrole seront plus bas au cours de la période de projection.

¹ Des révisions ont été apportées aux données des années précédentes. Il en résulte un PIB canadien environ 0,8 % plus élevé à la fin du deuxième trimestre de 2023. Pour le troisième trimestre de 2023, l'évaluation de l'écart de production reste essentiellement la même, en raison d'une légère révision à la hausse de la production potentielle et d'une croissance du PIB plus faible que prévu.

ralentissement de la consommation, alors que les ménages continuent de s'adapter aux hausses passées des taux d'intérêt et que l'épargne qu'ils avaient accumulée durant la pandémie a baissé. On s'attend à ce que les défis persistants d'ordre structurel et politique restreignent l'activité en Chine, et à ce que la zone euro connaisse une croissance modeste. En 2025, la croissance mondiale devrait se raffermir à mesure que les effets du resserrement passé de la politique monétaire se dissiperont et que les conditions financières s'assoupliront.

Baisse de l'inflation

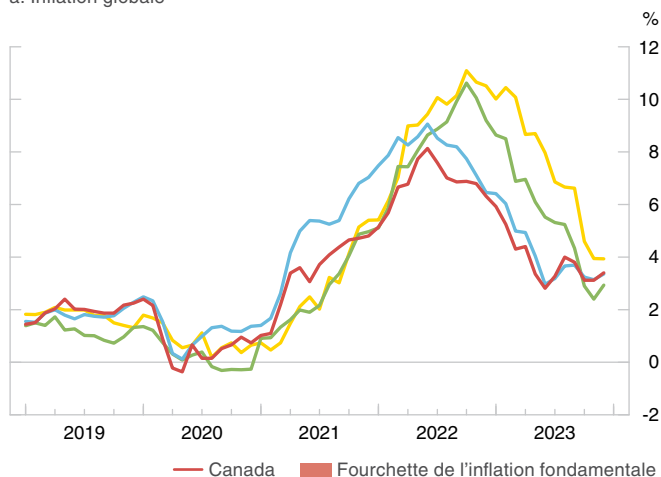
L'inflation est en baisse à l'échelle mondiale dans un éventail croissant de biens et de services (**graphique 1** et **graphique 2**). Le taux d'augmentation des prix des biens compris dans la mesure de l'inflation fondamentale continue de diminuer aux États-Unis et dans la zone euro. Cela s'explique par les améliorations déjà observées dans les chaînes d'approvisionnement et par une réorientation des dépenses de consommation vers les services, au détriment des biens. Les hausses passées des taux directeurs y sont aussi pour beaucoup. Cette régression de l'inflation s'est surtout manifestée du côté des biens durables, pour lesquels la demande a tendance à être plus sensible aux variations de taux d'intérêt.

On s'attend à ce que l'augmentation des prix des biens compris dans la mesure de l'inflation fondamentale fléchisse encore aux États-Unis et dans la zone euro à mesure que la demande s'affaiblira. La progression des

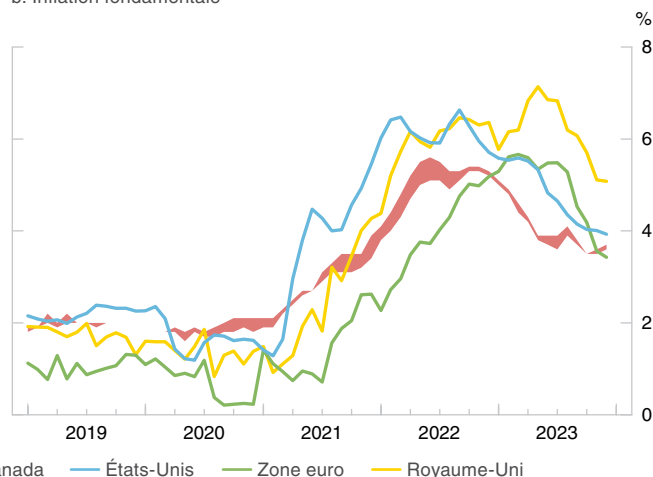
Graphique 1 : L'inflation ralentit

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Inflation globale



b. Inflation fondamentale

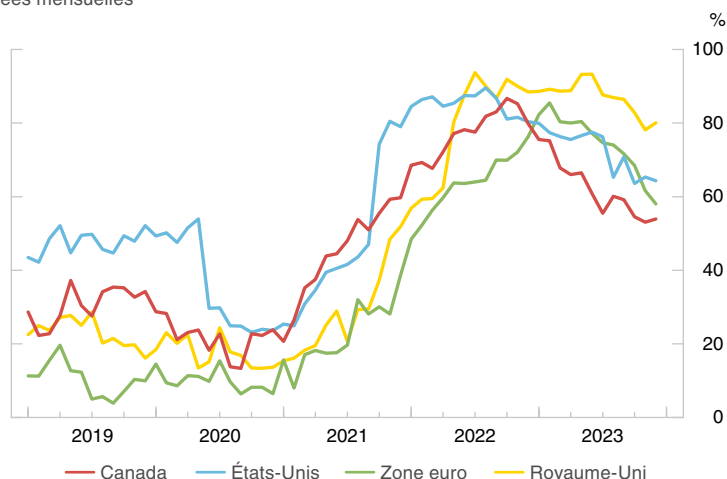


Nota : Le taux d'inflation est calculé selon l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro et l'indice des prix à la consommation (IPC) pour tous les autres pays. La fourchette de l'inflation fondamentale au Canada comprend l'IPC-tronc et l'IPC-méd; dans les autres pays, l'inflation fondamentale correspond à l'IPC hors alimentation et 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 : décembre 2023

Graphique 2 : La part des composantes de l'IPC touchées par la forte inflation a diminué

Part pondérée des composantes de l'IPC dans un contexte où le taux d'inflation sur un an est supérieur à 3 %, données mensuelles



Nota : Les calculs sont effectués à partir des composantes de l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro et de celles de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour tous les autres pays, et de leur poids respectif dans l'indice utilisé.

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 : décembre 2023

prix des biens dans la zone euro devrait également ralentir en raison 1) de l'atténuation des pressions sur les coûts causées par les perturbations passées de l'approvisionnement énergétique et 2) de la diminution des pressions sur les prix des importations – notamment attribuable à la chute des prix à la production en Chine. Toutefois, les pressions à la baisse

exercées sur l'inflation par l'amélioration des chaînes d'approvisionnement pourraient être en partie inversées par d'autres perturbations des échanges commerciaux passant par la mer Rouge.

Le taux d'augmentation des prix des services compris dans la mesure de l'inflation fondamentale, dont les frais de logement, reste élevé, mais il diminue aussi graduellement. Cette baisse devrait se poursuivre en 2024. Aux États-Unis, la progression des prix des services compris dans la mesure de l'inflation fondamentale, excluant les frais de logement, devrait se modérer à mesure que la politique monétaire restreindra la demande et que les conditions du marché du travail s'assoupliront. On s'attend à ce que la croissance des salaires ralentisse, et à ce que celle de la productivité demeure solide. Le taux d'augmentation des frais de logement, qui est élevé, devrait diminuer à cause des effets décalés de la croissance plus lente des frais de logement des nouveaux locataires.

Dans la zone euro, l'inflation dans le secteur des services perd de la vitesse, car la demande refoulée en raison de la pandémie s'est relâchée et les effets de la politique monétaire se font sentir sur la demande. Néanmoins, certaines pressions sur les coûts persistent, la progression des salaires restant élevée malgré une faible croissance de la productivité.

La chute récente des prix de l'énergie devrait également exercer certaines pressions à la baisse continues sur l'inflation globale dans les mois à venir. L'inflation devrait retourner durablement à la cible aux États-Unis et dans la zone euro en 2025.

Assouplissement des conditions financières

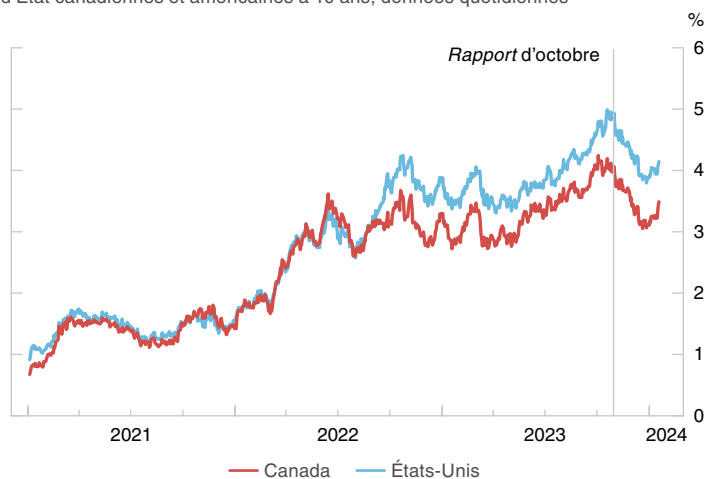
Le resserrement marqué des conditions financières observé avant la publication du *Rapport* d'octobre s'est dissipé, en raison surtout de la baisse des rendements des obligations d'État à long terme. Cette baisse s'explique principalement par deux facteurs. Premièrement, la prime de terme aurait chuté, les marchés percevant les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance et d'inflation comme étant moins nombreux. Deuxièmement, les rendements réels ont diminué puisque les marchés ont également revu à la baisse leurs attentes à l'égard des taux directeurs. Les rendements nominaux des obligations d'État américaines à 10 ans ont reculé d'autour de 75 points de base depuis octobre (**graphique 3**) en raison de ces facteurs. Ce recul a contribué à faire baisser les taux des prêts aux entreprises et ceux des prêts hypothécaires consentis aux particuliers.

Les conditions de crédit ont également montré des signes d'assouplissement. L'émission d'obligations de sociétés américaines a été soutenue et les écarts de crédit se sont rétrécis. De plus, les cours des actions américaines ont fortement rebondi.

La valeur du dollar canadien est demeurée pratiquement la même qu'au moment de la publication du *Rapport* d'octobre (**graphique 4**).

Graphique 3 : Les rendements des obligations à long terme nord-américaines ont baissé depuis la parution du *Rapport d'octobre*

Obligations d'État canadiennes et américaines à 10 ans, données quotidiennes

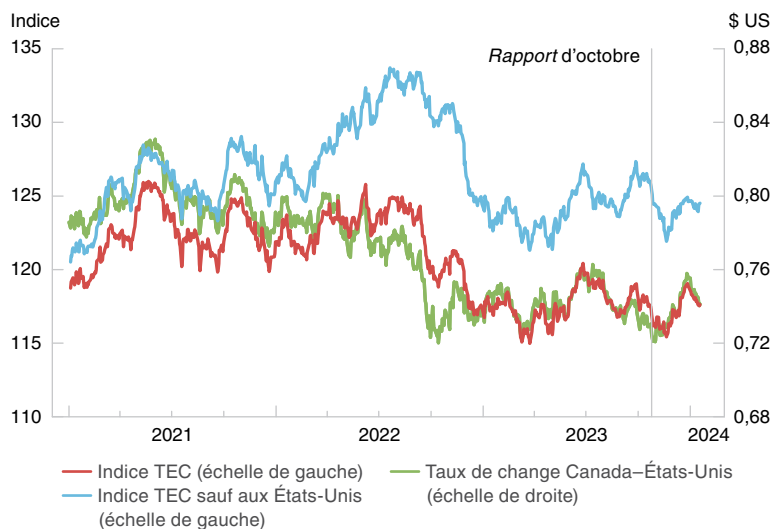


Source : Bloomberg Finance L.P.

Dernière observation : 18 janvier 2024

Graphique 4 : La valeur du dollar canadien est demeurée pratiquement la même qu'au moment de la publication du *Rapport d'octobre*

Taux de change du dollar canadien, 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 : 18 janvier 2024

Ralentissement de l'économie mondiale

Aux États-Unis, la croissance économique devrait ralentir en 2024. La progression des dépenses de consommation se modérera à court terme, à mesure que l'utilisation de l'épargne accumulée ne contrebalancera plus les effets des hausses passées des coûts d'emprunt. En outre, les banques sont maintenant moins disposées à consentir des prêts aux consommateurs et la croissance du revenu du travail devrait ralentir. On s'attend également

à ce que la diminution de la demande des consommateurs et les taux encore élevés des prêts aux entreprises affaiblissent les investissements de celles-ci. De plus, en 2024, la croissance ne devrait pas être alimentée par les dépenses publiques autant qu'elle l'a été en 2023.

Portée par la demande intérieure privée, la croissance trimestrielle chez nos voisins du sud devrait s'accroître légèrement vers la fin de 2024, à mesure que les effets du resserrement passé de la politique monétaire s'estomperont et que les conditions financières s'assoupliront.

On s'attend à ce que l'économie chinoise progresse dans une fourchette de 4 à 5 % durant la période de projection. Les problèmes persistants dans le secteur immobilier, l'incertitude entourant les politiques et la faible confiance des consommateurs continuent de freiner l'activité.

Dans la zone euro, la croissance demeure modeste. Les hausses passées de taux d'intérêt pèsent sur la demande. En outre, la demande étrangère est au ralenti, et les facteurs comme la vigueur de l'euro et les coûts comparativement élevés de l'énergie ont miné la compétitivité et nuisent à l'expansion. La croissance devrait toutefois s'accroître graduellement en 2024 et 2025, à mesure que s'estompera l'incidence des pénuries d'énergie et que la politique monétaire deviendra moins restrictive.

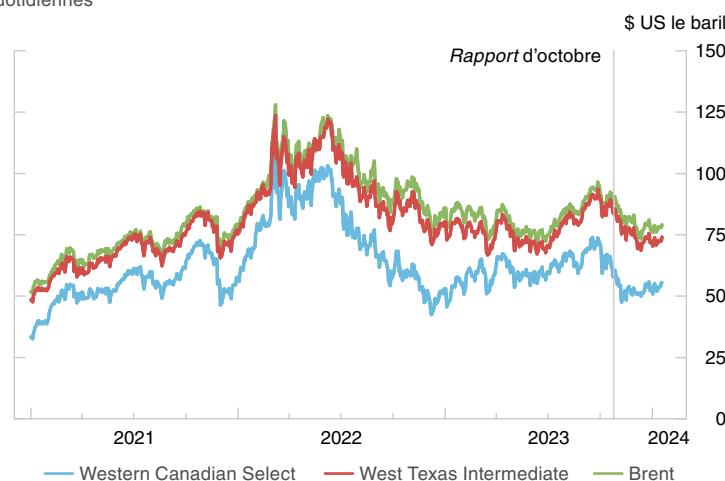
Diminution des prix du pétrole

Le prix du baril de Brent s'établit à près de 80 \$ US, un niveau bien inférieur à l'hypothèse de 90 \$ US formulée dans le *Rapport* d'octobre (**graphique 5** et **encadré 2**). Cette diminution est attribuable à la fois à des conditions plus favorables que prévu de l'offre et à une demande de pétrole plus faible qu'anticipé.

La prime de risque associée aux prix du pétrole a baissé, le marché estimant moins probable que la guerre en Israël et à Gaza ait des répercussions négatives sur l'offre de pétrole à l'échelle du globe. De plus, la production pétrolière dans les pays non membres de l'Organisation des pays

Graphique 5 : Sur les marchés pétroliers, l'offre accrue et la récente faiblesse de la demande ont fait baisser les prix

Données quotidiennes



Sources : Kalibrate Canada Inc., NYMEX et Intercontinental Exchange via Haver Analytics

Dernière observation : 18 janvier 2024

exportateurs de pétrole s'est accrue plus rapidement que prévu ces derniers mois, principalement aux États-Unis, au Brésil et au Guyana. La demande mondiale de pétrole s'est modérée plus qu'on s'y attendait en raison du ralentissement de l'activité manufacturière partout dans le monde et d'un repli de la progression de la demande de carburants de transport.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque est resté stable depuis la publication du *Rapport* d'octobre, puisque le renchérissement du bois d'œuvre a été contrebalancé par la faiblesse des prix des autres produits de base.

Encadré 2

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, la Banque situe le prix du baril à 80 \$ US pour le Brent, à 75 \$ US pour le West Texas Intermediate et à 60 \$ US pour le Western Canadian Select. Ces prix sont tous 10 \$ US en dessous de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'octobre.
- 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 près de la moyenne récente. Cette hypothèse reste la même que dans le *Rapport* d'octobre.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait être d'environ 2 % en moyenne de 2023 à 2025¹.
- Selon les plus récentes estimations, le taux de croissance démographique était près de 3 % en 2023 et devrait se situer juste en deçà de 2 %, en moyenne, en 2024 et 2025².
- On estime que la croissance du produit intérieur brut réel était presque nulle au quatrième trimestre de 2023. La Banque est donc d'avis que l'écart de production se situerait entre -0,25 et -1,25 % au quatrième trimestre, soit 0,5 point de pourcentage plus bas que l'estimation pour le troisième trimestre de 2023.
- 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.

¹ Comme d'habitude, la production potentielle et le taux d'intérêt nominal neutre seront réévalués en avril 2024.

² Ces estimations visent la population âgée de 15 ans et plus. L'estimation de la croissance démographique pour l'année 2023 repose sur des données tirées de l'Enquête sur la population active et les estimations de la population trimestrielles de Statistique Canada. La projection pour 2024 et 2025 est fondée sur une combinaison des scénarios de croissance démographique forte (HG) et moyenne (M1) de Statistique Canada.

L'économie canadienne

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a continué à baisser pour s'établir à 3,3 % au quatrième trimestre de 2023. Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les données montrent de façon plus probante que la politique monétaire parvient comme prévu à ralentir la croissance et à éliminer les pressions exercées sur l'inflation par la demande excédentaire. Toutefois, l'inflation demeure trop élevée, avec une vigueur persistante de l'augmentation des frais de logement et des prix des aliments.

La croissance de l'économie devrait rester proche de zéro jusqu'à la fin du premier trimestre de 2024. Elle est ensuite appelée à se redresser progressivement à mesure que les effets des hausses passées des taux d'intérêt commenceront à s'estomper et que l'assouplissement récent des conditions financières soutiendra la demande. L'inflation devrait continuer d'avoisiner 3 % dans la première moitié de 2024, avant de diminuer progressivement et de revenir à la cible de 2 % en 2025.

Malgré des progrès considérables depuis l'été 2022, il reste une grande incertitude quant au rythme des baisses futures de l'inflation. On s'attend à ce que le ralentissement de l'économie réduise les pressions inflationnistes, mais d'autres forces pourraient maintenir l'inflation au-dessus de la cible plus longtemps que prévu.

Stagnation de l'activité économique

Selon les estimations, la croissance économique est au point mort depuis le milieu de l'année 2023 (**tableau 2**, **tableau 3** et **graphique 6**). Les hausses passées des taux d'intérêt continuent de peser sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises. Le ralentissement de la demande extérieure a freiné les exportations. Des facteurs temporaires, tels que les grèves dans le secteur public au Québec, ont également une incidence sur la croissance à court terme. La croissance devrait rester proche de zéro au premier trimestre de 2024.

La consommation par habitant a reculé et continuera probablement à se contracter à court terme. Elle a été particulièrement faible du côté des biens et services sensibles aux taux d'intérêt, comme dans les secteurs de l'ameublement, de la restauration et de l'hébergement (**graphique 7**). Une partie de cette faiblesse a été compensée par la reprise des dépenses de voyage ainsi que par la vigueur des ventes de véhicules automobiles due à une plus grande disponibilité des produits. L'activité de revente de logements a également été faible, et les prix des logements ont baissé au quatrième trimestre. Toutefois, la construction neuve a repris, en réponse à une demande accrue due à la forte croissance démographique.

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

Points de pourcentage*

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

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

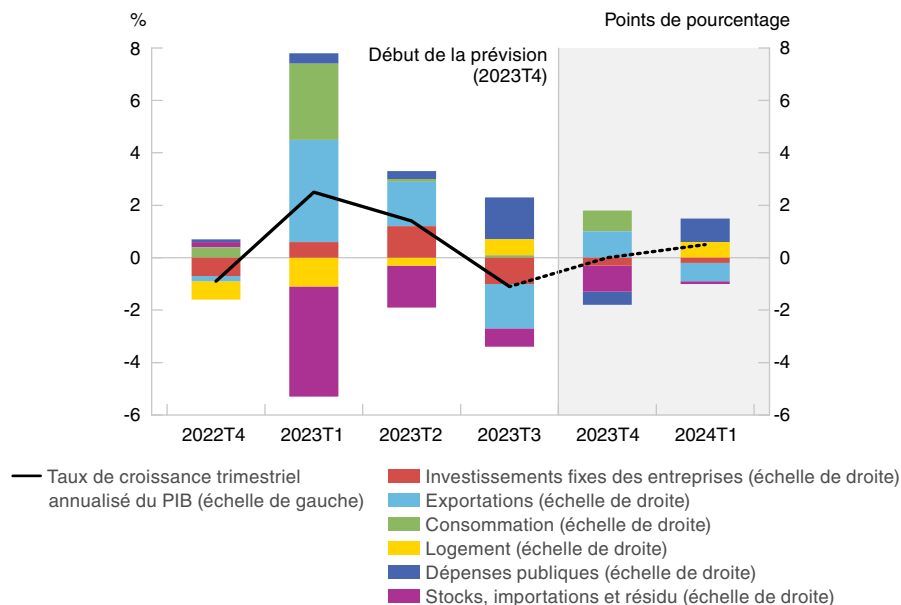
* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 2**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans le *Rapport* précédent.

† Le quatrième trimestre de 2023 et le premier trimestre de 2024 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 6 : La croissance du PIB réel stagne

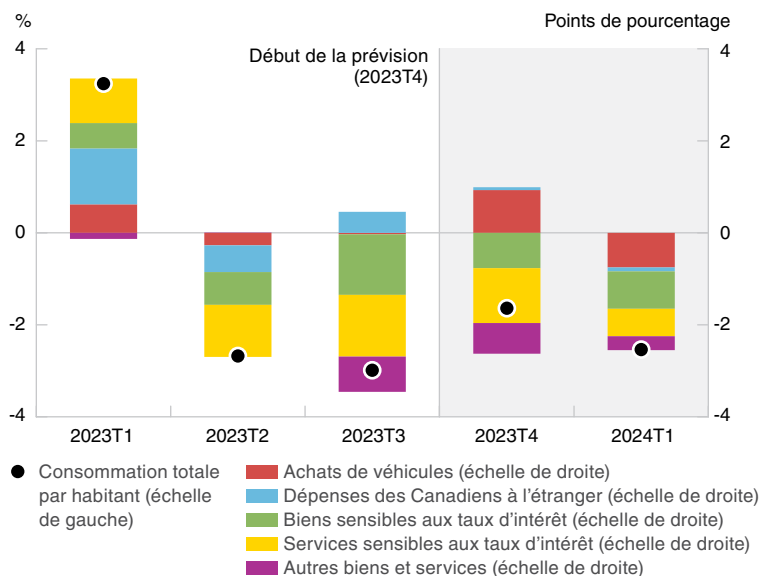
Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

Graphique 7 : La croissance de la consommation par habitant est négative

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



Nota : Pour des précisions sur le contenu des catégories de consommation, voir T. Chernis et C. Luu, « [Disaggregating Household Sensitivity to Monetary Policy by Expenditure Category](#) », note analytique du personnel 2018-32 de la Banque du Canada (octobre 2018).

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : 2024T1

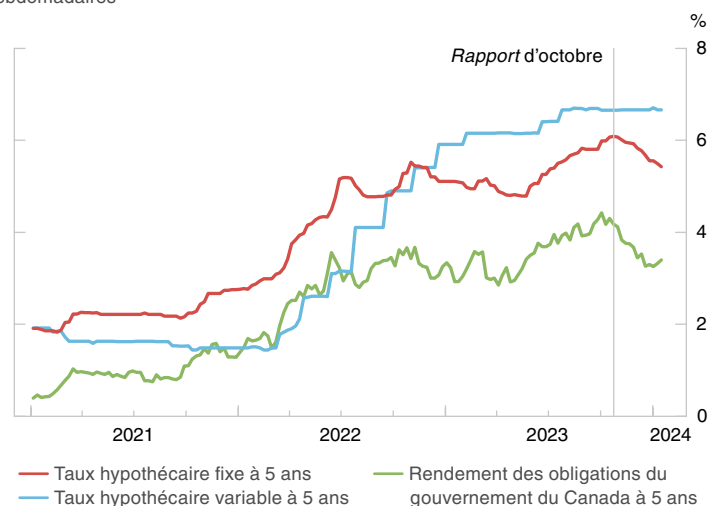
Assouplissement des conditions financières

Les conditions financières se sont assouplies pour les entreprises et les ménages canadiens depuis le *Rapport* d'octobre, même si le taux directeur demeure élevé. Les rendements des obligations d'État à long terme ont fléchi. Les coûts de financement des banques ont diminué, et dans la foulée, les institutions financières ont abaissé les taux d'intérêt servis sur les prêts hypothécaires. Par exemple, les taux hypothécaires fixes à cinq ans ont baissé d'environ 65 points de base depuis la mi-octobre 2023 (**graphique 8**). Les cours des actions ont monté, et les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont rétrécis.

Toutefois, les coûts d'emprunt élevés ont pesé sur la croissance du crédit aux ménages et aux entreprises au cours de la dernière année (**graphique 9**). L'enquête auprès des responsables du crédit du troisième trimestre de 2023 a également fait état d'un resserrement global des conditions de prêt aux entreprises. Les mesures des tensions financières des ménages ont continué à augmenter dans les derniers mois. Les taux de défaillance sont en hausse. Comparativement à leurs niveaux prépandémiques, ils demeurent bas pour les prêts hypothécaires, alors qu'ils sont semblables ou plus élevés pour les autres produits de crédit.

Graphique 8 : Les conditions financières au Canada se sont assouplies depuis octobre

Données hebdomadaires

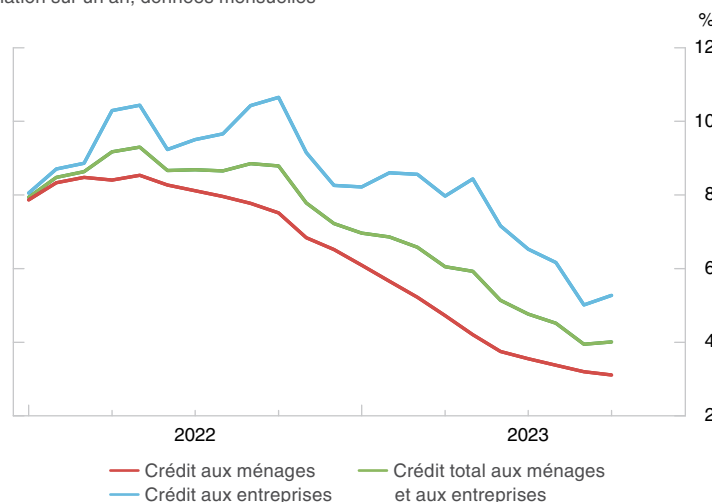


Sources : relevés réglementaires soumis par les banques, Lender Spotlight et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 16 janvier 2024

Graphique 9 : La croissance du crédit aux ménages et aux entreprises a ralenti au cours de la dernière année

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : octobre 2023

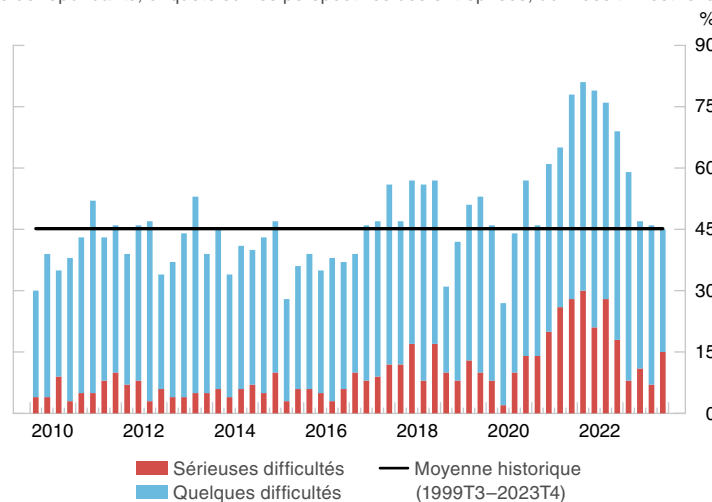
Offre excédentaire modeste dans l'économie

Avec la croissance de la demande qui est à l'arrêt depuis le milieu de l'année 2023 dans un contexte d'augmentation de l'offre, on juge que l'économie est passée en situation d'offre excédentaire modeste.

On estime que l'écart de production a diminué et se situe entre -0,25 et -1,25 % au quatrième trimestre de 2023. Cette estimation est généralement conforme aux résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque, qui indiquent que les entreprises sont mieux à même qu'il y a un an de faire face à une augmentation inattendue de la demande (**graphique 10**).

Graphique 10 : Les pressions sur la capacité se sont atténuées

Pourcentage de répondants, enquête sur les perspectives des entreprises, données trimestrielles



Nota : Pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant signalé quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

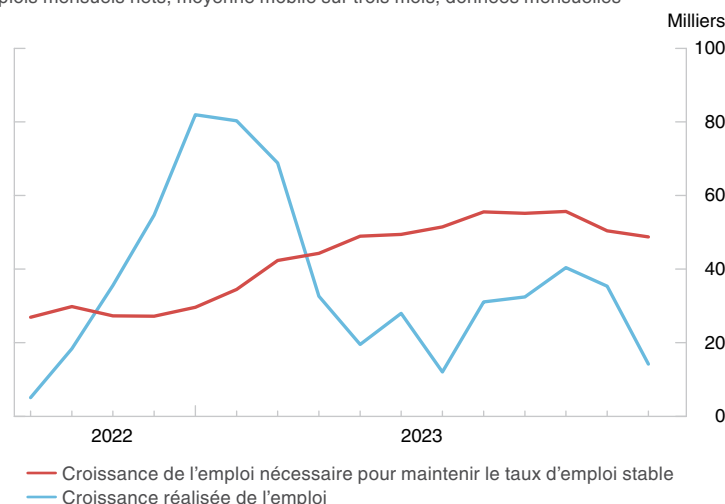
Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2023T4

Les conditions du marché du travail se sont encore assouplies. Le taux de postes vacants est retombé à un niveau proche de celui d'avant la pandémie, et la création d'emplois a été plus lente que le rythme de la croissance démographique (**graphique 11**). Le taux de chômage a connu une hausse modeste pour s'établir à 5,8 %, comparativement à 5,5 % l'été dernier. Les entreprises interrogées dans le cadre des enquêtes de la Banque ont indiqué que les pénuries de main-d'œuvre ont diminué et sont proches de leurs moyennes historiques. En revanche, la croissance des salaires reste élevée, autour de 4 à 5 %. Dans l'ensemble, les données laissent croire que l'offre et la demande de main-d'œuvre sont mieux équilibrées.

Graphique 11 : La croissance de l'emploi a été plus faible que celle de la population

Gains d'emplois mensuels nets, moyenne mobile sur trois mois, données mensuelles



Nota : La croissance de l'emploi nécessaire pour maintenir le taux d'emploi stable est calculée en multipliant la variation mensuelle nette de la population en âge de travailler établie dans l'Enquête sur la population active par le taux d'emploi du mois précédent.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2023

Pressions inflationnistes en baisse, mais encore élevées

L'inflation mesurée par l'IPC est passée de 8,1 % en juin 2022 à 3,4 % en décembre 2023. Les premières baisses ont été dues en grande partie à la chute des prix de l'énergie et à l'amélioration des chaînes d'approvisionnement mondiales. De plus en plus de signes montrent que le ralentissement de l'économie entraîne une diminution des pressions sur les prix pour un large éventail de biens et de services.

Malgré ces progrès, l'inflation mesurée par l'IPC reste trop haute. L'augmentation des prix des services liés au logement demeure élevée, à près de 7 %, en raison de la hausse du coût de l'intérêt hypothécaire et de la forte croissance des loyers (**encadré 3**)². Le taux d'augmentation des prix des aliments a diminué par rapport à son pic, mais se situe encore autour de 5 %. Le rythme d'augmentation des prix des services hors logement a considérablement ralenti. Toutefois, la baisse est beaucoup moins prononcée si on fait abstraction des prix les plus volatils chaque mois. Cela laisse croire que les pressions sous-jacentes sur les prix des services pourraient persister.

² Les services liés au logement excluent l'électricité, le gaz naturel, le mazout et les autres combustibles. Cette catégorisation diffère légèrement de la définition de Statistique Canada, qui inclut ces dépenses énergétiques.

Encadré 3

Inflation mesurée par l'IPC et évolution des frais de logement

Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a commencé à s'accélérer au printemps 2021 pour atteindre 5,7 % en février 2022. L'accélération provenait notamment de la hausse des prix des services liés au logement¹, qui avait progressé fortement. Cette hausse était alimentée par une augmentation de 14 % des composantes liées au prix des habitations. Le renchérissement des maisons témoignait de la forte demande de logements, due en partie aux faibles taux hypothécaires².

En réponse à cette montée de l'inflation, la Banque s'est mise à relever rapidement le taux directeur en mars 2022. Au fil du temps, ces hausses ont contribué à ralentir l'augmentation des prix d'une multitude de biens et services.

La hausse des prix des services liés au logement constitue une exception notable et reste élevée, avoisinant 7 %. Bien que ce taux soit semblable à celui enregistré au début de 2022, ses principales composantes ont changé de façon importante :

- Depuis, le taux d'augmentation des composantes liées au prix des habitations est passé en territoire légèrement négatif parce que les hausses de taux d'intérêt ont réduit la demande de logements en propriété.
- L'augmentation du coût de l'intérêt hypothécaire et des frais de logement des locataires s'est nettement accentuée, oscillant autour de 29 et 8 % respectivement. Ce sont maintenant ces composantes qui contribuent le plus à la hausse des prix des services liés au logement³.
- Pour toutes les autres composantes, le taux d'augmentation des prix a progressé pour atteindre 5 % en décembre 2023, alors qu'il était de 3 % en février 2022.

La hausse générale des frais de logement a ralenti de façon moins prononcée qu'au cours des autres cycles

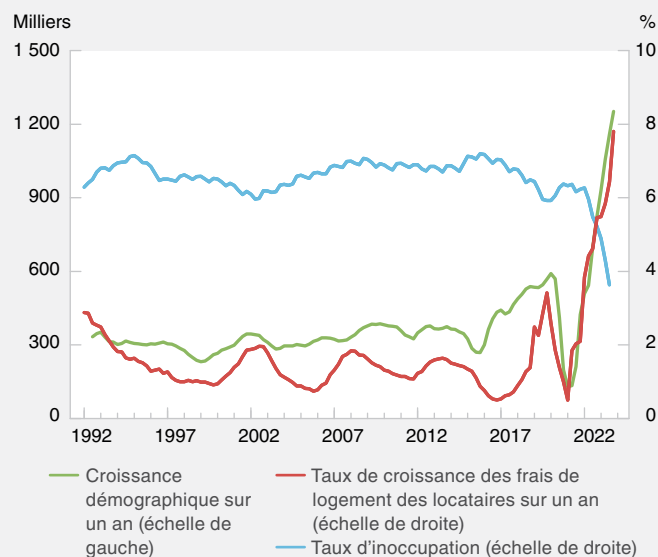
de resserrement de la politique monétaire. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce résultat :

- Le coût de l'intérêt hypothécaire contribue davantage à l'inflation que lors des épisodes de resserrement passés. Cette situation reflète l'enchaînement d'une période de taux d'intérêt historiquement bas et d'une augmentation très rapide du taux directeur en 2022 et 2023.
- L'offre de logements est freinée par plusieurs contraintes structurelles de longue date. Par exemple, les constructeurs d'habitations mentionnent les restrictions de zonage, les longs processus de délivrance des permis et la pénurie de main-d'œuvre en construction.
- La contrainte structurelle sur l'offre de logement est intensifiée par l'augmentation du nombre de nouveaux arrivants, plus importante que par le passé. Ainsi, le taux général d'inoccupation des logements a atteint son niveau le plus bas, ce qui a soutenu le prix des habitations et fait augmenter les loyers (**graphique 3-A**).

(suite à la page suivante)

Graphique 3-A : La forte croissance démographique soutient la hausse des frais de logement des locataires

Données trimestrielles et mensuelles



Nota : Le taux d'inoccupation, qui correspond à la part des logements actuellement inoccupés ou vacants, est calculé à partir des estimations du stock total de logements et du nombre total de ménages canadiens.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2023T3 (taux d'inoccupation) et 2023T4 (autres)

1 Les services liés au logement excluent l'électricité, le gaz naturel, le mazout et les autres combustibles. Cette catégorisation diffère légèrement de la définition de Statistique Canada, qui inclut ces dépenses énergétiques.

2 Les composantes liées au prix des habitations comprennent le coût de remplacement par le propriétaire et d'autres dépenses entourant le logement en propriété.

3 Les hausses de taux d'intérêt soutiennent l'augmentation des frais de logement des locataires. D'une part, elles rendent les maisons moins abordables, ce qui incite les ménages à rester locataires plus longtemps. D'autre part, elles alourdissent le coût de la dette des propriétaires, qui risquent ensuite de les répercuter sur les locataires.

Encadré 3 (suite)

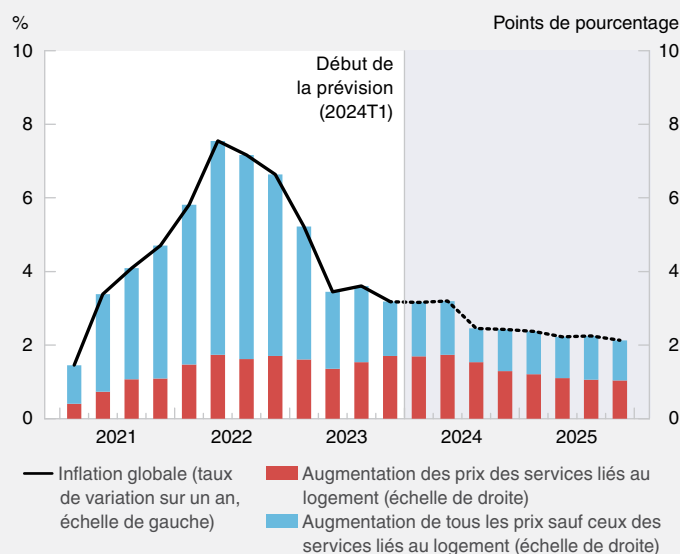
Bon nombre des facteurs contribuant à l'augmentation importante des prix des services liés au logement devraient persister.

- La progression du coût de l'intérêt hypothécaire restera forte, à mesure que d'autres ménages renouvelleront leur prêt à un taux plus élevé que celui obtenu à l'achat de leur logement ou au dernier renouvellement de leur prêt.
- La persistance des problèmes d'offre structurels et la solide demande sous-jacente provenant de la croissance démographique continueront probablement d'exercer une pression sur les prix des habitations et les loyers. Même si les mesures prises par le gouvernement récemment devraient alléger certaines de ces contraintes, on s'attend à ce que les déséquilibres ne se règlent que graduellement.

Au cours des prochaines années, la hausse des prix des services liés au logement devrait ralentir modestement (**graphique 3-B**) et ainsi opposer une forte résistance au retour de l'inflation à la cible de 2 %.

Graphique 3-B : On s'attend à ce que l'augmentation des prix des services liés au logement ajoute des pressions à la hausse persistantes sur l'inflation

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



Source : calculs, estimations et projections de la Banque du Canada
Dernières valeurs du graphique : 2025T4

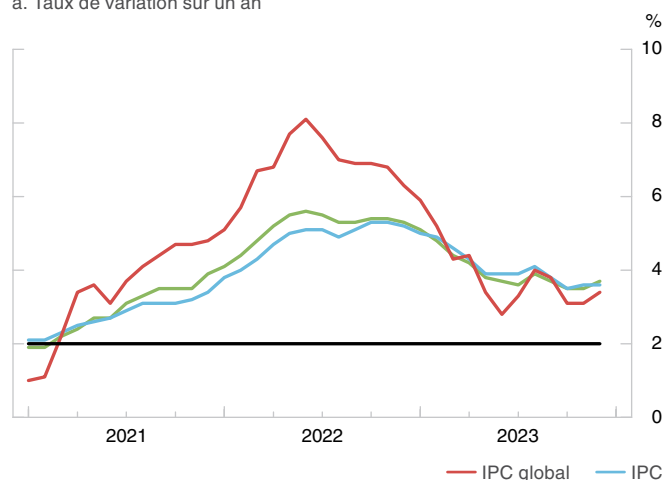
L'inflation fondamentale est restée élevée, dans une fourchette de 3½ à 4 % sur un an (**graphique 12**). Les taux sur trois mois sont dans la même fourchette. Les autres mesures de l'inflation fondamentale ont donné des résultats contrastés depuis le *Rapport* d'octobre. Alors que l'IPCX est descendu à environ 2½ %, l'IPC hors aliments et énergie est remonté à environ 3½ %.

La part des composantes de l'IPC dont la croissance est supérieure à 3 % a diminué depuis le *Rapport* d'octobre, mais cette diminution est attribuable exclusivement aux prix des biens (**graphique 13**). À l'inverse, la part des composantes des services dont la croissance dépasse 3 % a augmenté récemment.

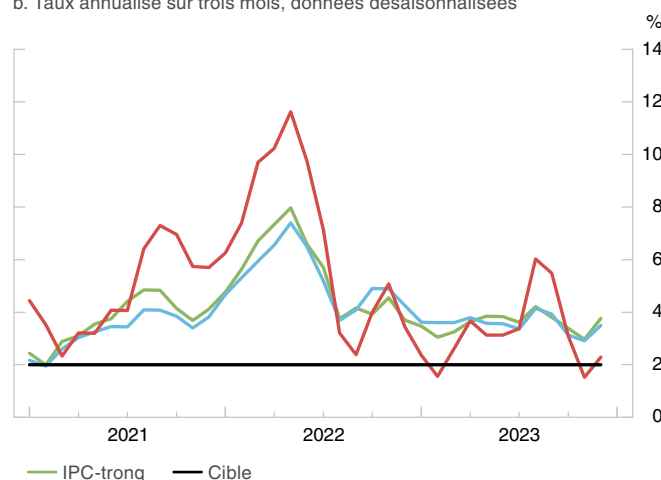
Graphique 12 : L'inflation fondamentale demeure élevée et ne ralentit que graduellement

Mesures de l'inflation globale et fondamentale, données mensuelles

a. Taux de variation sur un an



b. Taux annualisé sur trois mois, données désaisonnalisées



— IPC global — IPC-méd — IPC-tronq — Cible

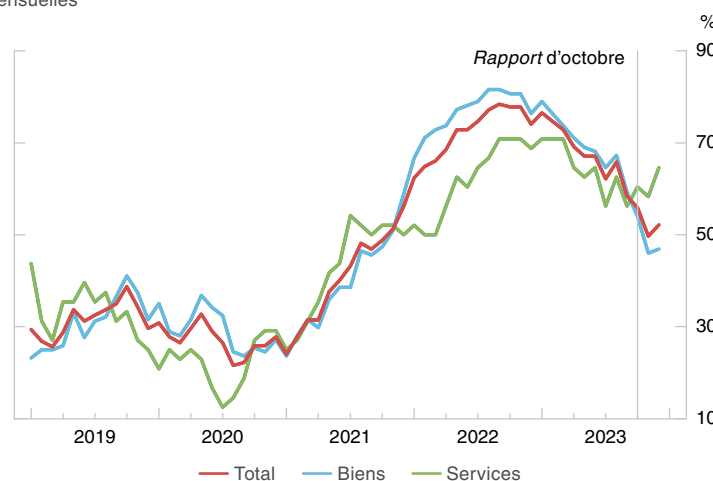
Nota : Pour plus d'information sur les mesures de l'IPC utilisées par la Banque, consultez le [site Web](#) de la Banque.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2023

Graphique 13 : La part des composantes de l'IPC dont la croissance des prix dépasse 3 % a diminué au cours de la dernière année

Part des composantes de l'IPC dont la croissance des prix dépasse 3 % dans les 12 derniers mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

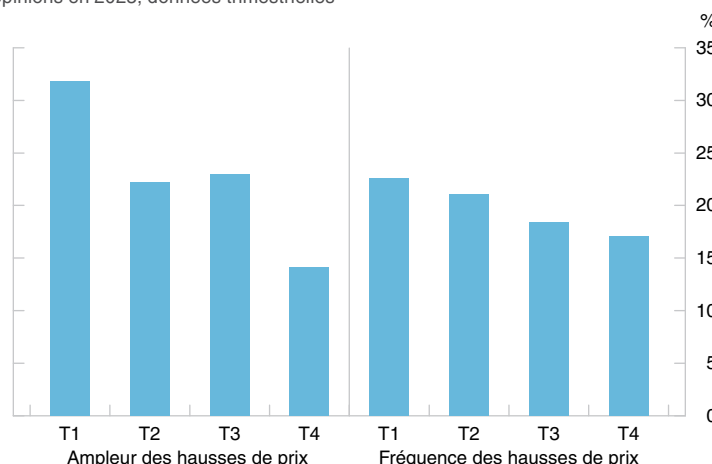
Dernière observation : décembre 2023

Attentes d'inflation et croissance des salaires toujours élevées

À mesure que l'inflation se rapprochera de la cible de 2 %, on prévoit que les attentes d'inflation diminueront également, que le comportement des entreprises en matière d'établissement des prix redeviendra plus normal et que la croissance des salaires se modérera. Des progrès ont été réalisés, mais ils sont inégaux parmi ces indicateurs de l'inflation.

Graphique 14 : Les pratiques d'établissement des prix des entreprises reviennent à la normale

Solde des opinions en 2023, 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 : 2023T4

Les entreprises tendent à reprendre leurs pratiques d'établissement des prix d'avant la pandémie. La proportion d'entre elles qui prévoient augmenter leurs prix plus souvent qu'à l'habitude a diminué au cours des quatre derniers trimestres, tout comme la proportion de celles qui prévoient pratiquer des hausses de prix plus importantes que la normale (**graphique 14**).

Les attentes d'inflation à court terme des entreprises et des ménages ont également diminué, mais seulement de façon très modeste (**graphique 15**). Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises du quatrième trimestre de 2023 indiquent que les attentes d'inflation des entreprises pour les deux prochaines années se sont modérées, mais se situent encore entre 3 et 3½ % en moyenne³. Les attentes d'inflation à court terme des consommateurs n'ont pas diminué de façon importante⁴. De plus, la distribution des attentes d'inflation reste plus large qu'avant la pandémie, signe qu'il y a une grande incertitude quant à la trajectoire de l'inflation au cours des prochaines années. Les attentes à long terme restent quant à elles compatibles avec la cible de 2 %.

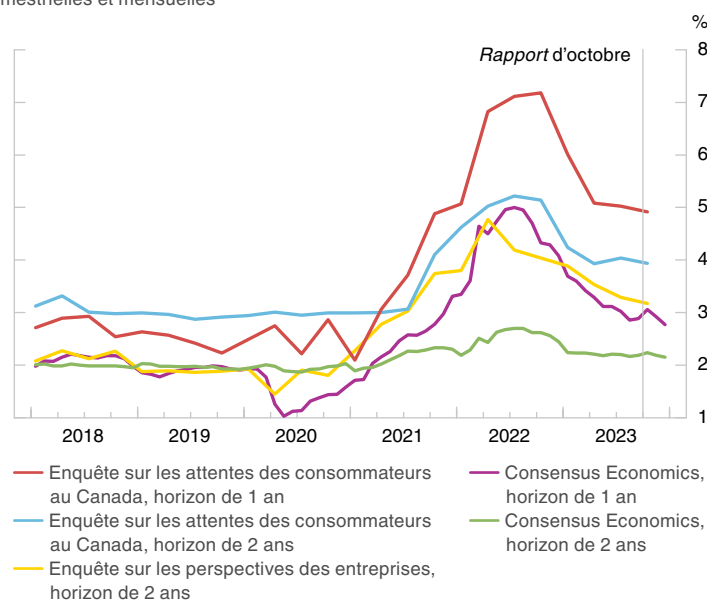
La croissance des salaires demeure dans une fourchette de 4 à 5 %, ce qui est élevé par rapport à la croissance de la productivité (**graphique 16**). Si les salaires continuent de croître à ce rythme et que la croissance de la productivité demeure faible, les pressions inflationnistes pourraient s'accroître (**encadré 4**).

³ L'enquête sur les perspectives des entreprises du quatrième trimestre de 2023 a été menée du 14 novembre au 1^{er} décembre. Les données de l'IPC pour octobre ont été publiées le 21 novembre.

⁴ L'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du quatrième trimestre de 2023 a été menée du 1^{er} au 17 novembre. Les plus récentes données de l'IPC disponibles au moment de l'enquête étaient celles du mois de septembre 2023.

Graphique 15 : Les attentes d'inflation à court terme se sont très peu améliorées au cours des derniers trimestres

Données trimestrielles et mensuelles



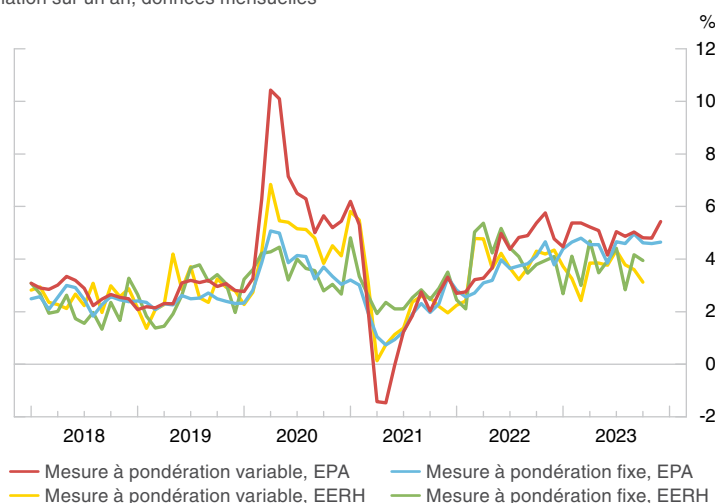
Nota : Les prévisions de Consensus Economics pour la prochaine année (selon des données mensuelles) et pour les deux prochaines années (selon des publications de données mensuelles et trimestrielles) sont converties en prévisions fondées sur un horizon fixe à l'aide d'une moyenne pondérée des prévisions sur un horizon fixe. Les attentes sur un horizon de 1 an se rapportent aux attentes d'inflation au cours des 12 prochains mois; l'horizon de 2 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 : décembre 2023 (Consensus Economics), 2023T4 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada et enquête sur les perspectives des entreprises)

Graphique 16 : Les mesures de la croissance des salaires demeurent autour de 4 à 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 : décembre 2023 (EPA), octobre 2023 (EERH)

Encadré 4

Salaires réels et productivité

Les variations des salaires et de la productivité du travail peuvent nous renseigner sur l'évolution des pressions inflationnistes dans l'économie canadienne. Nous présentons ici l'évolution globale de ces pressions, quand bien même les réalités vécues ont été très différentes d'un ménage à l'autre ces dernières années.

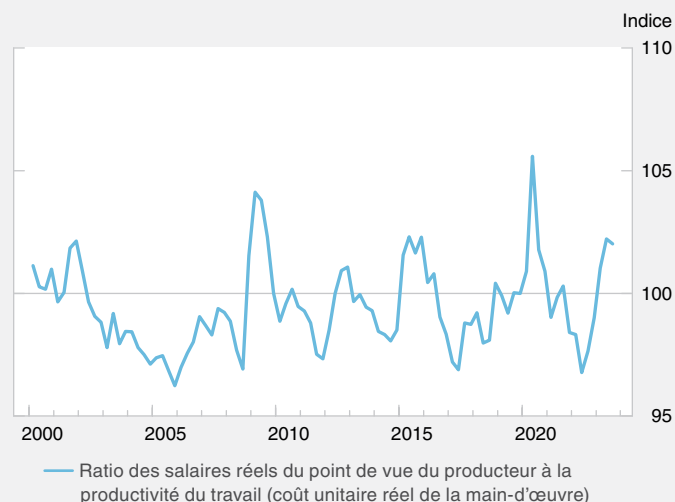
L'inflation et les salaires nominaux ont grandement fluctué depuis le début de la pandémie de COVID-19. En 2020, l'inflation est tombée à moins de 1 %. Elle s'est ensuite redressée pour atteindre en moyenne un taux annualisé de l'ordre de 5 % entre le premier trimestre de 2021 et le troisième trimestre de 2023. Les salaires nominaux (rémunération horaire dans le secteur des entreprises) ont aussi été volatils, mais ont enregistré une croissance moyenne d'un peu plus de 2 % au cours de la même période¹. Les toutes dernières données indiquent que les salaires réels du point de vue du consommateur (gains horaires corrigés de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation [IPC]) excèdent d'environ 3 % leur niveau du quatrième trimestre de 2019².

Lorsqu'elles évaluent leurs coûts, les entreprises se penchent sur les salaires ajustés en fonction des prix de production – obtenus en utilisant le niveau des prix du produit intérieur brut (PIB) comme un indicateur – plutôt qu'en fonction de l'IPC³. C'est ce que l'on appelle le salaire réel du point de vue du producteur. Au troisième trimestre de 2023, le ratio salaires réels du point de vue du producteur/productivité a dépassé son niveau d'avant la pandémie, ce qui a fait monter les coûts unitaires de main-d'œuvre (**graphique 4-A**)⁴. On observe une telle évolution dans l'ensemble des secteurs d'activité, et les salaires réels du point de vue du producteur progressent maintenant plus rapidement que la productivité dans 13 secteurs sur 16 (**graphique 4-B**).

(suite à la page suivante)

Graphique 4-A : Le ratio des salaires réels du point de vue du producteur à la productivité du travail est supérieur aux niveaux pré-pandémiques

Secteur des entreprises, base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles

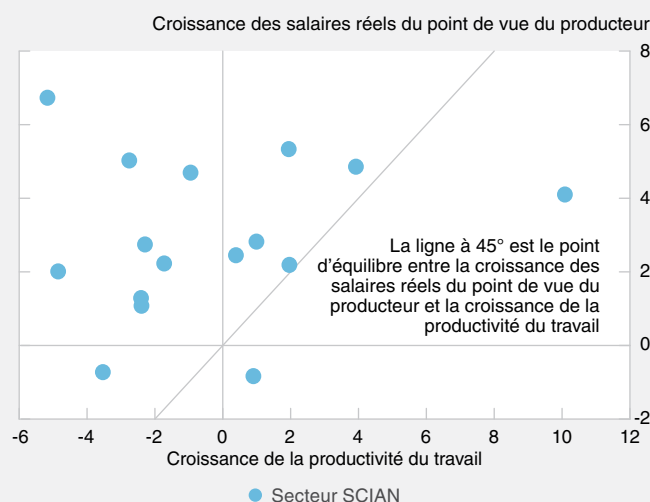


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2023T3

Graphique 4-B : La croissance des salaires réels du point de vue du producteur a dépassé celle de la productivité du travail dans la plupart des secteurs en 2023

Croissance moyenne entre le 2023T1 et le 2023T3



Nota : Le sigle SCIAN signifie Système de classification des industries de l'Amérique du Nord. Les secteurs représentés comprennent les suivants (de gauche à droite) : services publics; construction; commerce de gros; agriculture, foresterie, pêche et chasse; finance, assurances et sociétés de gestion; fabrication; services professionnels, scientifiques et techniques; autres services; services administratifs, services de soutien, services de gestion des déchets et services d'assainissement; services immobiliers et services de location et de location à bail; commerce de détail; hébergement et services de restauration; extraction minière et extraction de pétrole et de gaz; transport et entreposage; industrie de l'information et industrie culturelle; arts, spectacles et loisirs.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

1 En 2020 et 2021, les salaires nominaux ont subi l'influence de certains effets de composition – en particulier les effets inégaux de la pandémie sur les travailleurs à faible salaire. La rémunération horaire nominale concorde, sur le plan méthodologique, avec les données sur la productivité du travail – ce qui n'est pas le cas pour d'autres données sur les salaires.

2 Si on utilisait plutôt le déflateur de la consommation finale des ménages ou le déflateur du PIB pour déterminer les salaires réels, on arriverait à des résultats de 5,5 % et de 0,5 %, respectivement.

3 L'IPC est une mesure du coût de la vie pour les ménages et inclut de nombreux biens de consommation finale importés, qui ne sont pas pris en compte dans le calcul de la rentabilité des entreprises.

4 Le choix du déflateur ne change pas les résultats de l'analyse présentée ici. Qu'on utilise le niveau des prix du PIB, l'IPC ou le niveau des prix des biens de consommation finale, on obtient un ratio égal ou supérieur à son niveau d'avant la pandémie.

Encadré 4 (suite)

Salaires, productivité et perspectives d'inflation

Les conditions du marché du travail semblent s'assouplir. Le nombre de postes vacants tend vers son niveau prépandémique. De plus, selon des enquêtes de la Banque, les entreprises s'attendent à ce que la croissance des salaires ralentisse en 2024.

Même si les salaires réels venaient à croître plus rapidement que la productivité pendant une courte

période, l'inflation pourrait ne pas augmenter. Par exemple, une hausse des charges salariales pourrait être absorbée par les marges bénéficiaires des entreprises ou contrebalancée par des coûts hors main-d'œuvre réduits (comme l'énergie ou les intrants importés). Si la croissance relative des salaires réels devait toutefois perdurer, il se pourrait que les entreprises répercutent les coûts additionnels sur les prix, ce qui attiserait les pressions inflationnistes.

Faible croissance de la demande et redressement de l'offre

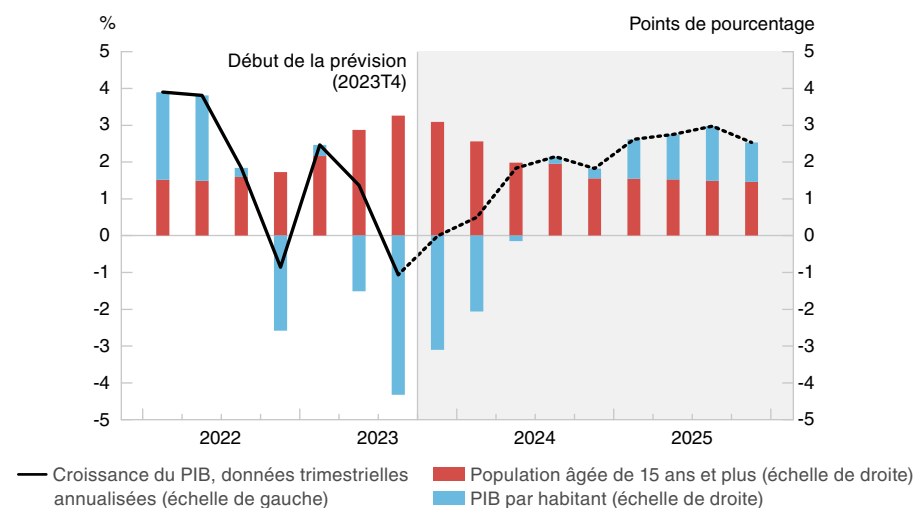
La croissance économique devrait être modeste en 2024 et essentiellement conforme aux prévisions du *Rapport* d'octobre. Les effets des hausses passées des taux d'intérêt continuent de peser sur la consommation et sur les investissements des entreprises. En outre, les exportations se ressentiront de la faible demande étrangère pendant le reste de l'année. Les dépenses publiques devraient contribuer de façon importante à la croissance en 2024. Bien que la forte croissance démographique stimule l'activité économique dans son ensemble, le PIB par habitant devrait poursuivre sa baisse à court terme.

Étant donné que la demande continue de croître plus lentement que la production potentielle, l'offre excédentaire au sein de l'économie devrait augmenter tout au long de la première moitié de 2024.

On s'attend à ce que la croissance se redresse vers le milieu de 2024, et atteigne environ 2½ % en 2025 (**graphique 17**). Les dépenses des ménages se raffermiront à mesure que les effets modérateurs du resserrement monétaire sur la croissance s'estomperont, que les conditions financières s'assoupliront et que la confiance s'améliorera. Le regain de la demande étrangère alimentera les investissements des entreprises et les exportations.

Graphique 17 : 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

Croissance timide des dépenses des ménages

La progression de la consommation devrait rester faible jusqu'à la fin de 2024. Bien que la consommation globale soit soutenue par la forte croissance démographique, la consommation par habitant, elle, devrait encore diminuer pendant la majeure partie de 2024. Ce repli tient en partie à la lenteur de la croissance des revenus du travail, elle-même attribuable au fait que les conditions du marché du travail s'assouplissent davantage. De plus, les dépenses de consommation sont freinées par les coûts élevés du service de la dette et la fragilité de la confiance des consommateurs. Les réponses recueillies lors de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada réalisée au dernier trimestre de 2023 indiquent que les ménages réduisent leurs dépenses et retardent leurs achats. Ils continuent de limiter la plupart de leurs gros achats, en particulier de biens durables, qui sont plus susceptibles d'être achetés à crédit.

En 2025, les dépenses de consommation devraient se redresser dès lors que la croissance des revenus s'améliorera et que l'effet modérateur des coûts élevés du service de la dette diminuera graduellement. Cette réduction de l'effet modérateur résultera de deux facteurs opposés :

- Pendant encore un certain temps, les propriétaires devraient faire face à des paiements d'intérêts plus élevés lorsqu'ils renouvelleront leur prêt hypothécaire. On s'attend à ce que les effets des augmentations deviennent de moins en moins importants à mesure que les taux hypothécaires reculeront.
- Néanmoins, certains détenteurs d'un prêt hypothécaire à taux variable assorti de versements fixes devront renégocier leur calendrier d'amortissement en plus des paiements requis pour rattraper leur retard dans le remboursement du capital.

On s'attend à ce que les investissements résidentiels se redressent au début de 2024. En effet, la construction de logements sera stimulée par la forte croissance démographique, le récent assouplissement des conditions financières et la dissipation des effets des hausses de taux d'intérêt passées. L'activité de revente de logements devrait remonter par rapport à son faible niveau actuel. La croissance des prix des logements devrait être modérée tout au long de la période de projection.

Faiblesse des investissements des entreprises et de la croissance des exportations

Les investissements des entreprises devraient rester faibles jusqu'à la mi-2024, freinés par la faible demande et par des coûts d'emprunt encore élevés. Ils devraient se redresser dans la deuxième moitié de l'année, compte tenu de l'atténuation des effets des hausses passées des taux d'intérêt, de l'assouplissement des conditions financières et de l'amélioration de la demande.

La croissance des exportations devrait demeurer modeste à court terme, compte tenu de l'atonie de la demande étrangère pour les exportations hors produits de base. Il est aussi probable que les fermetures d'usines et les opérations de réoutillage dans l'industrie automobile continueront de peser sur les exportations de véhicules automobiles pendant la majeure partie de 2024. Ceci dit, dans l'ensemble, les exportations sont appelées à augmenter

dans la deuxième moitié de l'année : la demande étrangère s'améliorera probablement, et les capacités de transport d'énergie seront renforcées avec l'achèvement du projet d'expansion de l'oléoduc Trans Mountain.

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

Recul progressif de l'inflation

L'inflation mesurée par l'IPC devrait demeurer près de 3 % durant la première moitié de 2024. Les hausses importantes des frais de logement et des prix des aliments devraient contribuer à maintenir l'inflation à un niveau élevé (**graphique 18**).

On s'attend à une modération de certaines composantes de l'inflation. Par exemple, l'augmentation des prix des biens hors aliments et énergie devrait ralentir à mesure que l'offre excédentaire s'accroîtra et que les attentes d'inflation diminueront. La hausse des prix des aliments devrait aussi ralentir en raison du recul des cours des produits agricoles à l'échelle mondiale. Plus généralement, on s'attend à ce que le ralentissement de la croissance des coûts des intrants se traduise par une baisse de l'inflation pour de nombreux autres biens, y compris des biens non durables. La plupart des entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises s'attendent à ce que la croissance des prix des intrants diminue au cours des 12 prochains mois.

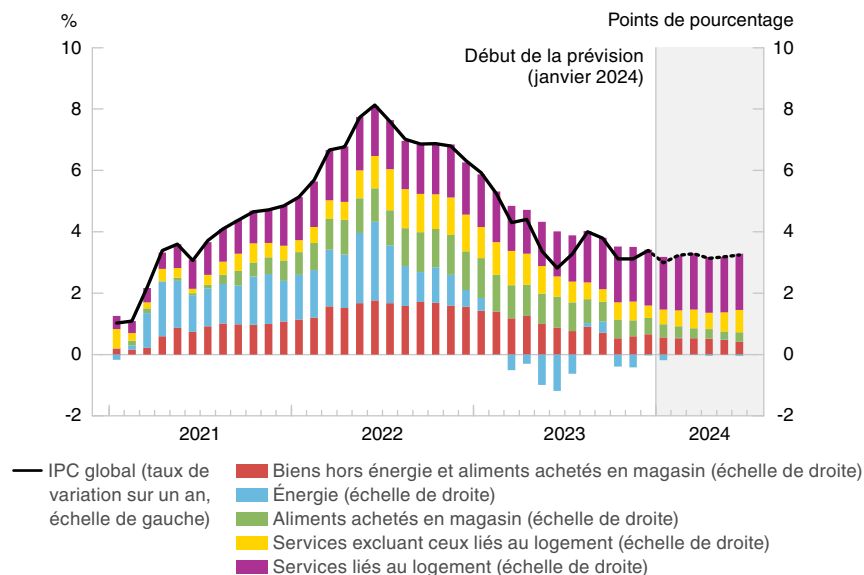
En revanche, on s'attend à ce que le taux d'augmentation des prix des services hors logement remonte légèrement à court terme, principalement en raison de la diminution des pressions baissières liées aux services de télécommunications.

Comme prévu dans le *Rapport* d'octobre, l'inflation devrait descendre autour de 2½ % dans la deuxième moitié de 2024, puis retourner à la cible en 2025 (**graphique 19**). Au cours de la période de projection, la persistance de l'offre excédentaire au sein de l'économie devrait continuer de peser sur les prix, et les pratiques d'établissement des prix des entreprises revenir progressivement à la normale, tout comme les attentes d'inflation. La croissance des salaires devrait ralentir pour être plus en phase avec le rythme de l'inflation et la hausse modeste de la productivité.

Le taux d'augmentation des frais de logement devrait rester élevé pendant quelque temps. La croissance du coût de l'intérêt hypothécaire devrait demeurer forte, les ménages continuant de faire face à des taux plus élevés au renouvellement et les nouveaux prêts hypothécaires étant octroyés à des taux supérieurs à la moyenne des contrats de prêt existants. Toutefois, l'augmentation du coût de l'intérêt hypothécaire devrait ralentir progressivement, à mesure que les conditions financières s'assoupliront et que l'incidence du renouvellement et de la souscription de prêts par davantage de ménages diminuera. La robustesse de la demande et l'offre limitée sur le marché du logement devraient favoriser l'augmentation des frais de logement des locataires (**encadré 3**). Cette dernière devrait toutefois aussi se modérer du fait du ralentissement de la croissance démographique et de l'essor escompté de la construction de logements. On s'attend à ce que les prix des logements n'aient qu'une incidence modeste sur l'augmentation globale des frais de logement.

Graphique 18 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait rester autour de 3 % à court terme

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

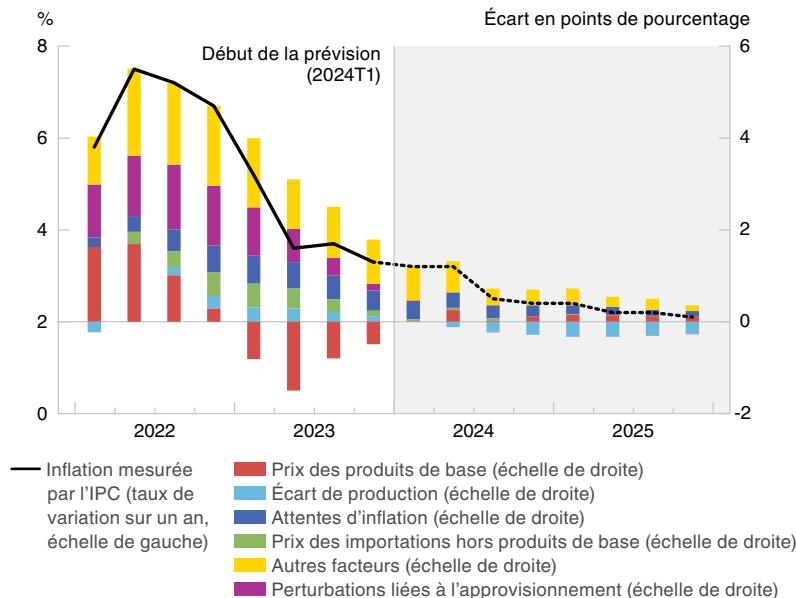


Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : juin 2024

Graphique 19 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir à la cible en 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

La Banque estime que les perspectives figurant dans le scénario de référence constituent l'évolution la plus probable de l'inflation. Elle perçoit des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse pour ces perspectives. Comme l'inflation est encore au-dessus de 3 % et qu'on ne s'attend pas à ce qu'elle revienne à la cible de 2 % avant plus d'un an, la Banque est particulièrement préoccupée par les risques à la hausse.

Principaux risques à la hausse

Il y a deux grands types de risques à la hausse : d'une part, l'inflation pourrait stagner bien au-dessus de 2 %; d'autre part, de nouveaux événements pourraient entraîner un regain des pressions inflationnistes.

Les progrès vers la cible d'inflation pourraient stagner

En premier lieu, les attentes d'inflation n'ont baissé que très modérément au cours des derniers trimestres. Si les attentes d'inflation des ménages et des entreprises devaient rester élevées, le rythme de la croissance des prix et des salaires pourrait alors tarder à ralentir.

En second lieu, les salaires ont augmenté plus rapidement que la productivité. En moyenne, les salaires réels du point de vue du consommateur sont plus élevés qu'en 2019. La croissance de la productivité est essentiellement arrêtée et les salaires progressent encore fortement. La Banque demeure donc préoccupée par la possibilité que les pressions sur les coûts viennent faire augmenter l'inflation.

Enfin, les prix des habitations pourraient aussi augmenter plus que prévu, ce qui accroîtrait l'inflation par une hausse des frais de logement. Le scénario de référence postule une légère hausse des prix des habitations, mais cette prévision est entourée d'une grande incertitude. Ce risque pourrait se concrétiser si l'assouplissement des conditions financières provoquait une demande de logements plus forte qu'anticipé alors que l'offre restait limitée.

De nouvelles évolutions pourraient alimenter l'inflation

Le conflit en Israël et à Gaza et les attaques perpétrées contre des navires dans la mer Rouge ont des répercussions sur le commerce maritime dans cette région et pourraient faire monter les cours du pétrole et les frais de transport. Pour l'instant, les perturbations mondiales occasionnées par ces événements demeurent contenues. Si le conflit devait cependant s'étendre, les cours du pétrole pourraient grimper en flèche et les prix des biens échangeables s'accroître de façon importante.

Principaux risques à la baisse

Comme dans le *Rapport* d'octobre, un ralentissement plus marqué que prévu de l'économie canadienne constitue le principal risque à la baisse pour l'inflation. Un tel ralentissement pourrait se produire par deux grands canaux.

Premièrement, les effets de la politique monétaire pourraient être plus prononcés que dans le scénario de référence. Étant donné les renouvellements à venir de leurs prêts hypothécaires et leurs niveaux record d'endettement, il est possible que beaucoup de ménages canadiens se montrent plus prudents et réduisent davantage leurs dépenses de consommation qu'anticipé. Cela pourrait aussi causer une plus grande décélération qu'escompté des investissements et des embauches par les entreprises.

Deuxièmement, l'activité mondiale pourrait être plus faible que dans le scénario de référence. Ce risque pourrait se concrétiser si la banque centrale, que ce soit aux États-Unis ou dans la zone euro, devait maintenir une politique monétaire plus restrictive que prévu pour ramener l'inflation à la cible. En Chine, les niveaux élevés d'endettement des administrations locales et les difficultés du secteur immobilier pourraient limiter encore plus la croissance. Cette situation pourrait entraîner un affaiblissement de la demande mondiale, ce qui se solderait par une réduction des prix des produits de base et des biens échangeables.

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