



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 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 milieu d'une fourchette de 1 à 3 %. Pour les besoins de cette cible, l'inflation correspond au taux de variation sur 12 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* (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

Avril 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 : Révision des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> de janvier.	3
Croissance vigoureuse aux États-Unis	4
Ralentissement de l'inflation aux États-Unis	5
Faible croissance dans la zone euro	6
Entraves à l'activité en Chine	7
Assouplissement des conditions financières	7
Hausse des prix du pétrole	8
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection.....	9
L'économie canadienne	10
Redressement de la croissance économique.....	11
Offre excédentaire dans l'économie	13
Inflation encore élevée, mais en ralentissement.....	14
Diminution des attentes d'inflation et de la croissance des salaires	18
Encadré 3 : Analyse des pratiques d'établissement des prix des entreprises	19
Renforcement de la croissance économique en perspective	22
Retour à la cible d'inflation prévu en 2025.....	25
Les risques entourant les perspectives d'inflation	27
Principaux risques à la hausse	27
Principaux risques à la baisse	28
Annexe :	
La production potentielle et le taux d'intérêt nominal neutre	30
Raffermisssement possible de la croissance de la production potentielle en 2024, suivi d'un ralentissement	31
Croissance soutenue de la production potentielle mondiale	33
Taux d'intérêt neutre plus élevé.....	34

Vue d'ensemble

Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) se replie tandis que la politique monétaire agit pour réduire les pressions inflationnistes. L'inflation fondamentale diminue aussi, bien que des risques subsistent et qu'il faudra encore du temps pour savoir s'il s'agit d'un progrès durable.

L'économie mondiale devrait afficher une croissance d'environ 3 % cette année et la suivante. Aux États-Unis, la croissance économique est étonnamment résiliente. La vigueur du marché du travail stimule les dépenses de consommation, et les investissements des entreprises marquent une hausse en réponse à la demande croissante et aux mesures incitatives du gouvernement. La croissance aux États-Unis devrait ralentir plus tard cette année, mais rester plus solide que dans la projection précédente.

L'inflation faiblit dans la plupart des économies avancées et devrait revenir aux cibles fixées par les banques centrales en 2025.

Après avoir stagné dans la deuxième moitié de 2023, la croissance économique s'est accélérée au Canada. Cela tient en grande partie à la forte expansion démographique, qui accroît l'offre de main-d'œuvre, et à la reprise des dépenses des ménages. Par ailleurs, les conditions du marché du travail continuent de se détendre et la croissance des salaires commence à montrer certains signes de modération. Les entreprises ne montent plus leurs prix aussi souvent, et les attentes d'inflation baissent lentement.

L'économie canadienne devrait se raffermir en 2024, mais demeurer en situation d'offre excédentaire. La capacité excédentaire commencera à se résorber en 2025, la progression de la demande étant appelée à rester solide et celle de l'offre à se modérer.

Enfin, la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente se sont améliorés. L'élan à la baisse de l'inflation fondamentale observé récemment, s'il se maintient, tirera encore plus l'inflation vers le bas. Toutefois, on prévoit que les prix de l'essence plus élevés garderont l'inflation mesurée par l'IPC près de 3 % jusqu'au deuxième trimestre de 2024. L'inflation devrait ensuite descendre sous la barre des 2,5 % dans la deuxième moitié de l'année pour revenir à la cible vers la fin de 2025.

L'économie mondiale

L'inflation continue de baisser dans la plupart des économies avancées, mais elle reste supérieure aux cibles des banques centrales. Cette baisse devrait se poursuivre de façon graduelle, puisque l'inflation du côté des services demeure élevée.

On s'attend à ce que la croissance de l'économie mondiale se maintienne autour de 3 % pendant la période de projection. Les perspectives de croissance à l'échelle mondiale ont été revues à la hausse par rapport à celles présentées dans le *Rapport* de janvier (**encadré 1**). Cela tient en grande partie à l'étonnante vigueur de l'économie américaine (**tableau 1**).

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2023	2024	2025	2026
États-Unis	16	2,5 (2,5)	2,7 (1,7)	1,8 (1,2)	2,2
Zone euro	12	0,5 (0,4)	0,4 (0,5)	1,2 (1,6)	1,7
Japon	4	1,9 (2,0)	0,8 (0,7)	0,7 (1,1)	0,5
Chine	18	5,2 (5,2)	4,7 (4,5)	4,4 (4,5)	3,9
Pays émergents importateurs de pétrole‡	34	3,9 (3,7)	3,5 (3,1)	3,7 (3,6)	4,0
Autres pays§	16	1,2 (1,2)	1,7 (1,5)	2,7 (1,5)	2,5
Monde	100	3,1 (3,0)	2,8 (2,5)	3,0 (2,7)	3,1

* 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

Encadré 1

Révision des projections économiques depuis le *Rapport de janvier*

Perspectives mondiales

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale sont plus favorables pendant la période de projection que celles présentées dans le *Rapport de janvier*.

La croissance projetée du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis a été revue nettement à la hausse. Cette révision s'explique par une amélioration généralisée des perspectives de croissance à court terme de la demande intérieure. Elle tient aussi compte du taux d'immigration, qui a surpassé les attentes. Durant la période de projection, le taux d'immigration plus élevé aux États-Unis participe à la croissance plus rapide de l'offre de main-d'œuvre et, par conséquent, nourrit à la fois la croissance de la production potentielle et la croissance de la demande (**annexe**, p. 30).

La révision à la hausse des perspectives concernant la demande à court terme tient notamment à ces facteurs :

- une progression plus marquée du revenu du travail, portée par des gains plus persistants au chapitre de l'emploi et par une croissance des salaires supérieure à ce qu'on avait anticipé
- des conditions financières plus favorables que prévu
- une réponse plus importante et persistante aux mesures incitatives du gouvernement fédéral en faveur de l'investissement

Ainsi, on s'attend à ce que la croissance aux États-Unis soit supérieure aux chiffres avancés dans le *Rapport de janvier*, soit 1,0 et 0,6 point de pourcentage de plus pour 2024 et 2025, respectivement.

Pour ce qui est des pays émergents et du groupe « Autres pays », la croissance a été revue à la hausse compte tenu des facteurs suivants :

- une activité économique à court terme plus résiliente et des conditions financières plus favorables que prévu dans les pays émergents
- des perspectives plus dynamiques pour la croissance de la production potentielle, qui est soutenue en partie par des perspectives d'investissements plus robustes dans les deux régions

Il résulte de l'ensemble de ces révisions une hausse de 0,3 point de pourcentage de la croissance envisagée pour le PIB mondial en 2024 et 2025.

Perspectives au Canada

Pour le Canada, les perspectives de croissance ont fait l'objet d'une révision à la hausse. Par ailleurs, les pressions inflationnistes se sont relâchées plus vite que ce qui était anticipé dans le *Rapport de janvier*.

- Une révision à la hausse de la démographie se traduit par une amélioration du PIB et de la production potentielle. Cette révision de l'accroissement de la population canadienne concerne 2023 et 2024 : elle s'explique par l'arrivée d'un nombre de résidents non permanents plus grand qu'escompté. Pour 2025, la croissance démographique a été revue sensiblement à la baisse, au regard des mesures annoncées récemment par le gouvernement pour limiter le nombre de résidents temporaires au Canada.
- La croissance de la production potentielle a été révisée à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2024, mais à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2025. Globalement, le niveau de la production potentielle devrait demeurer à peu près le même d'ici la fin de 2025. Des précisions sur l'évaluation que fait la Banque du Canada de la croissance de la production potentielle sont données dans l'**annexe**).
- Les perspectives de croissance du PIB sont revues à la hausse pour 2024 et restent essentiellement les mêmes pour 2025. Les **tableaux 2 et 3** en présentent les révisions. Celles-ci découlent surtout de gains démographiques plus importants. La croissance du PIB par habitant concorde avec les prévisions du *Rapport de janvier* (**graphique 1-A**).
 - L'augmentation des dépenses de consommation est plus forte à court terme, en grande partie du fait de la croissance démographique.
 - La croissance des exportations est revue à la hausse compte tenu du raffermissement de la demande étrangère.
 - L'activité économique est soutenue par les mesures budgétaires récemment annoncées par les provinces.

(suite à la page suivante)

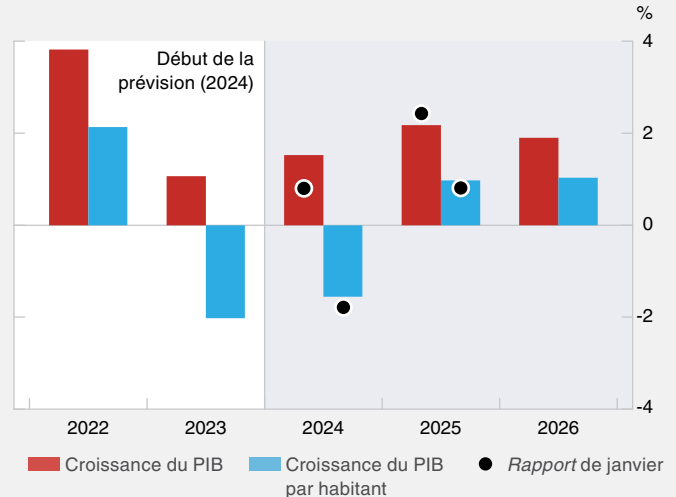
Encadré 1 (suite)

Les perspectives concernant l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) ont été revues à la baisse pour 2024 (en retrait de 0,2 point de pourcentage). Elles demeurent pratiquement inchangées pour 2025.

- Malgré l'effet compensatoire partiel des prix plus élevés de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC a été moins forte que ce que la Banque envisageait dans le *Rapport* de janvier.
- Du côté des biens (hors aliments et énergie), l'inflation a été plus basse qu'attendu. La croissance du coût des intrants a de nouveau fléchi, ce qui se répercute sur les prix à la consommation.
- L'inflation dans le cas de certaines composantes de l'IPC, comme les services de communication, a été inférieure aux prévisions. Cette tendance au ralentissement devrait en partie se poursuivre à court terme.

Graphique 1-A : La croissance du PIB par habitant reste essentiellement inchangée depuis janvier

Données annuelles



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

Croissance vigoureuse aux États-Unis

L'économie américaine a ralenti à cause de l'effet des hausses passées des taux d'intérêt. Toutefois, la croissance du PIB demeure robuste. On prévoit qu'elle atteindra 2½ % en moyenne au cours de la première moitié de 2024, en raison de plusieurs facteurs favorables :

- Les dépenses de consommation devraient être soutenues par une augmentation importante du revenu réel, résultant d'une solide progression des salaires et de l'emploi. L'accroissement du patrimoine financier alimente les dépenses. En même temps, les ménages à faible revenu ont de plus en plus recours au crédit renouvelable.
- On s'attend à ce que les investissements des entreprises soient stimulés par la forte demande des consommateurs ainsi que par les mesures incitatives du gouvernement fédéral prévues dans la *Inflation Reduction Act* et la *CHIPS and Science Act*.
- Les dépenses publiques devraient être robustes, notamment au niveau des États et à l'échelle locale où elles sont étroitement liées aux recettes fiscales. Les dépenses importantes du gouvernement fédéral creusent le déficit budgétaire.

Selon la projection, la croissance ralentira légèrement pour s'établir à 1½ % dans la deuxième moitié de 2024, à mesure que l'incidence de certains de ces facteurs favorables se dissipera. On s'attend à ce que la progression de la consommation perde de la vitesse, surtout en raison de la croissance du revenu du travail qui s'est modérée par rapport à sa cadence rapide de l'an dernier et des limites de crédit des ménages qui devraient se faire plus contraignantes. On prévoit également que le rythme des dépenses d'investissement des entreprises s'affaiblira, puisque les effets des mesures incitatives gouvernementales s'atténueront et que la demande des consommateurs ralentira.

Puis, la croissance de l'économie américaine devrait augmenter vers le milieu de 2025 pour atteindre à peu près 2¼ % en 2026, les taux d'intérêt plus bas venant stimuler la consommation.

Selon la projection, la croissance aux États-Unis sera beaucoup plus forte qu'anticipé dans le *Rapport* de janvier – principalement en raison d'une hausse de la production potentielle (**encadré 1**, p. 3 et **annexe**, p. 30). Dans l'ensemble, d'ici la fin de 2025, le niveau du PIB américain devrait être environ 1¾ % plus élevé qu'estimé dans le *Rapport* de janvier.

Ralentissement de l'inflation aux États-Unis

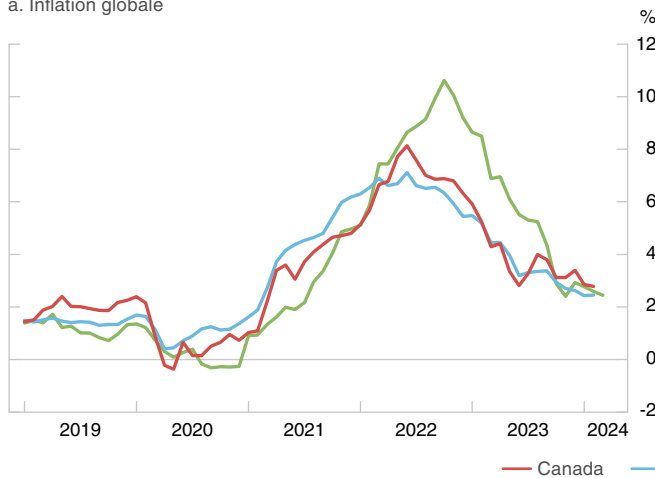
L'inflation continue de ralentir aux États-Unis. Son taux de croissance mesuré par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages (PCE) se chiffrait à 2,5 % en février, un recul par rapport au sommet de 7,1 % atteint au milieu de 2022 (**graphique 1**)¹. Au cours des derniers mois, le ralentissement de la hausse des prix des biens et services non énergétiques a été le principal moteur de la baisse de l'inflation globale.

Le ralentissement de l'augmentation des prix des biens compris dans la mesure de l'inflation fondamentale tient à des facteurs liés aussi bien à la demande qu'à l'offre. Les hausses passées des taux d'intérêt et la réorientation graduelle des dépenses vers des services en personne freinent la demande. Parallèlement, les perturbations de l'offre causées par la pandémie de COVID-19 ont été réglées.

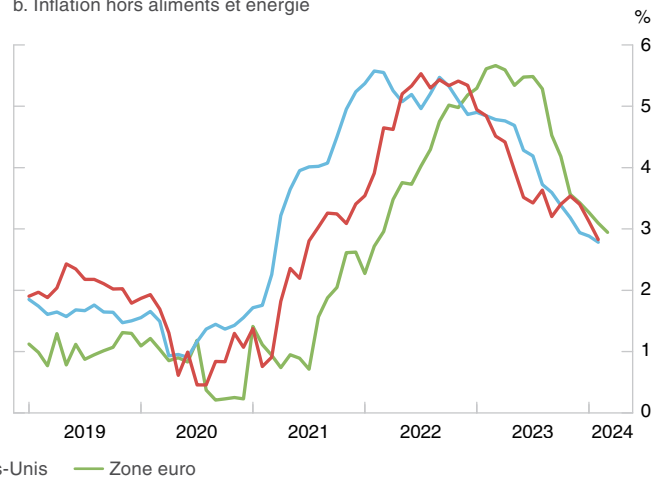
Graphique 1 : L'inflation ralentit

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Inflation globale



b. Inflation hors aliments et énergie



Nota : Le taux d'inflation est calculé selon l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro, l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages aux États-Unis et l'indice des prix à la consommation au Canada.

Sources : Statistique Canada, US Bureau of Economic Analysis et Eurostat via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mars 2024 (zone euro), février 2024 (autres)

¹ L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis est élevée, atteignant 3,2 %. Actuellement, l'inflation mesurée par l'IPC américain est supérieure à l'inflation mesurée par l'indice PCE américain. Cela tient au fait que la hausse des frais de logements a un poids plus élevé dans l'IPC que dans l'indice PCE et qu'elle est relativement importante aux États-Unis. L'IPC américain est construit de la même façon que l'IPC canadien. La Réserve fédérale américaine fixe à 2 % sa cible d'inflation mesurée par l'indice PCE.

Toutefois, le taux d'augmentation des prix des services compris dans la mesure de l'inflation fondamentale reste élevé, à 3,9 %, malgré le ralentissement graduel observé ces derniers mois. Même si les frais de logement des nouveaux locataires progressent moins rapidement, il faudra du temps avant que les effets positifs se répercutent sur la hausse des prix des services liés au logement. En outre, les pressions sur les coûts d'autres services s'atténuent lentement. Par ailleurs, la croissance des salaires est encore forte, alors que celle de la productivité dans le secteur des services demeure stable.

On s'attend à ce que le ralentissement de l'inflation aux États-Unis se poursuive de façon inégale. La progression des prix de l'énergie s'accélère et devrait stimuler temporairement l'inflation globale au cours des prochains mois. De plus, les effets des perturbations passées de l'offre, qui ont fait baisser l'inflation du côté des biens, se sont en grande partie dissipés. Le ralentissement futur de l'inflation sera donc probablement attribuable à l'évolution des prix des services. Les mesures de l'inflation sur trois mois viennent aussi confirmer que le chemin sera vraisemblablement parsemé d'embûches. Le taux sur trois mois de l'inflation fondamentale mesurée par l'indice PCE s'établit actuellement autour de 3½ %. Il est au-dessus de son rythme de croissance annuelle de 2,8 %.

L'inflation devrait atteindre la cible de la Réserve fédérale en 2025.

Faible croissance dans la zone euro

La croissance dans la zone euro reste timide. Les hausses passées des taux d'intérêt, les conditions de crédit restrictives et la confiance économique fragile ont pesé sur la demande. De plus, la progression des exportations a été modeste en raison de la faiblesse de certains partenaires commerciaux clés et d'enjeux sur le plan de la compétitivité internationale.

On s'attend à ce que la croissance dans cette zone se redresse graduellement vers le milieu de 2024. Une inflation plus basse et une amélioration du climat économique devraient contribuer à raffermir les perspectives économiques. Et sous l'effet des taux d'intérêt moins élevés, la croissance devrait s'accroître davantage durant la dernière partie de la période de projection.

L'inflation dans la zone euro a continué à se modérer, atteignant 2,4 % en mars. Cela reflète en grande partie le ralentissement des hausses des prix de l'énergie et, plus récemment, des prix des aliments. L'inflation fondamentale dans le secteur des biens a aussi chuté. En effet, l'incidence inflationniste des goulots d'étranglement du côté de l'offre et des chocs énergétiques associés à l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est atténuée. Les hausses passées des taux d'intérêt et la confiance économique fragile pèsent également sur la demande et entraînent des répercussions à la baisse sur l'inflation.

L'inflation dans la zone euro devrait se modérer encore, mais à un rythme plus graduel. À mesure que le marché tendra vers un meilleur équilibre et que la croissance des salaires ralentira, les prix des services – qui deviendront le principal moteur de l'inflation dans l'avenir – devraient se modérer, mais lentement. L'inflation devrait atteindre la cible de 2 % de la Banque centrale européenne en 2025.

Entraves à l'activité en Chine

L'activité économique en Chine a été freinée par le désendettement en cours dans le secteur immobilier du pays qui pèse sur la confiance des consommateurs. De plus, les entreprises de certains secteurs sont aux prises avec un contexte réglementaire incertain. Les politiques budgétaire et monétaire devraient toutefois stimuler temporairement la croissance. Par ailleurs, les prix à la baisse des exportations devraient contribuer à dynamiser celles-ci.

On s'attend à ce que le rythme de croissance ralentisse pour s'établir à près de 4 % dans la dernière partie de la période de projection, après avoir été supérieur à 5 % au cours de l'année qui vient de s'écouler. La progression des investissements des entreprises devrait s'affaiblir, en partie à cause du déclin de la population active et de la faiblesse persistante du secteur immobilier. Les niveaux élevés de la dette publique devraient limiter de plus en plus la croissance des dépenses dans ce secteur.

Assouplissement des conditions financières

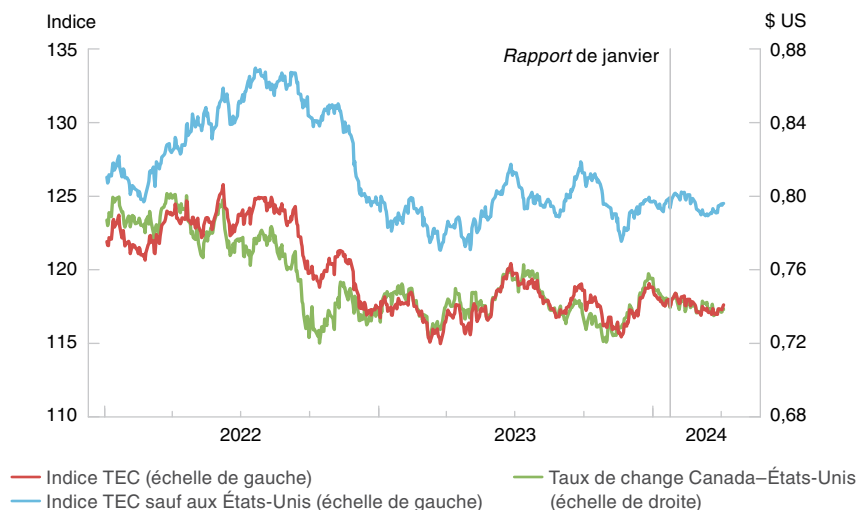
Les conditions financières mondiales se sont assouplies depuis la parution du *Rapport* de janvier, puisque les perspectives économiques se sont améliorées. Les marchés estimant que la probabilité d'une récession avait diminué, les primes de risque ont baissé et les cours des actions ont monté.

Cet assouplissement des conditions financières s'est produit malgré le fait que les marchés s'attendent à moins de réductions du taux directeur aux États-Unis en 2024, et que les rendements des obligations d'État ont augmenté.

Ces changements se sont également produits au Canada, et ont mené à un assouplissement des conditions financières intérieures. Le dollar canadien, lui, est resté essentiellement inchangé depuis la publication du *Rapport* de janvier (**graphique 2**).

Graphique 2 : La valeur du dollar canadien reste essentiellement la même qu'au moment de la publication du *Rapport* de janvier

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 : 4 avril 2024

Hausse des prix du pétrole

Le prix du baril de Brent est supérieur à l'hypothèse formulée en janvier qui le situait à 80 \$ US (**graphique 3**). Les prix du pétrole ont été soutenus par deux facteurs principaux ces derniers mois :

- Les membres – et certains pays producteurs non membres – de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont annoncé leur intention de prolonger au moins jusqu'au milieu de 2024 leurs réductions volontaires de production de pétrole.
- La poursuite du conflit au Moyen-Orient et de la guerre que la Russie mène à l'Ukraine, de même que la réorientation de navires pétroliers pour éviter la mer Rouge ont contribué à la persistance d'une prime de risque associée aux prix du pétrole.

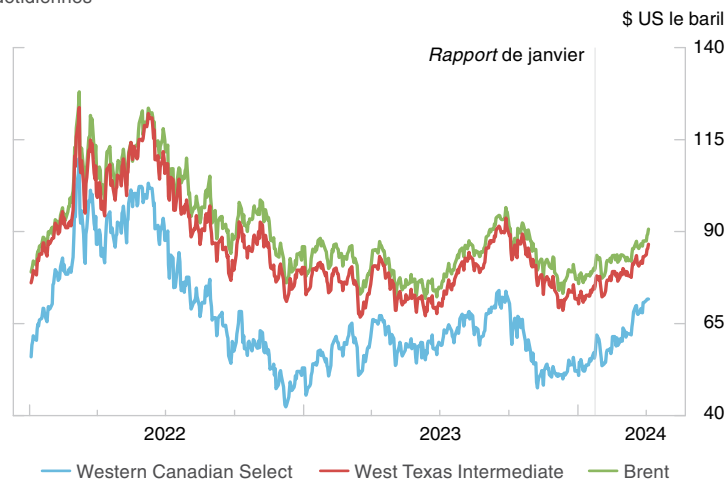
Le prix du baril de Brent s'est donc établi en moyenne autour de 85 \$ depuis la publication du *Rapport* de janvier, et la Banque suppose qu'il se situera à ce niveau durant la période de projection (**encadré 2**).

L'écart entre les prix du West Texas Intermediate et du Western Canadian Select s'est rétréci récemment. Cet écart plus faible s'explique en partie par la mise en exploitation commerciale du réseau agrandi d'oléoducs Trans Mountain, attendue dans les mois à venir.

Par ailleurs, l'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque a augmenté légèrement depuis la parution du *Rapport* de janvier, en raison surtout des hausses de prix du bétail et de l'or.

Graphique 3 : Les prix du pétrole ont augmenté depuis le *Rapport* de janvier

Données quotidiennes



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

Dernière observation : 4 avril 2024

Encadré 2

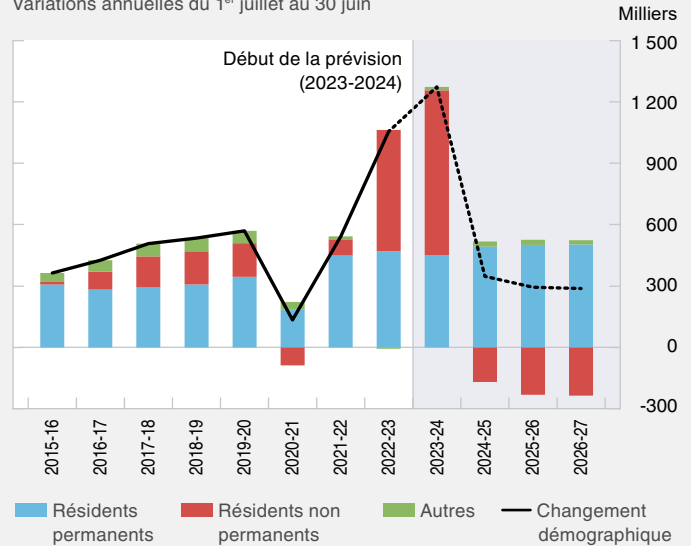
Principaux éléments de la projection

La projection de la Banque du Canada 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 85 \$ US pour le Brent, à 80 \$ US pour le West Texas Intermediate et à 65 \$ US pour le Western Canadian Select. Ces prix sont 5 \$ US au-dessus de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de janvier.
- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision sur le taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 74 cents américains pendant la période de projection, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment. Cette hypothèse reste la même que dans le *Rapport* de janvier.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait ralentir et passer de 2,5 % en 2024 à environ 1,6 % en moyenne en 2025 et 2026. Par rapport aux estimations de janvier, les projections ont été revues à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2024 et à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2025. Des précisions sur les perspectives de la Banque à cet égard sont données dans l'**annexe** (p. 30).
- Selon notre plus récente estimation, le taux de croissance démographique devrait être près de 3 % en 2024. On projette qu'il se situera à 1 % en moyenne en 2025 et 2026¹. Ces projections sont fondées sur les tendances démographiques, ainsi que sur les objectifs récemment annoncés par le gouvernement fédéral à propos des résidents non permanents (**annexe** et **graphique 2-A**). Ces objectifs sont tenus pour acquis, mais la manière dont ils seront atteints reste à préciser. La Banque prévoit maintenant que la croissance démographique sera supérieure d'à peu près 0,5 point de pourcentage en 2024, mais que son niveau d'ici la fin de 2025 sera essentiellement conforme à celui postulé dans le *Rapport* de janvier.

Graphique 2-A : La croissance du nombre de résidents non permanents devrait se modérer conformément aux objectifs gouvernementaux

Variations annuelles du 1^{er} juillet au 30 juin



Nota : Les résidents non permanents incluent les travailleurs étrangers temporaires, les étudiants étrangers et les demandeurs d'asile. La catégorie Autres englobe la variation démographique naturelle (naissances et décès), les émigrants et les émigrants de retour au pays.

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

- On estime à environ 2¼ % la croissance du produit intérieur brut réel au premier trimestre de 2024. En conséquence, la Banque situe l'écart de production entre -0,5 et -1,5 % au premier trimestre, une estimation peu éloignée de celle faite pour le quatrième trimestre de 2023.
- La projection intègre les données des budgets fédéral et provinciaux qui ont déjà été déposés au moment de la rédaction du *Rapport*, ce qui comprend le nouveau budget des gouvernements provinciaux.
- La Banque estime que le taux d'intérêt nominal neutre au Canada se situe dans une fourchette de 2¼ à 3¼ %, soit 25 points de base au-dessus de l'estimation présentée dans le *Rapport* de janvier. La projection économique place le taux neutre au point milieu de cette fourchette. Des précisions sur l'évaluation annuelle que fait la Banque sont fournies dans l'**annexe**.

¹ Ces estimations visent la population âgée de 15 ans et plus. Les estimations récentes de la croissance démographique passée reposent sur les estimations démographiques trimestrielles de Statistique Canada. La projection pour 2024 et 2025 est fondée sur des données fournies par le Centre de démographie de Statistique Canada et les hypothèses de la Banque du Canada selon lesquelles les flux de résidents permanents et non permanents évolueront conformément aux objectifs annoncés par le gouvernement fédéral.

L'économie canadienne

L'inflation ralentit à mesure que la politique monétaire parvient à réduire les pressions inflationnistes. L'indice des prix à la consommation (IPC) a enregistré un taux de croissance sur un an de 2,8 % en février, et les mesures de l'inflation fondamentale sont maintenant proches de 3 %. Les principaux indicateurs des pressions sous-jacentes sur les prix s'améliorent, mais la plupart ne sont pas encore entièrement revenus à la normale.

Selon les estimations, après avoir pratiquement fait du surplace dans la deuxième moitié de 2024, le produit intérieur brut (PIB) aurait rebondi au début de 2024. Son taux de croissance trimestriel devrait être volatil et avoisiner 2 %. Sur une base annuelle moyenne, la croissance devrait se chiffrer à 1,5 % en 2024, soutenue par la forte expansion démographique. Elle devrait ensuite s'établir aux environs de 2 % en moyenne en 2025 et 2026 (**tableau 2** et **tableau 3**).

On s'attend à ce que la croissance du PIB par habitant soit négative dans la première moitié de 2024, mais à ce qu'elle s'améliore tout au long de l'année et au début de 2025. Cette accélération sera due à l'assouplissement des conditions financières, à l'atténuation des effets des hausses passées des taux d'intérêt et à l'amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs.

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

Points de pourcentage*

	2023	2024	2025	2026
Consommation	0,9 (1,2)	0,6 (0,3)	0,8 (0,9)	1,1
Logement	-0,9 (-0,9)	0,4 (0,4)	0,6 (0,5)	0,5
Administrations publiques	0,5 (0,5)	0,7 (0,6)	0,7 (0,5)	0,4
Investissements fixes des entreprises	-0,1 (0,1)	0,0 (-0,1)	0,3 (0,3)	0,2
Total partiel : demande intérieure finale	0,5 (0,9)	1,7 (1,2)	2,4 (2,2)	2,2
Exportations	1,9 (1,6)	1,0 (0,3)	1,1 (1,3)	0,4
Importations	-0,3 (-0,3)	-0,6 (-0,1)	-1,0 (-0,9)	-0,6
Stocks	-1,0 (-1,2)	-0,6 (-0,6)	-0,3 (-0,2)	-0,1
PIB	1,1 (1,0)	1,5 (0,8)	2,2 (2,4)	1,9
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	1,4–3,2 (1,4–3,2)	2,1–2,8 (1,0–3,2)	1,1–2,4 (1,0–3,2)	0,9–2,2
Revenu intérieur brut réel	-1,0 (-1,0)	1,4 (0,3)	0,7 (1,4)	1,6
Inflation mesurée par l'IPC	3,9 (3,9)	2,6 (2,8)	2,2 (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		2024			2023	2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2		T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)	3,7 (3,7)	3,3 (3,3)	2,8 (3,2)	2,9		3,3 (3,3)	2,2 (2,4)	2,1 (2,1)	2,1
PIB réel (taux de variation sur un an)	0,5 (0,5)	0,9 (0,7)	1,0 (0,2)	1,2		0,9 (0,7)	2,1 (1,6)	2,2 (2,7)	1,9
PIB réel (taux de variation sur un trimestre, chiffres annualisés)†	-0,5 (-1,1)	1,0 (0,0)	2,8 (0,5)	1,5					

* 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 premier et le deuxième 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

La croissance de la production potentielle devrait être robuste en 2024. Cela s'explique par la forte immigration, qui fait plus que compenser la faiblesse persistante de la croissance de la productivité. Une offre excédentaire modérée devrait subsister dans l'économie canadienne tout au long de 2024. Elle devrait commencer à se résorber au début de 2025, la progression de la demande étant appelée à rester solide et celle de l'offre à se modérer. Puis, en 2026, l'économie devrait revenir à l'équilibre.

La présence persistante d'une offre excédentaire aidera l'inflation à revenir à la cible. L'inflation devrait diminuer progressivement, passant sous la barre des 2,5 % dans la deuxième moitié de 2024, avant d'atterrir à 2 % en 2025. Toutefois, il existe un risque important qu'elle s'ajuste plus lentement. Les prix de nombreux services continuent d'augmenter rapidement, en particulier les loyers et le coût de l'intérêt hypothécaire.

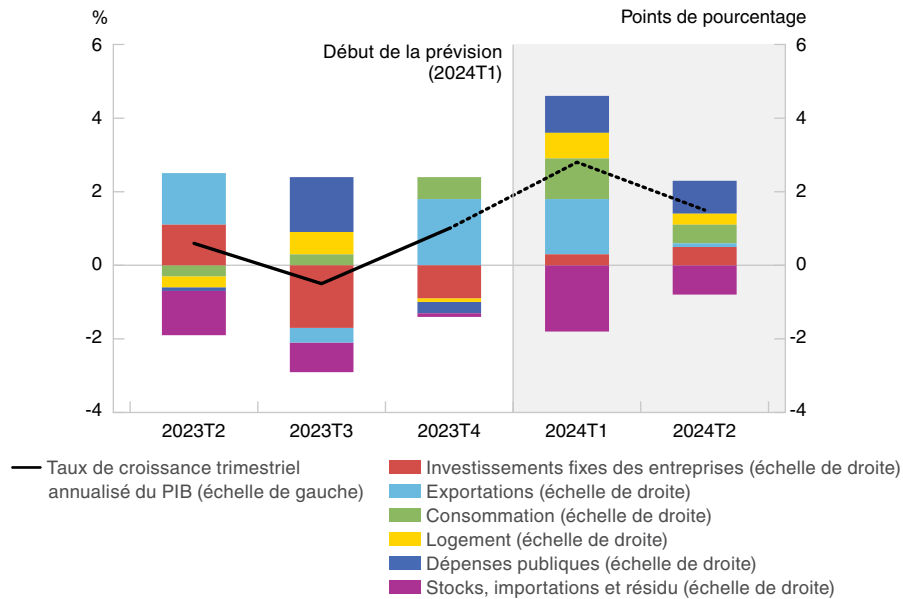
Redressement de la croissance économique

Le PIB a progressé d'environ 1 % au quatrième trimestre de 2023, après s'être contracté au troisième trimestre. La croissance économique est en voie d'atteindre à peu près 2 % en moyenne dans la première moitié de 2024 (**graphique 4**).

La croissance des dépenses de consommation devrait atteindre 1½ % en moyenne au cours de la première moitié de 2024, principalement portée par la forte expansion démographique. En revanche, la croissance de la consommation par habitant devrait rester en territoire négatif, et ce, malgré une amélioration dans la première moitié de 2024 en raison de l'atténuation des effets des hausses passées des taux d'intérêt. Les dépenses dans les catégories sensibles aux taux d'intérêt, comme l'ameublement, la restauration et l'hébergement, devraient rester faibles (**graphique 5**). L'investissement résidentiel est en voie de se renforcer dans la première moitié de 2024 en raison de la forte demande induite par la croissance démographique dans un contexte d'offre de logements restreinte.

Graphique 4 : La croissance du PIB réel devrait s'accélérer

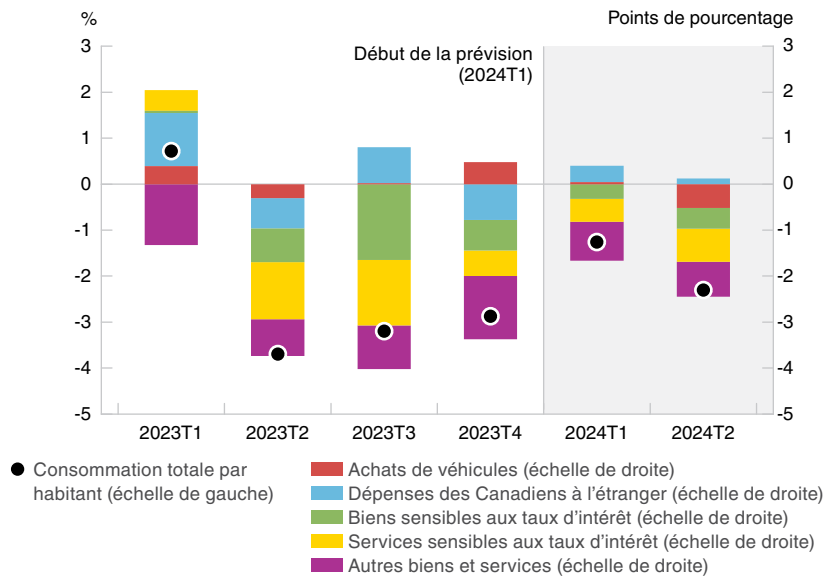
Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

Graphique 5 : 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 : Les données sur la population âgée de 15 ans et plus sont tirées des estimations de la population trimestrielles de Statistique Canada. 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 : 2024T2

La croissance des dépenses publiques devrait s'accroître, passant de 2½ % dans la deuxième moitié de 2023 à environ 3½ % dans la première moitié de 2024. Cette croissance est alimentée par le retour au travail des employés du secteur public québécois à la suite de la ratification de nouvelles conventions collectives. Les mesures annoncées récemment dans les budgets provinciaux devraient également affermir la demande à compter du deuxième trimestre de 2024.

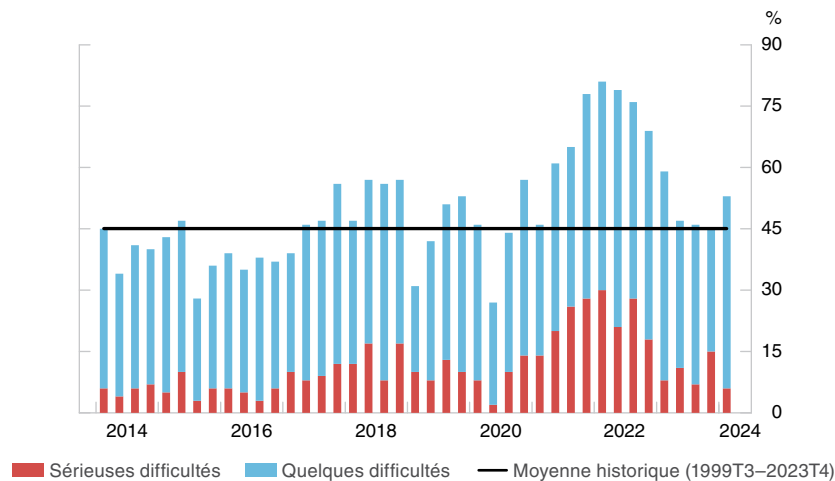
La croissance des exportations devrait être volatile au cours de la première moitié de l'année, sous l'effet des perturbations dues au froid et de l'échéancier des expéditions d'or. De plus, la mise en exploitation commerciale du réseau agrandi d'oléoducs Trans Mountain devrait ajouter environ un quart de point de pourcentage à la croissance du PIB au deuxième trimestre. Après avoir connu une période de contraction, la croissance des investissements des entreprises devrait augmenter légèrement.

Offre excédentaire dans l'économie

Au cours de la première moitié de 2024, le PIB devrait continuer de croître essentiellement au même rythme que la production potentielle. Selon les estimations, celle-ci connaîtra une expansion robuste, de l'ordre de 2½ %, portée par un afflux de nouveaux arrivants. En conséquence, l'écart de production devrait rester entre -0,5 et -1,5 % sur cette même période. Les entreprises font état d'un allègement des contraintes de capacité par rapport à il y a un an (**graphique 6**).

Graphique 6 : Les pressions sur la capacité des entreprises se sont atténuées par rapport à il y a un an

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



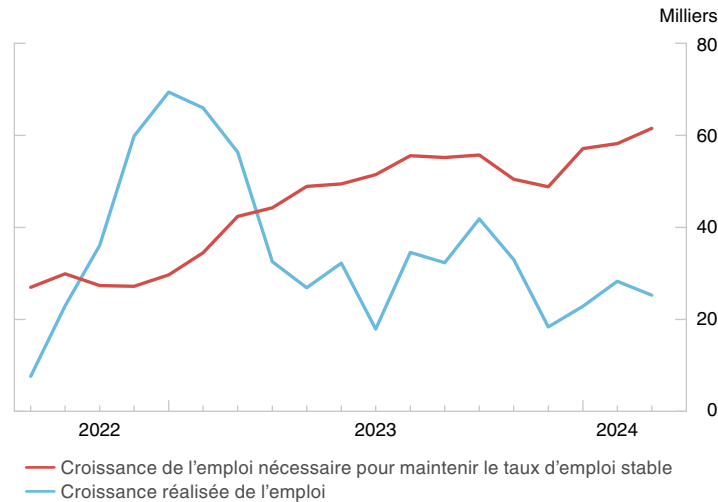
Nota : Ce graphique présente le pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant signalé quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2024T1

Graphique 7 : La création d'emplois a été plus lente que la croissance de la population en âge de travailler

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 : mars 2024

Les conditions du marché du travail continuent de se détendre. La création d'emplois a été plus lente que l'augmentation de la population en âge de travailler (**graphique 7**). Le taux de chômage a monté progressivement pour atteindre 6,1 % en mars. Cette montée s'explique à la fois par une augmentation du temps qu'il faut aux chômeurs pour trouver un emploi et par une hausse du taux de cessation d'emploi. Le taux de postes vacants est redescendu à des niveaux proches de ceux d'avant la pandémie, et les entreprises indiquent que les pénuries de main-d'œuvre sont moins importantes qu'elles l'ont été en moyenne par le passé. Enfin, certains signes indiquent que la croissance des salaires commence à ralentir.

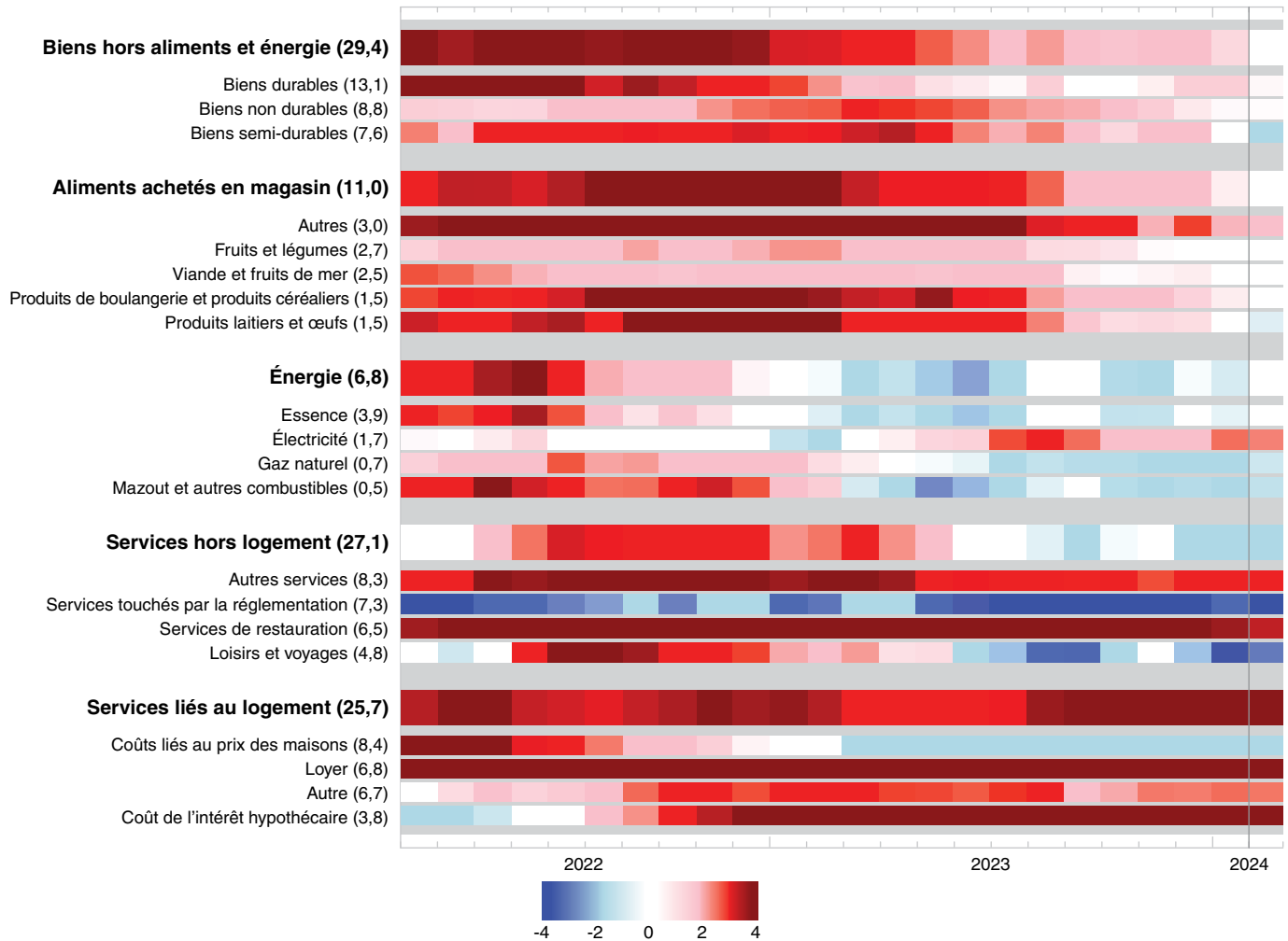
Dans l'ensemble, les données laissent croire que l'économie est en situation d'offre excédentaire.

Inflation encore élevée, mais en ralentissement

L'inflation mesurée par l'IPC est passée de 8,1 % en juin 2022 à moins de 3 % en janvier et février de cette année. Elle diminue à présent dans la plupart des principales catégories, mais à un rythme inégal. La carte thermique (**figure 1**) résume l'inflation parmi l'ensemble des composantes de l'IPC. Plus précisément, elle attribue une couleur pour montrer à quel point chaque composante s'éloigne de sa moyenne historique : le rouge dénote une inflation relativement élevée; le bleu, une inflation relativement faible; le blanc, une composante proche de sa moyenne historique.

- La progression des prix des biens hors aliments et énergie a généralement décéléré, ce qui s'explique par la chute des prix des importations, les baisses passées des prix de l'énergie et le ralentissement de la croissance de la demande.

Figure 1 : La baisse de l'inflation mesurée par l'IPC est généralisée, même si les prix de certaines composantes demeurent élevés



Nota : La « carte thermique » montre l'écart entre le taux d'inflation sur un an et la moyenne historique pour chaque composante de l'IPC. Les bandes du graphique sont blanches lorsque le taux d'inflation d'une composante se situe près de sa moyenne. Elles deviennent de plus en plus foncées à mesure que le prix s'élève au-dessus de sa moyenne (rouge) ou descend sous sa moyenne (bleu). Étant donné que les fourchettes des valeurs historiques varient grandement d'une composante à l'autre, chaque taux d'inflation illustré est normalisé en soustrayant la moyenne historique et en divisant par l'écart-type. Cette normalisation est effectuée au moyen des données pour la période de 1996 à 2019, excepté pour les services touchés par la réglementation et les autres services, dont les données sont disponibles à partir de 2004 et de 2008, respectivement. À noter que la catégorie des services touchés par la réglementation comprend les prix qui sont touchés par la réglementation gouvernementale, directement (p. ex., services de garde d'enfants) ou indirectement (p. ex., services téléphoniques). Les valeurs entre parenthèses correspondent aux pondérations de l'IPC (en pourcentage). Les totaux pour chaque catégorie ne correspondent pas forcément à la somme des chiffres liés aux composantes, ceux-ci ayant été arrondis.

Dernière observation : février 2024

- Le taux d'augmentation des prix des aliments achetés en magasin a ralenti et se situe désormais autour de 2½ %. La croissance des prix de l'énergie a diminué et renoué avec sa moyenne historique.
- En ce qui concerne les services hors logement, l'inflation est tirée à la baisse par une chute marquée des prix des services touchés par la réglementation, dont les services de communication. Cet effet est partiellement compensé par les pressions inflationnistes provenant d'autres composantes au sein de cette catégorie générale (par exemple, la restauration et les autres services).

- L'augmentation des prix des services liés au logement reste forte, à 7 %. Elle est nourrie par l'augmentation du coût de l'intérêt hypothécaire et la forte croissance des loyers².

En résumé, le ralentissement a été généralisé dans l'ensemble des composantes de l'IPC. La part des prix qui augmentent de plus de 3 % est en baisse, bien qu'elle reste quelque peu au-dessus de sa moyenne historique, en grande partie à cause des prix des services (**graphique 8**).

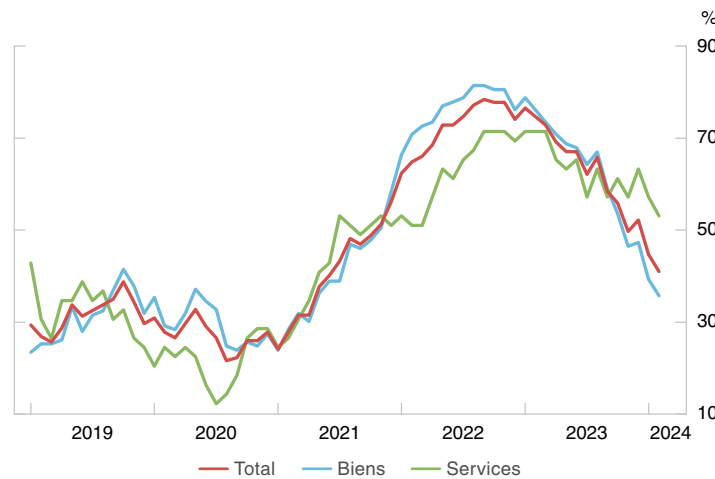
L'IPC-tronq et l'IPC-méd s'établissent désormais à 3,2 et 3,1 %, respectivement. L'inflation fondamentale est soutenue par la vigueur des augmentations de prix de nombreux services. L'IPC-tronq et l'IPC-méd ont perdu de leur élan récemment, avec une croissance annualisée sur trois mois de 2,3 et 2,1 %, respectivement (**graphique 9**). L'inflation fondamentale devrait ralentir davantage au cours des prochains mois, si les taux sur trois mois demeurent en deçà des variations sur un an.

Si les taux d'inflation fondamentale sur trois mois peuvent fournir une évaluation plus à jour des pressions inflationnistes à court terme, ils sont également plus volatils. C'est pourquoi la politique monétaire se concentre sur le taux de variation des prix d'une année à l'autre.

Au deuxième trimestre de 2024, l'inflation devrait rester autour de 3 % (**graphique 10**). D'une part, le rythme d'augmentation des prix des biens hors aliments et énergie devrait continuer à diminuer. D'autre part, les prix des services de communication ne devraient pas baisser autant qu'au cours des trimestres précédents. De plus, les prix de l'essence ont augmenté ces dernières semaines en raison de facteurs comme la hausse des cours mondiaux du pétrole.

Graphique 8 : La forte inflation est de moins en moins généralisée

Part des composantes de l'IPC dont la croissance des prix a dépassé 3 % au cours des 12 derniers mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

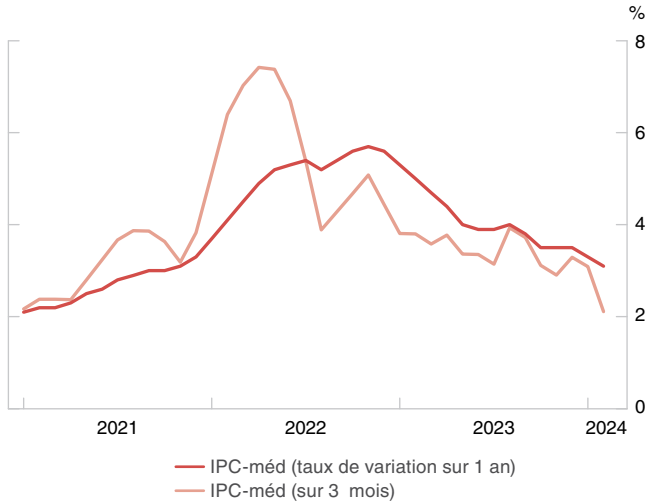
Dernière observation : février 2024

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.

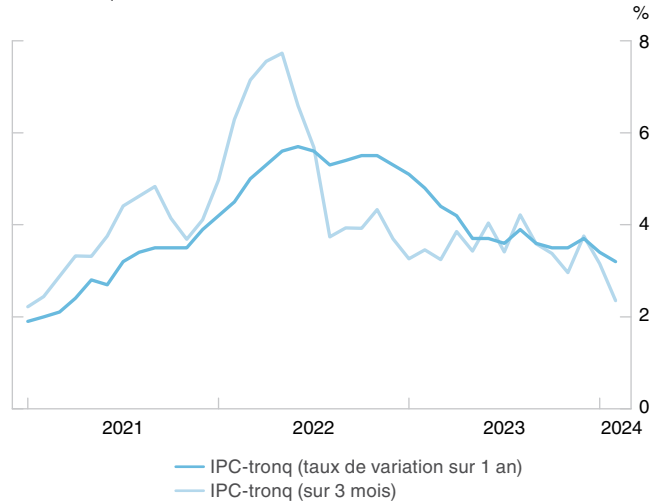
Graphique 9 : L'inflation fondamentale ralentit

Mesures de l'inflation fondamentale, données mensuelles

a. IPC-méd



b. IPC-tronq



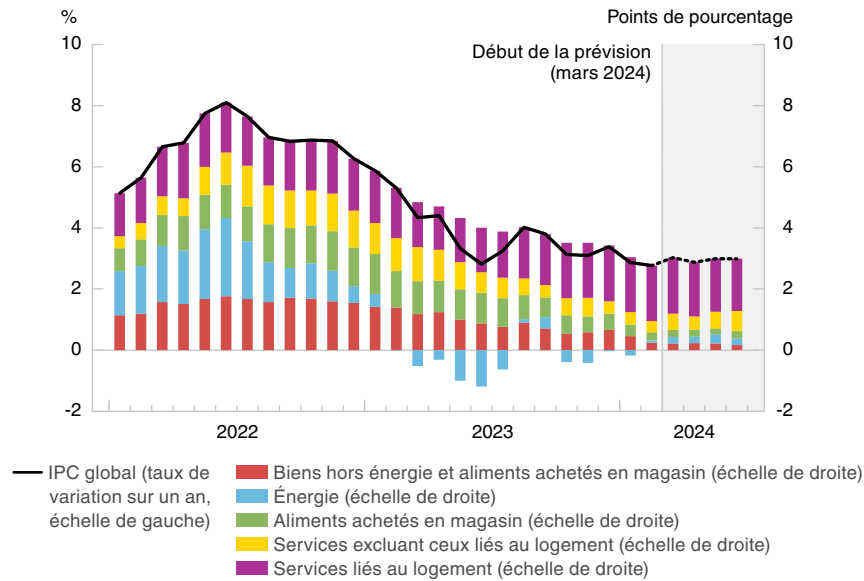
Nota : Pour plus d'information sur les mesures de l'IPC utilisées par la Banque, consultez le [site Web](#) de la Banque. Les taux sur trois mois sont annualisés et désaisonnalisés.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2024

Graphique 10 : 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

Diminution des attentes d'inflation et de la croissance des salaires

On prévoit que les attentes d'inflation diminueront à mesure que l'inflation se rapprochera de la cible de 2 %. Les pratiques d'établissement des prix des entreprises devraient également se normaliser davantage, et la croissance des salaires se modérer. Ces indicateurs montrent des signes de progrès, mais certains plus que d'autres.

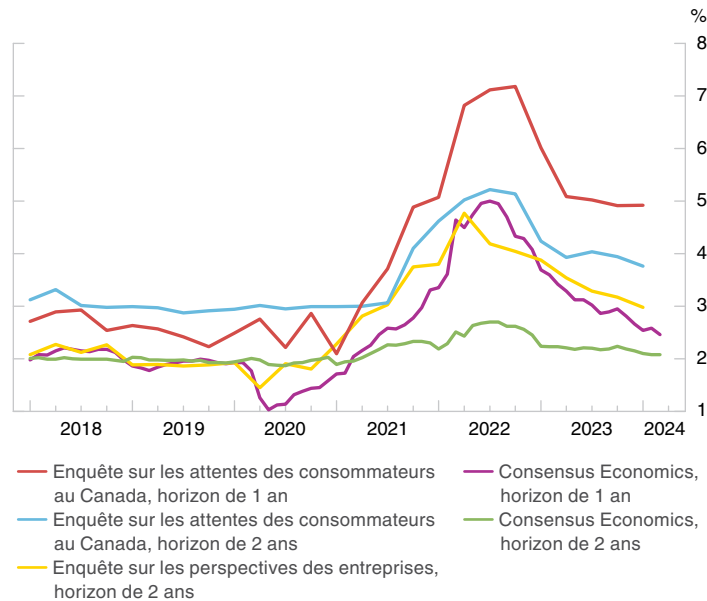
Diminution des attentes d'inflation

Les attentes d'inflation à court terme se sont modérées au premier trimestre de 2024, mais demeurent élevées (**graphique 11**). Celles des entreprises et des prévisionnistes se situent désormais autour de 3 % et à près de 2,5 %, respectivement. Par contre, celles des consommateurs n'ont pas diminué de façon notable depuis 12 mois et demeurent bien plus élevées qu'avant la pandémie.

Les attentes d'inflation à long terme sont quant à elles encore compatibles avec l'atteinte de la cible de 2 %.

Graphique 11 : La plupart des mesures des attentes d'inflation à court terme ont baissé

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 : mars 2024 (Consensus Economics), 2024T1 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada et enquête sur les perspectives des entreprises)

Normalisation des pratiques d'établissement des prix

Les entreprises sont en train de revenir à des pratiques normales d'établissement des prix. Des données sur environ 100 000 biens et services compris dans la mesure de l'IPC montrent que la fréquence des modifications de prix avait augmenté durant la pandémie et qu'elle a depuis redescendu de son sommet (**encadré 3**). De plus, un moins grand nombre d'entreprises envisagent des hausses de prix inhabituellement élevées à l'horizon de 12 mois (**graphique 12**).

Encadré 3

Analyse des pratiques d'établissement des prix des entreprises

En examinant comment les entreprises établissent leurs prix, on peut dégager des constats sur les pressions inflationnistes sous-jacentes.

Pour mieux évaluer si l'inflation revient bel et bien vers la cible de 2 %, le personnel de la Banque du Canada a analysé le comportement des prix d'environ 100 000 biens et services individuels^{1,2}. En notant la fréquence et l'ampleur des variations de prix dans les commerces de détail canadiens, il peut ainsi élaborer des indicateurs quantitatifs pour suivre l'ajustement des prix par les entreprises. Ce travail complète l'enquête régulière de la Banque auprès des entreprises, qui offre une lecture de leurs plans et de leurs attentes concernant les variations de prix pour les 12 mois à venir.

L'analyse récente confirme que les pratiques d'établissement des prix ont considérablement évolué durant la pandémie de COVID-19 et la reprise économique qui l'a suivie. En outre, elle indique que ces pratiques sont en train de se normaliser.

L'ajustement des prix par les entreprises a considérablement évolué

Dans les années qui ont immédiatement précédé la pandémie, les prix changeaient à une fréquence relativement stable. Toutefois, dans les débuts de la pandémie, les entreprises se sont mises à monter leurs prix plus souvent (**graphique 3-A**); la fréquence de ces hausses a atteint son sommet au début de 2022, puis a commencé à ralentir en 2023.

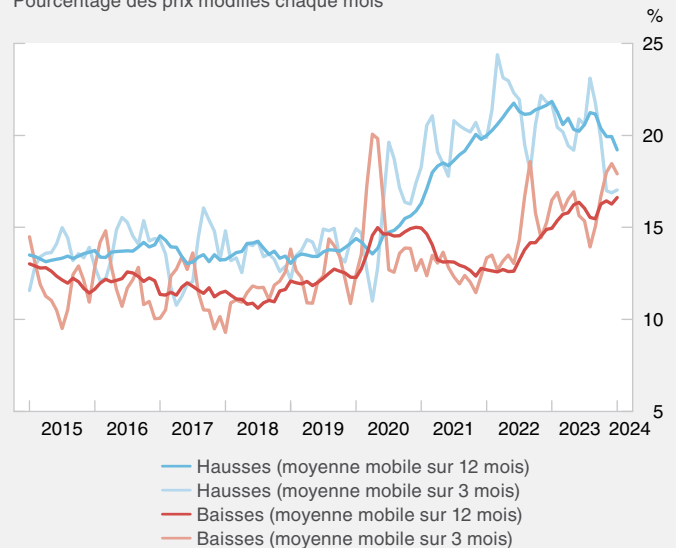
Cette fréquence accélérée des augmentations de prix pourrait s'expliquer, entre autres, par la pression haussière plus forte sur les coûts de production des entreprises. Au moment où la demande se redressait alors que les contraintes d'offre persistaient, les entreprises ont trouvé plus facile de répercuter ces hausses de coûts sur leurs prix.

Ensuite, à mesure que les problèmes d'approvisionnement se réglait, que les pressions sur les coûts s'atténuaient et que la demande excédentaire s'amenuisait, les entreprises montaient leurs prix moins fréquemment. Dans ce contexte, les baisses de prix sont devenues plus fréquentes.

(suite à la page suivante)

Graphique 3-A : Les entreprises se sont mises à monter leurs prix plus souvent durant la pandémie

Pourcentage des prix modifiés chaque mois



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : janvier 2024

1 Même si cet ensemble de données se veut une approximation fidèle de l'indice des prix à la consommation (IPC) officiel, il ne contient pas toutes les composantes de l'IPC. Il exclut notamment les frais de logement, qui sont jugés moins pertinents lorsqu'on examine les pratiques d'établissement des prix des entreprises.

2 Pour en savoir plus, voir O. Bilyk, M. Khan et O. Kostyshyna, « Pratiques d'établissement des prix et inflation durant la pandémie de COVID-19 : ce que révèlent les microdonnées sur les prix à la consommation », note analytique du personnel 2024-6 de la Banque du Canada (avril 2024).

Encadré 3 (suite)

Si les variations de prix se sont montrées de plus en plus fréquentes, c'est peut-être aussi en partie parce que la méthode d'échantillonnage des prix a changé au cours des dernières années. En effet, Statistique Canada a modifié certaines de ses pratiques de collecte de données, notamment en accordant plus de poids aux données recueillies par balayage optique et en vérifiant les prix davantage en ligne qu'en magasin. Ces changements peuvent avoir augmenté ses chances de détecter les ajustements de prix. Par ailleurs, il est possible que les avancées technologiques permettent aux détaillants de monter ou de descendre leurs prix plus fréquemment.

Le personnel de la Banque a conscience du biais pouvant découler de ces différences d'échantillonnage ou d'autres changements qui influenceraient la fréquence des ajustements de prix dans un sens ou dans l'autre. Ainsi, son analyse porte sur un indicateur synthétique des pratiques d'établissement des prix, la *fréquence relative des hausses et des baisses de prix (graphique 3-B)*³. Cet indicateur, qui suit l'inflation de près, a atteint son plus haut niveau en juin 2022, soit en même temps que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) hors logement. Même si l'ampleur et la fréquence des variations de prix ont toutes deux été très fortes depuis le début de la pandémie, selon l'analyse détaillée, c'est surtout la fréquence qui expliquerait la dynamique récente de l'inflation.

À quand des pratiques de prix normales?

Depuis qu'elle a atteint son sommet durant la pandémie, la fréquence relative des variations de prix a sensiblement diminué et se rapproche de la moyenne historique (**graphique 3-B**). Il semble toutefois rester un écart à combler, comme en témoignent surtout les biens hors aliments et énergie, catégorie la plus éloignée de sa moyenne historique (**graphique 3-C**)⁴.

Les pratiques d'établissement des prix sont en train de se normaliser et devraient continuer sur cette voie dans les prochains mois, car on s'attend à ce que l'économie reste en situation d'offre excédentaire et à ce que la croissance du coût des intrants ralentisse.

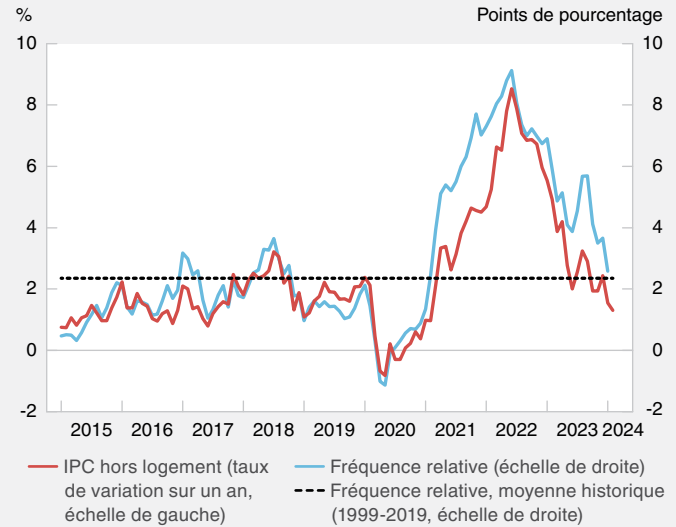
3 La *fréquence relative des hausses et des baisses de prix* se définit comme le pourcentage des prix qui augmentent moins le pourcentage des prix qui diminuent.

4 Notons que l'écart observé en janvier 2024 sur l'inflation totale est mince, en partie parce que la fréquence relative des hausses et des baisses de prix de l'énergie (absentes du **graphique 3-C**) est fortement négative. Dans les autres catégories que l'énergie, les progrès sont très nets, mais ne sont pas aussi prononcés.

Ces constats correspondent globalement aux résultats des enquêtes menées par la Banque, qui montrent que moins d'entreprises comptent effectuer des hausses de prix inhabituellement élevées ou fréquentes au cours de la prochaine année.

Graphique 3-B : La fréquence relative des modifications de prix a suivi de près l'inflation observée

Données mensuelles

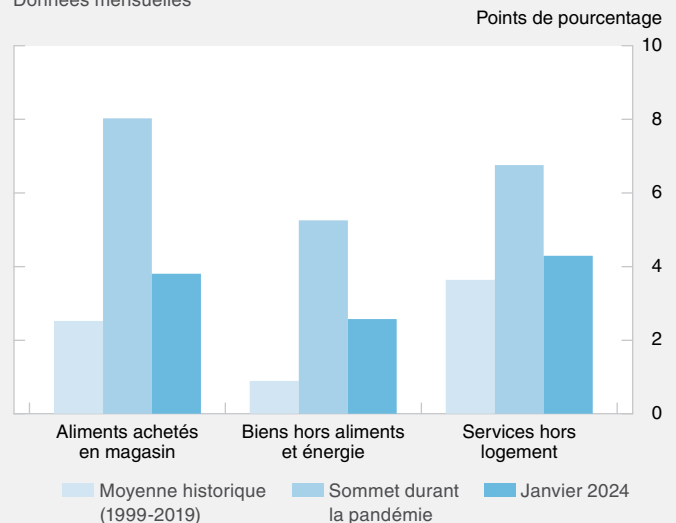


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2024 (IPC hors logement), janvier 2024 (fréquence relative)

Graphique 3-C : La fréquence relative des modifications de prix a diminué par rapport à son sommet

Données mensuelles

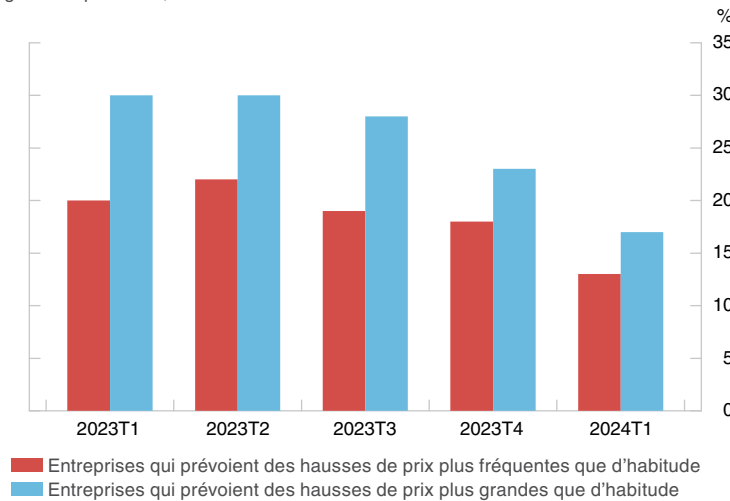


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2024

Graphique 12 : Le nombre d'entreprises qui envisagent d'effectuer des hausses de prix inhabituellement élevées ou fréquentes a baissé de façon constante

Pourcentage des répondants, données trimestrielles



Nota : Les données sur les entreprises qui prévoient des hausses de prix plus fréquentes que d'habitude représentent le pourcentage des entreprises ayant répondu au Poulos des leaders d'entreprise qui affichent ou prévoient des hausses de prix plus fréquentes que d'habitude. Les entreprises qui ne changent pas régulièrement leurs prix ont été exclues. Les données sur les entreprises qui prévoient des hausses de prix plus grandes que d'habitude représentent le pourcentage des entreprises ayant répondu au Poulos des leaders d'entreprise qui affichent ou prévoient des hausses de prix plus grandes que d'habitude.

Source : Banque du Canada

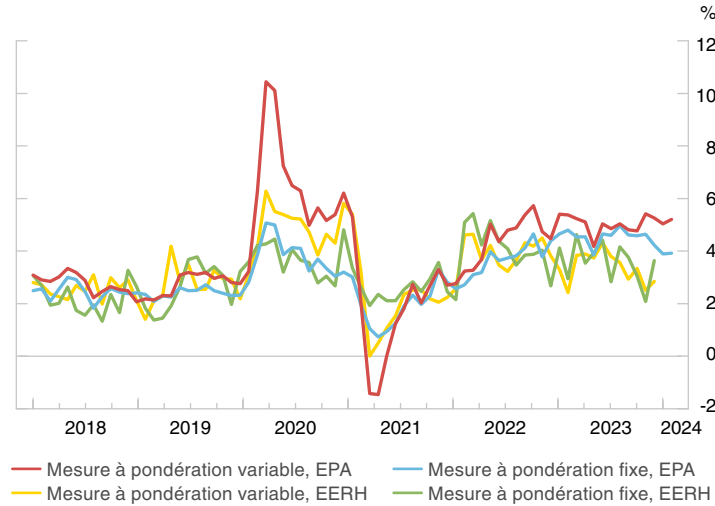
Dernière observation : 29 février 2024

Signes d'un ralentissement de la croissance des salaires

La croissance des salaires montre certains signes de modération. En effet, la plupart des mesures à ce titre ont baissé depuis le quatrième trimestre de 2023. De plus, l'ensemble des mesures se situent actuellement autour de 3½ à 4½ %, comparativement à autour de 4 à 5 % au moment de la publication du *Rapport* de janvier (**graphique 13**). Toutefois, pour qu'une telle progression des salaires soit compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %, il faudrait que la croissance de la productivité augmente de façon importante.

Graphique 13 : La plupart des mesures de la croissance des salaires ont légèrement baissé

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

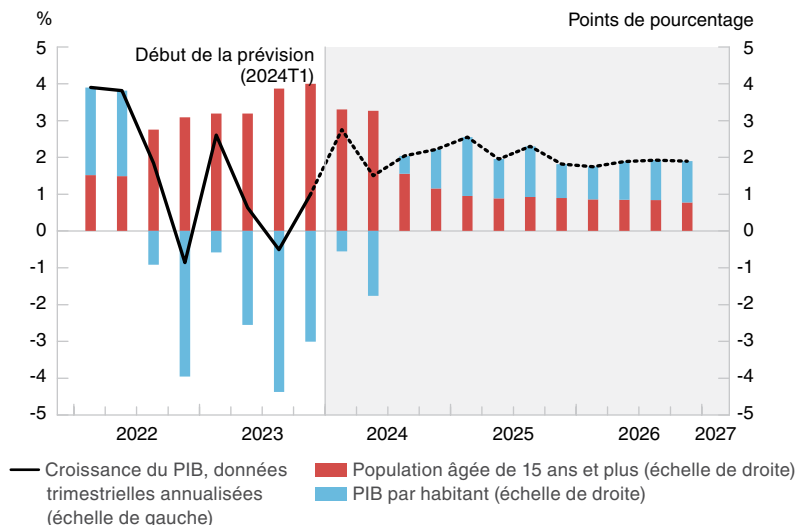
Dernières observations : mars 2024 (EPA), janvier 2024 (EERH)

Renforcement de la croissance économique en perspective

On s'attend à ce que la croissance du PIB passe d'environ 2 % dans la première moitié de 2024 à un pic de 2½ % au début de 2025 (**graphique 14**). Ce profil de croissance est appuyé par une hausse du PIB par habitant, qui devrait découler d'un assouplissement des conditions financières et d'un renforcement de la confiance. La croissance du PIB devrait ensuite baisser et se tenir autour de 2 % jusqu'à la fin de 2025 et au début de 2026, dépassant légèrement la progression attendue de la production potentielle.

Graphique 14 : La croissance du PIB par habitant devrait s'accélérer

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Nota : Les données sur la population âgée de 15 ans et plus sont tirées des estimations de la population trimestrielles de Statistique Canada.

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

Les perspectives de croissance du PIB ont été revues à la hausse, principalement en raison de l'expansion démographique plus forte que prévu en 2024. Les dépenses publiques ont également subi une révision à la hausse, et un raffermissement de la demande en provenance des États-Unis laisse entrevoir une croissance des exportations plus rapide (**encadré 1**).

On estime que la production potentielle a progressé d'environ 2¾ % au premier trimestre de 2024, sous l'effet de la hausse récente du nombre de nouveaux arrivants au Canada. Selon la projection, cette croissance devrait ralentir et se situer autour de 1½ % en 2025 et 2026. Ce ralentissement prévu s'explique par la baisse rapide du nombre de résidents non permanents admis au pays qui découlera des nouvelles cibles fédérales annoncées dernièrement. Une modeste accélération de la croissance de la productivité du travail devrait venir partiellement compenser la décélération de l'expansion démographique. La projection reflète les résultats de la dernière réévaluation annuelle des moteurs de la production potentielle menée par la Banque (**annexe**, p. 30).

Par conséquent, l'offre excédentaire devrait rester entre -0,5 et -1,5 % en 2024, puis lentement se résorber en 2025 et 2026.

Remontée de la croissance de la consommation par habitant

On s'attend à ce que la croissance de la consommation soit stimulée par l'expansion démographique dans la première moitié de 2024, puis à ce qu'elle ralentisse le reste de l'année. Si on s'attend à un tel ralentissement, c'est parce que l'expansion démographique devrait s'essouffler, passant de plus de 3 % dans la première moitié de l'année à 1½ % dans la deuxième. Cette évolution sera toutefois en partie compensée par la croissance de la consommation par habitant, qui devrait s'accélérer pour passer de -2 % à près de zéro entre le début et la fin de 2024, à mesure que l'effet modérateur du coût du service de la dette diminuera.

La croissance de la consommation globale devrait ensuite s'accélérer progressivement en 2025 et se stabiliser aux alentours de 2 % en 2026. La croissance des dépenses devrait continuer d'augmenter à mesure que l'incidence du coût du service de la dette sur la croissance des revenus diminuera davantage, que la valeur nette des ménages augmentera et que la confiance s'améliorera.

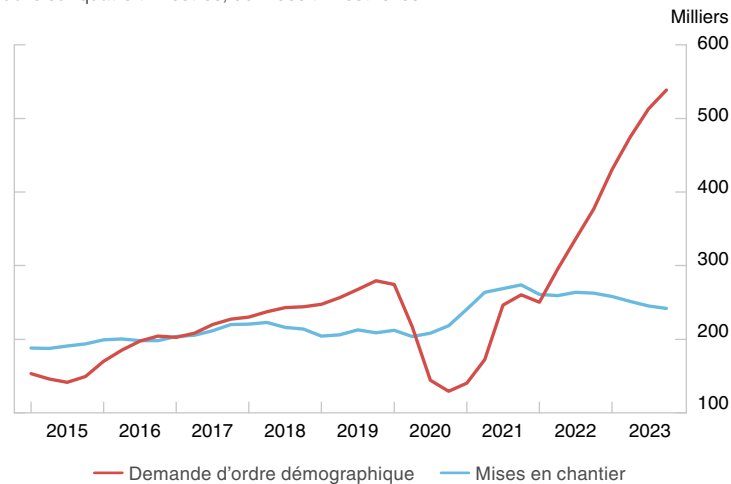
Croissance robuste de l'investissement résidentiel

La croissance de l'investissement résidentiel devrait s'amplifier dans la deuxième moitié de 2024 et se maintenir autour de 8 % en 2025, avant de ralentir à 5 % en 2026. On s'attend à ce que l'activité sur le marché du logement, y compris la construction, soit portée par la récente poussée démographique et la pénurie chronique de logements, qui ne sera sans doute pas résolue d'ici la fin de la période de projection (**graphique 15**). L'investissement résidentiel devrait également profiter de l'assouplissement des conditions financières et de la dissipation des effets des hausses passées des taux d'intérêt. La construction de nouveaux logements devrait également être soutenue par les politiques fédérales annoncées récemment.

L'offre limitée devrait engendrer une progression modérée des prix des logements au cours des deux prochaines années. Cette progression devrait ensuite perdre de la vitesse à mesure que la construction prendra de l'élan et que la croissance démographique ralentira.

Graphique 15 : Les mises en chantier sont bien en deçà de la demande d'ordre démographique

Moyenne mobile sur quatre trimestres, données trimestrielles



Nota : La demande d'ordre démographique est une mesure de la demande de logements selon le nombre de nouveaux ménages par trimestre.

Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2023T4

Accélération, puis modération de la croissance des investissements des entreprises et des exportations

On s'attend à ce que la croissance des investissements des entreprises s'accélère encore dans la deuxième moitié de 2024. En effet, les projets d'investissement des entreprises comprennent des dépenses accrues dans des projets liés aux véhicules électriques, aux produits pétrochimiques, au pétrole et au gaz naturel. Cette croissance devrait ensuite se modérer en 2025 et 2026.

On prévoit que les dépenses seront soutenues par la diminution de l'incidence des hausses passées des taux d'intérêt, l'assouplissement des conditions financières et la croissance de l'économie en général. La population plus nombreuse devrait également alimenter les investissements des entreprises, celles-ci devant engager des dépenses pour bien outiller leurs nouveaux travailleurs.

Les exportations sont soutenues par la forte demande en provenance des États-Unis. On prévoit que leur croissance sera temporairement portée aux alentours de 4½ % dans la deuxième moitié de 2024, en raison de ce qui suit :

- La progression des exportations d'énergie devrait bondir grâce à la capacité d'exportation accrue apportée par la mise en service du réseau agrandi d'oléoducs Trans Mountain.
- La croissance des exportations de véhicules automobiles devrait commencer à s'accélérer du fait de l'achèvement partiel du réoutillage des usines du secteur.

L'essor des exportations devrait ensuite lentement ralentir en 2025, pour se situer autour de 1 % en moyenne en 2026.

Quant à la croissance des importations, on prévoit qu'elle se redressera dans la deuxième moitié de 2024 pour atteindre environ 5 %, en grande partie grâce à l'importation des pièces et des matériaux nécessaires à l'accélération de la production automobile. Elle devrait ensuite se modérer et se maintenir autour de 2 % en 2025 et 2026, à l'image de la croissance de la demande intérieure.

Retour à la cible d'inflation prévu en 2025

Dans la deuxième moitié de 2024, l'inflation devrait passer sous la barre des 2,5 %, surtout grâce au ralentissement de la croissance des frais de logement et des prix des aliments.

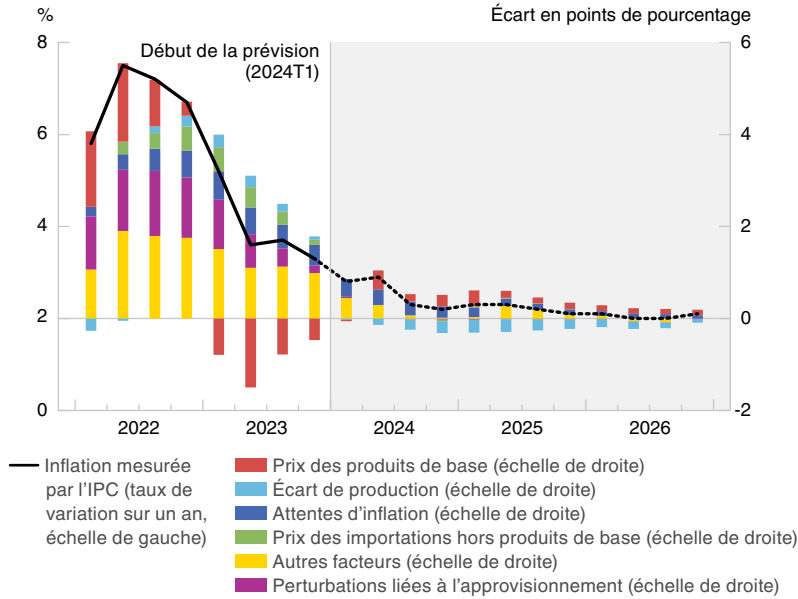
On s'attend à ce que la hausse des prix des services liés au logement ralentisse en raison de la diminution de la croissance du coût de l'intérêt hypothécaire. Ce ralentissement devrait se produire en même temps que les conditions financières s'assoupliront et que l'incidence du renouvellement et de la souscription de prêts par davantage de ménages diminuera. Cela dit, le taux d'augmentation des prix des services liés au logement devrait rester élevé vu la croissance encore forte du coût de l'intérêt hypothécaire et des loyers. La progression des prix des aliments devrait quant à elle ralentir davantage, aidée surtout par les baisses passées des prix des produits agricoles à l'échelle mondiale.

Par contraste, la croissance des prix des biens hors aliments et énergie devrait rester stable. Même chose pour les services hors logement, à cause de deux forces en sens opposé. D'une part, la hausse des prix de nombreux services devrait se modérer à mesure que les pressions sur le marché du travail s'allégeront et que la montée des coûts de main-d'œuvre ralentira. D'autre part, la baisse des prix des services de communication devrait ralentir.

On projette que l'inflation retournera à la cible de 2 % en 2025, sous l'effet du maintien de l'offre excédentaire (**graphique 16**). Les coûts de main-d'œuvre devraient se modérer davantage en même temps que la croissance des salaires continuera de ralentir. Celle-ci reviendra ainsi à un niveau qui cadre avec l'inflation et la modeste croissance de la productivité. Qui plus est, une fois que les pressions sur la demande seront maîtrisées, les entreprises auront plus de difficulté à répercuter leurs hausses de coût sur les consommateurs. Et alors, les attentes d'inflation devraient encore diminuer pour redevenir compatibles avec la cible d'inflation de 2 %.

Graphique 16 : 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. Ces perspectives comportent des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque juge que les risques entourant l'inflation sont équilibrés. Toutefois, comme l'inflation est encore au-dessus de la cible, la Banque est davantage préoccupée par les risques à la hausse.

Compte tenu des progrès ressortant de la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente, il y aurait moins de risques que l'inflation demeure trop élevée. En même temps, l'activité économique ayant été plus vigoureuse que prévu, le risque d'un ralentissement prononcé de l'économie s'en trouve atténué.

La croissance projetée du PIB réel dépend fortement des hypothèses entourant la trajectoire de la croissance démographique (**encadré 2**). Le gouvernement fédéral a récemment annoncé des mesures visant à réduire les arrivées de résidents non permanents, mais il n'a pas encore communiqué la façon dont cet objectif sera atteint. De ce fait, les perspectives de croissance démographique sont empreintes d'une certaine incertitude. Cette question, qui a un poids important pour la croissance du PIB réel, pèse beaucoup moins sur l'inflation, car l'accroissement de la population se répercuterait aussi bien sur l'offre que sur la demande. Il reste qu'une évolution démographique rapide pourrait avoir des conséquences pour une partie des composantes de l'IPC.

Principaux risques à la hausse

Il y a trois types de risques à la hausse concernant les perspectives d'inflation : les prix des logements plus élevés, les fortes pressions sur les coûts et les évolutions de la situation géopolitique.

Les prix des logements pourraient augmenter de façon marquée

Les prix des logements pourraient monter plus que prévu en raison de la vigueur de la demande, ce qui stimulerait l'inflation en augmentant les frais de logement. Le scénario de référence postule une hausse modérée des prix des logements, c'est-à-dire un peu plus élevée que celle présentée dans le *Rapport* de janvier. Or, la croissance des prix des logements pourrait s'accélérer si l'assouplissement des conditions financières ou la croissance démographique provoquait une demande de logements plus forte qu'escompté alors que l'offre demeurerait limitée. Dans un contexte où les attentes de hausses de prix importantes sur le marché du logement persisteraient, ce risque pourrait s'amplifier.

Les pressions élevées sur les coûts pourraient persister

Au cours de la période de projection, les coûts de main-d'œuvre devraient se modérer, la croissance des salaires ralentissant à mesure que l'inflation diminue et que la croissance de la productivité s'améliore. Toutefois, il n'est pas certain que ce fléchissement récent de la croissance des salaires se poursuivra. En parallèle, la croissance de la productivité a continué d'afficher une tendance à la baisse. Si la croissance des salaires ne ralentit pas, ou si la productivité demeure faible, les entreprises continueront de faire face à de fortes pressions sur les coûts. En conséquence, il s'ensuivrait une intensification des pressions inflationnistes. Cette évolution serait surtout pertinente pour certaines composantes des services de l'IPC pour lesquelles l'inflation demeure haute.

Les tensions géopolitiques pourraient s'aggraver

De nouvelles perturbations du commerce international attribuables aux tensions et aux conflits dans le monde, dont les guerres au Moyen-Orient et en Ukraine, pourraient avoir une incidence sur les cours mondiaux des produits de base et entraver l'approvisionnement en biens échangeables. Si elles devaient persister ou s'aggraver, ces perturbations pourraient retarder le retour de l'inflation à la cible en augmentant les coûts de production et en alimentant les attentes à l'égard d'une inflation élevée.

Principaux risques à la baisse

Comme dans le *Rapport* de janvier, un ralentissement plus marqué de l'économie canadienne constitue le principal risque à la baisse entourant l'inflation.

Les effets de la politique monétaire pourraient être plus prononcés

Les effets des hausses passées des taux d'intérêt sur l'activité économique et l'inflation pourraient être plus importants que ce qui était envisagé dans le scénario de référence. Étant donné la vague prochaine de renouvellement des prêts hypothécaires et les niveaux record de l'endettement des ménages canadiens, les consommateurs pourraient se montrer plus prudents et réduire davantage leurs dépenses qu'anticipé. Dès lors, l'affaiblissement de la demande et les conditions financières tendues pourraient faire que les entreprises soient moins disposées à investir ou à recruter.

La croissance mondiale pourrait être plus faible

L'activité mondiale pourrait être plus faible que ce qui était prévu dans le scénario de référence. Ce serait le cas si les banques centrales aux États-Unis et en Europe devaient maintenir une politique monétaire plus restrictive qu'anticipé pour ramener l'inflation à la cible. En Chine, les niveaux élevés d'endettement et les difficultés concernant la gestion du risque de crédit pourraient affaiblir davantage le crédit et la croissance. Cela entraînerait alors une baisse de la demande mondiale et réduirait 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 se matérialisaient.

L'augmentation des prix des biens pourrait ralentir plus que prévu

Du côté des biens intermédiaires et finaux, l'inflation pourrait fléchir plus que prévu. Dans le secteur des biens, l'inflation a nettement reculé depuis le milieu de 2022. Il y a un risque que la croissance des prix de nombreux biens ralentisse encore davantage. L'inflation dans le secteur des biens serait touchée si les prix des exportations chinoises baissaient de façon plus marquée qu'on le suppose actuellement et si de telles variations de prix étaient ensuite transmises aux consommateurs. La demande de biens, qui demeure élevée au regard des niveaux prépandémiques, pourrait également ralentir plus qu'escompté et accentuer ainsi les pressions à la baisse sur les prix des biens. Ce serait alors surtout le cas aux États-Unis.

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

On s'attend à ce que la croissance de la production potentielle au Canada augmente temporairement en 2024 – en raison surtout d'une forte croissance démographique – et à ce que la croissance de la productivité reste faible (**tableau A-1**). Comparativement à ce qui était présenté dans le *Rapport* d'avril 2023, la Banque a revu ses estimations de la croissance de la production potentielle à la hausse pour 2024, et à la baisse pour 2025 et 2026. Elle a aussi revu à la hausse son estimation du taux neutre³.

Tableau A-1 : Croissance projetée de la production potentielle

Croissance projetée[†] (%)

	2023	2024	2025	2026	2027
Canada	2,3	2,5 (2,1)	1,7 (2,1)	1,5 (2,2)	1,7
États-Unis	2,3 (1,8)	2,3 (1,8)	2,2 (1,8)	2,1 (1,7)	2,1
Zone euro[‡]	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1
Japon	0,6	0,6 (0,7)	0,7 (0,8)	0,7	0,7
Chine	4,6 (4,7)	4,3 (4,5)	4,1 (4,3)	3,9 (4,2)	3,8
Pays émergents importateurs de pétrole[§]	3,6 (3,5)	3,9 (3,7)	4,1 (3,7)	4,1 (3,9)	4,1
Autres pays[¶]	1,9 (1,3)	2,1 (1,7)	2,1 (1,7)	2,0 (1,8)	2,0
Monde	2,9 (2,7)	3,0 (2,8)	3,0 (2,8)	2,9 (2,8)	2,9

[†] Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans le *Rapport* d'avril 2023 et n'apparaissent que s'ils sont différents de la projection actuelle.

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

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

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

Sources : calculs et projections de la Banque du Canada

³ Pour en savoir plus, voir T. Devakos, C. Hajzler, S. Houle, C. Johnston, A. Poulin-Moore, R. Rautu et T. Taskin, « La production potentielle au Canada : évaluation de 2024 », note analytique du personnel de la Banque du Canada (à paraître), et F. Adjalala, F. Alduino Alves, H. Desgagnés, W. Dong, D. Matveev et L. Simon, « Évaluation des taux neutres aux États-Unis et au Canada : mise à jour de 2024 », note analytique du personnel de la Banque du Canada (à paraître).

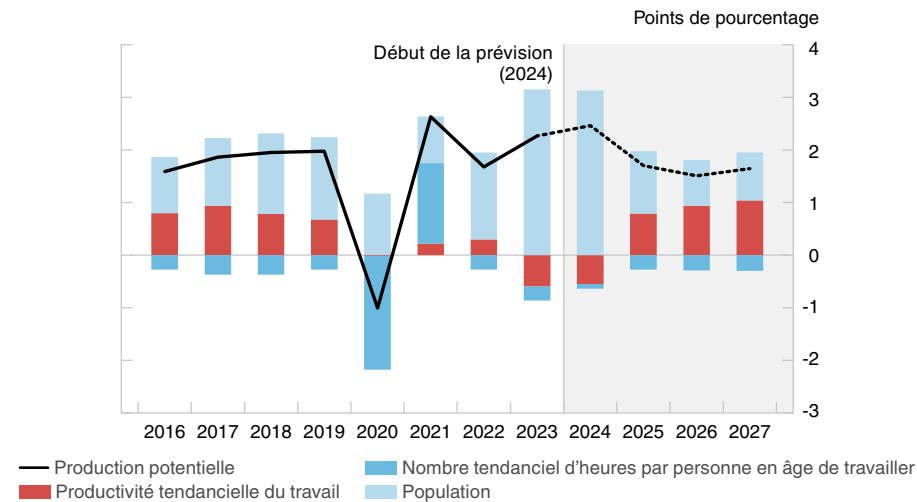
Raffermissement de la croissance de la production potentielle en 2024, suivi d'un ralentissement

La production potentielle désigne le niveau de production durable maximal qui est compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %. Elle est influencée par des facteurs structurels comme les changements démographiques, l'éducation, l'innovation, la technologie et le stock de capital.

Au Canada, la croissance de la production potentielle devrait passer de 2,3 % en 2023 à 2,5 % en 2024. On s'attend à ce qu'elle se stabilise par la suite et s'établisse juste au-dessus de 1½ % de 2025 à 2027 (**graphique A-1** et **tableau A-2**).

Graphique A-1 : Le taux de croissance de la production potentielle devrait se modérer

Contribution annuelle à la croissance de la production potentielle



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

Tableau A-2 : Projections de la production potentielle par rapport aux estimations d'avril 2023

Taux annuels (%)

	Croissance annuelle	Croissance du facteur travail tendanciel	Croissance de la productivité tendancielle du travail	Fourchette de croissance	Révisions du niveau de la production potentielle (%)
2023	2,3 (2,3)	2,9 (1,5)	-0,6 (0,8)	1,4–3,2	0,8
2024	2,5 (2,1)	3,0 (1,3)	-0,5 (0,8)	2,1–2,8	1,2
2025	1,7 (2,1)	0,9 (1,2)	0,8 (0,9)	1,1–2,4	0,8
2026	1,5 (2,2)	0,6 (1,2)	0,9 (1,0)	0,9–2,2	0,1
2027	1,7	0,6	1,0	1,1–2,4	—

Nota : Les taux estimés en avril 2023 sont indiqués entre parenthèses. La fourchette de la croissance de la production potentielle correspond à l'étendue méthodologique déduite des scénarios de risque présentés dans T. Devakos, C. Hajzler, S. Houle, C. Johnston, A. Poulin-Moore, R. Rautu et T. Taskin, « Production potentielle au Canada : évaluation de 2024 », note analytique du personnel de la Banque du Canada (à venir).

La croissance du facteur travail tendanciel devrait contribuer à la croissance de la production potentielle à hauteur de 3,0 points de pourcentage en 2024. Sa contribution devrait ensuite baisser à environ 0,9 point de pourcentage en 2025, avant de s'établir aux alentours de 0,6 point de pourcentage en 2026 et 2027. La montée initiale de la croissance du facteur travail tendanciel tient à la hausse marquée de la population, elle-même attribuable à l'augmentation du nombre de résidents permanents et de résidents non permanents en 2023 et 2024. Le fléchissement subséquent découlera principalement du ralentissement de la croissance du nombre de nouveaux arrivants, reflet des objectifs récemment annoncés à propos des résidents non permanents.

On estime que la croissance de la productivité tendancielle du travail a diminué en 2023, faisant ralentir la croissance de la production potentielle de 0,6 point de pourcentage. Cette faiblesse de la croissance de la productivité tendancielle du travail devrait persister en 2024. On estime que la vive progression de la taille de la population en âge de travailler et les modestes investissements des entreprises ont entraîné en 2023 une baisse du stock de capital par travailleur qui devrait se poursuivre en 2024. Comme on s'attend à ce que la croissance démographique se normalise à partir de 2025 et que les investissements se redressent, la croissance de la productivité tendancielle du travail devrait s'améliorer graduellement.

Par rapport à l'estimation présentée dans le *Rapport* d'avril 2023, la croissance de la production potentielle est revue à la hausse de 0,4 point de pourcentage en 2024, et revue à la baisse de 0,6 point de pourcentage en moyenne en 2025 et 2026⁴. La révision à la hausse pour 2024 s'explique par l'arrivée d'un plus grand nombre que prévu de nouveaux arrivants au pays. Elle est modérée par les révisions à la baisse de l'approfondissement du capital et de la croissance de la productivité totale des facteurs tendancielle.

Afin de tenir compte des changements structurels à long terme dans l'économie, la croissance de la productivité totale des facteurs tendancielle a été revue à la baisse par rapport à ce qui était postulé en avril 2023. À l'avenir, la contribution des secteurs minier, pétrolier et gazier, et manufacturier à la croissance de la productivité totale des facteurs devrait baisser. Celle du secteur des services devrait quant à elle demeurer stable⁵.

Une forte incertitude entoure les estimations de la production potentielle, car certaines de ses composantes sont inobservables et difficiles à prévoir. Pour tenir compte de cette incertitude, on établit une fourchette autour de l'estimation médiane. Les prévisions relatives à la production potentielle sont sujettes à des risques haussiers et baissiers. Plus précisément, cette incertitude concerne :

- le rythme futur des flux migratoires
- la vigueur des investissements
- l'incidence d'autres facteurs structurels, comme des changements dans la composition de la population active en raison d'un nombre plus élevé de résidents non permanents

4 Ces révisions incluent les incidences d'évolutions observées tout au long de 2023, dont bon nombre faisaient déjà partie de la projection de janvier 2024. Celle-ci tenait déjà compte, par exemple, des effets des modifications apportées aux séries chronologiques des comptes nationaux sur la production potentielle. L'**encadré 1** traite des révisions effectuées par rapport à janvier.

5 Pour des précisions, voir D. Brouillette, T. Devakos et R. Wheesk, « Projection de la croissance de la productivité totale des facteurs au Canada : une approche sectorielle », note analytique du personnel de la Banque du Canada (à paraître).

Croissance soutenue de la production potentielle mondiale

On prévoit que la croissance de la production potentielle mondiale restera généralement stable et qu'elle se maintiendra près du taux qu'elle a atteint en 2023 – soit 3 % – pendant la période de projection⁶.

Aux États-Unis, la croissance de la production potentielle devrait être passée de 2,0 % en 2022 à 2,3 % en 2023, stimulée par une hausse de la croissance du facteur travail tendanciel, elle-même dopée par la vigueur de l'immigration nette. On estime que la croissance de la production potentielle se maintiendra à 2,3 % en 2024, avant de ralentir progressivement à mesure que le rythme de l'immigration s'essoufflera. Par ailleurs, on s'attend à ce que la croissance de la productivité tendancielle du travail demeure globalement stable pendant la période de projection et qu'elle reste aux alentours de 1,3 %, c'est-à-dire près de sa moyenne des deux dernières décennies.

On projette un ralentissement de la croissance de la production potentielle en Chine, en raison d'une décélération de la croissance des investissements liée à la faiblesse persistante du secteur de l'immobilier. On s'attend par ailleurs à ce que les investissements directs étrangers diminuent, certains pays cherchant à diversifier leurs chaînes d'approvisionnement. À l'inverse, la croissance de la production potentielle devrait poursuivre sa montée soutenue dans les pays émergents importateurs de pétrole. Les investissements devraient se raffermir dans ces pays, à mesure que leurs conditions monétaires s'assoupliront et qu'ils profiteront de la réorientation des chaînes d'approvisionnement. La croissance du facteur travail devrait quant à elle augmenter, à la faveur du relèvement continu du taux d'activité tendanciel.

Dans la zone euro, la croissance de la production potentielle devrait passer de 1,3 % en 2023 à environ 1,1 % en 2024-2027. Cette prévision reflète le ralentissement de la croissance du facteur travail tendanciel causé par le vieillissement de la population. La croissance de la production potentielle est plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis, à cause de perspectives plus sombres concernant la croissance du facteur travail tendanciel ainsi que d'un taux de croissance de la productivité du travail plus bas.

Dans l'ensemble, la Banque prévoit un taux de croissance de la production potentielle mondiale plus élevé que dans la projection du *Rapport* d'avril 2023, ce qui tient à plusieurs facteurs.

Premièrement, une révision à la hausse de l'approfondissement du capital implique une croissance plus élevée de la production potentielle dans les pays émergents et dans le groupe « Autres pays »⁷. En effet, les investissements privés et publics s'avèrent plus importants que prévu, en partie à cause de l'augmentation des investissements liés à la diversification des chaînes d'approvisionnement. De meilleures perspectives concernant les investissements hors secteur pétrolier en Arabie saoudite ont aussi un effet stimulant. La révision à la hausse de l'approfondissement du capital explique en majeure partie la modification des perspectives de croissance de la production potentielle mondiale, étant donné le poids important de ces régions dans le PIB mondial. La révision à la hausse de la croissance du facteur travail tendanciel contribue aussi énormément au relèvement des prévisions de croissance des pays émergents.

⁶ Pour en savoir plus, voir A. A. Benmoussa, R. Dastagir, E. Ekanayake, J.-D. Guénette, H. Lao, J. Rolland-Mills, A. Spencer et L. Xiang, « Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale : avril 2024 », note analytique du personnel de la Banque du Canada (à paraître).

⁷ Pour des précisions sur les pays faisant partie du groupe des pays émergents et ceux du groupe « Autres pays », voir le **tableau 1**.

Deuxièmement, on prévoit que la croissance démographique aux États-Unis sera plus rapide que postulé dans le *Rapport* d'avril 2023, en raison du rythme accéléré de l'immigration. On estime aussi que le taux d'activité sera plus élevé, à cause notamment d'une plus grande proportion de travailleurs nés à l'étranger, qui tendent à afficher un taux d'activité plus élevé que les travailleurs nés au pays. Par conséquent, le facteur travail tendanciel devrait être plus élevé et augmenter beaucoup plus rapidement que ce qui était prévu. La croissance de la production potentielle aux États-Unis a donc été révisée à la hausse d'environ 0,5 point de pourcentage en moyenne de 2023 à 2026.

Enfin, la croissance de la production potentielle en Chine devrait être moins élevée, compte tenu des révisions à la baisse des taux de croissance démographique et de la productivité plus faible. L'assombrissement des perspectives liées à la productivité est dû à la réduction des investissements directs étrangers et à l'incertitude qui entoure les politiques et qui pèse sur l'innovation et la diffusion des technologies.

Globalement, la Banque estime que la croissance de la production potentielle mondiale sera à peu près 0,2 point de pourcentage plus élevée annuellement en moyenne de 2023 à 2026.

Taux d'intérêt neutre plus élevé

Le taux d'intérêt nominal neutre se définit comme le taux neutre réel majoré de 2 % pour tenir compte de l'inflation. Le taux neutre réel correspond au niveau que le taux directeur devrait atteindre à long terme lorsque la production se maintient durablement à son niveau potentiel et que l'inflation est à la cible (soit après dissipation de tous les chocs cycliques). Il s'agit d'un concept d'équilibre à moyen et à long terme.

La Banque estime que le taux d'intérêt nominal neutre au Canada a augmenté et se situe dans une fourchette allant de 2,25 à 3,25 %, soit 25 points de base au-dessus de l'évaluation d'avril 2023. L'estimation médiane est composée d'une cible d'inflation à 2 % et d'un taux neutre réel de 0,75 %. Ce relèvement tient compte à la fois des conséquences de la révision à la hausse du taux neutre américain et de l'évolution des principaux facteurs intérieurs propres à notre pays.

Le Canada étant doté d'une petite économie ouverte, son taux d'intérêt neutre est influencé par les conditions économiques mondiales. La Banque se sert d'une estimation du taux neutre des États-Unis comme variable d'approximation du taux d'intérêt neutre mondial. Elle est d'avis que le taux nominal neutre américain se situe actuellement dans une fourchette allant de 2,25 à 3,25 %. L'estimation actuelle du taux neutre est supérieure de 25 points de base à celle présentée dans le *Rapport* d'avril 2023, ce qui est surtout attribuable à une plus forte croissance de la production potentielle aux États-Unis, stimulée par la poussée démographique et la hausse de la productivité. Le taux neutre plus élevé s'explique aussi, dans une moindre mesure, par l'alourdissement de la dette publique.

En ce qui concerne le Canada, la plus forte croissance moyenne du facteur travail tendanciel exerce une pression à la hausse sur le taux neutre au pays. L'augmentation de la population joue un rôle important, en raison non seulement de son incidence sur celle de la population active, mais aussi de son influence sur la composition des emprunteurs et des épargnants. Une forte croissance démographique fait monter la proportion des jeunes emprunteurs par rapport aux épargnants d'âge moyen ou âgés, ce qui

est une source de pression haussière sur le taux neutre. Toutefois, cette pression est compensée par une progression plus faible de la productivité tendancielle du travail.

Tout comme la production potentielle, le taux neutre n'est pas observable et il ne peut être déduit qu'en analysant l'évolution de données observées. Son estimation est très incertaine, ce qui reflète l'incertitude entourant les facteurs qui déterminent ce taux, comme la production potentielle et l'équilibre entre l'épargne et l'investissement.