



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2023



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- L'objectif de la politique monétaire au Canada est de favoriser le bien-être économique et financier des Canadiens. L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que la meilleure façon d'atteindre cet objectif est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Cela permet de préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribue à la croissance soutenue de l'économie, à la création d'un marché du travail vigoureux et inclusif ainsi qu'à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2021, le gouvernement du Canada et la Banque du Canada ont renouvelé la stratégie de ciblage de l'inflation liée au cadre de politique monétaire pour une autre période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2026¹.
- La cible d'inflation a été de nouveau fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %, l'inflation étant mesurée par le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC).
- Le gouvernement et la Banque ont convenu que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique et financier des Canadiens est de rester axée sur la stabilité des prix. Ils ont également convenu que la politique monétaire devrait continuer de soutenir l'atteinte du niveau d'emploi durable maximal, tout en reconnaissant que celui-ci n'est pas directement mesurable et qu'il est en grande partie déterminé par des facteurs non monétaires qui peuvent fluctuer dans le temps.
- Enfin, le gouvernement et la Banque se sont entendus sur le fait qu'étant donné la nécessité de bien ancrer les attentes d'inflation pour atteindre à la fois la stabilité des prix et le niveau d'emploi durable maximal, l'objectif central de la politique monétaire est le maintien de l'inflation à un niveau bas et stable au fil du temps.

Le régime de ciblage de l'inflation est symétrique et flexible

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.
- L'entente conclue avec le gouvernement en 2021 précise que la cible d'inflation de 2 % reste la pierre angulaire du régime.
- L'entente énonce aussi que la Banque continuera d'utiliser la flexibilité de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % pour rechercher activement le niveau d'emploi durable maximal, si les conditions le justifient. Elle continuera également de tirer parti de la flexibilité inhérente au régime afin de surmonter les défis posés par la faiblesse structurelle des taux d'intérêt à l'aide d'un vaste ensemble d'outils. Elle se servira de cette flexibilité seulement dans la mesure où cela lui permettra de garder les attentes d'inflation à moyen terme bien ancrées à 2 %.

Les outils de politique monétaire

- La politique monétaire doit avoir une orientation prospective, car il faut un certain temps pour que les effets des mesures de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation.

- La Banque conduit normalement la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour (le taux directeur). Elle dispose également d'un éventail d'outils de politique monétaire qu'elle peut utiliser lorsque le taux directeur est très bas, comme les indications sur l'évolution future du taux directeur, les achats massifs d'actifs (assouplissement quantitatif et assouplissement direct du crédit), le financement de mesures de crédit, ou encore les taux directeurs négatifs. L'utilisation et l'ordre de mise en œuvre de ces outils dépendent du contexte économique et de la situation des marchés financiers.
- L'usage par la Banque de tous ses outils de politique monétaire se répercute sur la demande globale de biens et de services canadiens en raison de l'influence qu'ils exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs au pays ainsi que sur le taux de change. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.

Les communications

- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur l'économie et l'inflation. D'habitude, ses décisions en matière de politique monétaire sont annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.
- La Banque s'est engagée à expliquer dans quelles circonstances elle met à profit la flexibilité de la stratégie de ciblage de l'inflation.
- Vu l'incertitude entourant le niveau d'emploi durable maximal, la Banque tiendra compte d'un large éventail d'indicateurs du marché du travail² et informera systématiquement les Canadiens de la façon dont elle aura pris en considération l'évolution de l'emploi dans ses décisions de politique.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils et occasionner des fluctuations considérables de l'inflation mesurée par l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC – elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- La Banque privilégie deux mesures de l'inflation fondamentale : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; et l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50^e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC.

¹ Pour en savoir plus, voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement du cadre de politique monétaire* (13 décembre 2021), le document *Renouvellement du cadre de politique monétaire*, publié en décembre 2021, et le discours de T. Macklem, « *Notre cadre de politique monétaire : continuité, clarté et engagement* », prononcé devant l'Empire Club of Canada, Toronto (Ontario), le 15 décembre 2021.

² Voir, par exemple, la *gamme d'indicateurs* qu'utilise la Banque pour suivre la reprise du travail dans le contexte de la pandémie.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1234 (Internet)
© Banque du Canada, 2023



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2023

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	2
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> d'octobre.....	3
Inflation élevée mais en baisse.....	4
Poursuite du resserrement de la politique monétaire	6
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection.....	7
Affaiblissement de l'activité aux États-Unis	7
Faible activité dans la zone euro	8
Volatilité à court terme en Chine.....	8
Recul des prix de l'énergie	8
L'économie canadienne	10
Inflation élevée et généralisée	11
Encadré 3 : Comprendre la dynamique des prix des biens et services.....	12
Attentes d'inflation élevées	14
Demande excédentaire au sein de l'économie	16
Encadré 4 : Défis du côté de l'offre de main-d'œuvre.....	17
Stagnation de la croissance de la demande et redressement de l'offre.....	21
Faible croissance des dépenses des ménages	22
Croissance modérée des exportations	24
Faible croissance des investissements des entreprises	25
Baisse de l'inflation en 2023, et retour à cible en 2024.....	26
Les risques entourant les perspectives d'inflation	28
Principal risque à la hausse : inflation plus tenace dans le secteur des services	28
Principal risque à la baisse : ralentissement économique mondial marqué	29

Vue d'ensemble

L'inflation reste élevée et généralisée à l'échelle mondiale. Elle a toutefois reculé dans de nombreux pays par rapport à son sommet, surtout en raison de la diminution des prix de l'énergie. Du côté des biens durables, l'inflation s'inscrit aussi en baisse, sous l'effet de l'atténuation continue des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Dans les économies avancées, l'activité économique a été plus vigoureuse que prévu, les marchés du travail demeurent tendus, et l'inflation fondamentale n'a pas encore affiché de progrès durables.

Comme l'inflation est encore trop élevée, les banques centrales ont été nombreuses à continuer de relever leur taux directeur pour freiner la demande et faire baisser la croissance des prix.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie continue de perturber les marchés des produits de base et d'influer sur l'activité économique mondiale. Par ailleurs, la levée soudaine des restrictions sanitaires en Chine constitue un risque à la hausse pour les prix des produits de base.

Au Canada, les hausses de taux d'intérêt commencent à produire leurs effets dans notre économie en surchauffe. L'économie continue d'afficher une demande excédentaire, qui exerce des pressions à la hausse sur les prix de certains produits au pays. Le marché de l'emploi demeure tendu, et bien des entreprises ont de la difficulté à attirer des travailleurs.

La politique monétaire freine la demande et favorise le rééquilibrage de l'économie. Compte tenu des taux d'intérêt plus élevés, les ménages réduisent leurs dépenses, surtout en ce qui concerne le logement et les gros achats. Comme les effets des taux d'intérêt élevés continueront de se propager dans l'économie, les dépenses de consommation consacrées à des services ainsi que les investissements des entreprises devraient aussi se modérer davantage. La baisse de la demande étrangère devrait, quant à elle, peser sur les exportations.

On s'attend à ce que la croissance stagne jusqu'à la mi-2023, permettant ainsi à l'offre de rattraper la demande. La Banque prévoit que la croissance du produit intérieur brut (PIB) ralentira pour atteindre environ 1 % en 2023, en moyenne annuelle.

Étant donné la baisse des prix de l'énergie, le désengorgement des chaînes d'approvisionnement mondiales et le ralentissement de la demande, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait diminuer considérablement cette année. En effet, on prévoit qu'elle avoisinera 3 % au milieu de 2023, avant d'atteindre la cible de 2 % en 2024.

Avec le retour de l'inflation à sa cible, l'économie canadienne renouera avec une croissance soutenue, que nos projections établissent à environ 2 % en 2024.

L'économie mondiale

L'inflation a culminé et est maintenant en baisse dans de nombreux pays, surtout en raison du recul des prix de l'énergie, de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement et d'une baisse de la demande de biens échangeables. Toutefois, l'inflation fondamentale ne s'est pas encore améliorée de manière durable.

Dans les économies avancées, les marchés du travail sont tendus et les dépenses de consommation robustes, particulièrement aux États-Unis. L'invasion de l'Ukraine par la Russie continue de perturber les marchés des produits de base et l'activité économique, touchant plus durement les économies européennes.

Les grandes banques centrales ont relevé leur taux directeur de façon marquée en 2022. Bien que le resserrement monétaire ait ralenti dans plusieurs pays récemment, certaines banques centrales ont signalé la nécessité de hausser davantage leur taux directeur. Néanmoins, les conditions financières mondiales se sont quelque peu assouplies depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

L'activité économique mondiale est plus forte que prévu, portée par la consommation dans bien des régions. La croissance devrait ralentir en 2023, à mesure que la demande refoulée en raison de la pandémie sera satisfaite et que la montée des taux d'intérêt modérera l'activité, pour s'établir autour de 2 %. Puis, on s'attend à ce qu'elle se redresse et atteigne environ 2½ % en 2024, dans un contexte où la politique monétaire restreint encore le niveau d'activité (**tableau 1** et **encadré 1**).

La Banque prévoit que l'inflation diminuera au cours de la période de projection pour se rapprocher des cibles des banques centrales. Les baisses passées des prix des produits de base, une atténuation supplémentaire des problèmes d'approvisionnement et une progression plus lente de la demande attribuable au resserrement de la politique monétaire sont tous des facteurs qui exerceront des pressions à la baisse sur l'inflation.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2021	2022	2023	2024
États-Unis	16	5,9 (5,9)	2,0 (1,8)	0,5 (0,2)	1,1 (1,0)
Zone euro‡	12	5,3 (5,2)	3,4 (3,1)	0,2 (-0,5)	0,9 (1,6)
Japon	4	2,1 (1,7)	1,2 (1,7)	1,2 (1,6)	1,2 (1,2)
Chine	19	8,4 (8,1)	3,0 (2,4)	5,4 (4,9)	5,0 (5,0)
Pays émergents importateurs de pétrole§	33	8,4 (8,7)	5,0 (4,5)	2,2 (1,8)	2,4 (2,6)
Autres pays¶	17	5,2 (5,1)	3,6 (3,4)	0,3 (0,3)	2,1 (2,3)
Monde	100	7,1 (7,1)	3,6 (3,2)	1,9 (1,6)	2,4 (2,6)

* La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2021, publiées en octobre 2022 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Parce que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

† Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

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

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

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

Source : Banque du Canada

Encadré 1

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

Perspectives mondiales

La projection de croissance mondiale est plus forte.

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

- Aux États-Unis, les perspectives pour 2023 ont été revues à la hausse, surtout parce que les dépenses de consommation des ménages ont été plus vigoureuses que prévu. Les conditions financières se sont aussi assouplies.
- Dans la zone euro, la croissance en 2023 devrait être plus rapide qu'anticipé, sous l'effet de la vigueur récente de la demande intérieure. Le dynamisme du marché du travail et l'épargne encore élevée des ménages ont favorisé les dépenses. Les perspectives d'inflation fondamentale ont été revues à la hausse. Elles sont renforcées par la transmission plus importante que prévu des prix élevés de l'énergie causés par les perturbations de l'approvisionnement dans ce secteur. Les hausses des taux directeurs de la Banque centrale européenne devraient être plus prononcées et

les taux devraient rester plus élevés que prévu précédemment, ce qui entraînera une croissance en 2024 plus lente qu'anticipé.

- La projection tient compte d'un changement plus rapide que prévu à la stratégie « zéro COVID » de la Chine. Par conséquent, on s'attend à ce que la croissance en Chine soit plus forte en 2023 qu'on le prévoyait précédemment.

Perspectives au Canada

- Le marché du travail a été plus résilient que prévu en raison d'une forte croissance de l'emploi et de la baisse du taux de chômage, qui est revenu près des creux historiques. Le nombre de postes vacants a aussi diminué moins qu'on s'y attendait.
- Le niveau de la production potentielle a été revu à la hausse, mais moins que le produit intérieur brut (PIB). On estime que l'économie affichait une plus grande demande excédentaire dans la deuxième moitié de 2022 que ce qui était projeté précédemment, ce qui cadre avec la demande accrue de main-d'œuvre. En conséquence, la

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

projection commence avec plus de demande excédentaire et plus de pressions intérieures sur les prix.

- Le niveau de l'activité économique et celui de la production potentielle sont tous deux révisés à la hausse au cours de la période de projection¹. Les **tableaux 2 et 3** présentent les révisions apportées à la prévision de croissance du PIB.

- Les perspectives de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation sont abaissées d'environ un demi-point de pourcentage en 2023, principalement à cause des prix plus bas de l'essence et de l'amélioration plus rapide que prévu des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Parallèlement, les perspectives d'inflation fondamentale sont revues à la hausse en raison de la demande plus forte.

¹ Le niveau du PIB à la fin de 2024 est d'environ 0,8 % plus élevé qu'anticipé, tandis que le niveau de la production potentielle est d'environ 0,5 % plus élevé.

Inflation élevée mais en baisse

L'inflation est en baisse après avoir atteint des sommets inégalés depuis plusieurs décennies dans de nombreux pays. L'inflation fondamentale, toutefois, est plus persistante (**graphique 1**).

Aux États-Unis, l'inflation devrait continuer à s'atténuer. On s'attend à ce que l'inflation des prix des biens chute encore, compte tenu des baisses passées des prix des produits de base, du ralentissement de la demande et d'améliorations de l'offre à l'échelle mondiale (**graphique 2**).

L'inflation des prix des services est quant à elle demeurée forte et généralisée. Il faudra du temps pour que les taux d'intérêt plus élevés contribuent à la faire baisser. Le marché du travail est tendu, les coûts de main-d'œuvre dans le secteur des services connaissent une croissance robuste et les attentes d'inflation à court terme sont élevées. L'inflation des prix des logements devrait descendre avant celle des autres services puisque l'inflation des loyers pour les nouveaux baux a déjà amorcé un recul¹.

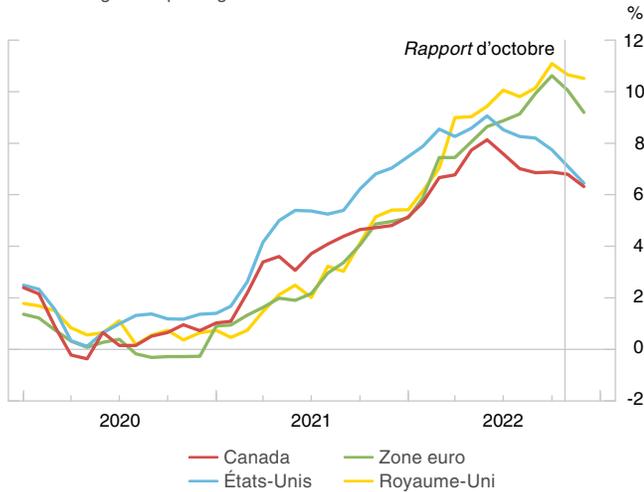
Du côté de l'Europe, les facteurs déterminants dans la montée de l'inflation ont été davantage influencés par l'accroissement des coûts de l'énergie lié à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et à la dépréciation passée de l'euro. Les tensions sur les marchés du travail accentuent également les coûts de main-d'œuvre. L'inflation des prix des services a augmenté et s'est généralisée à la suite de la réouverture des économies dans la région. On prévoit que l'inflation descendra au cours de la période de projection à mesure que les répercussions de la guerre sur l'inflation des prix des aliments et de l'énergie se dissiperont, que les effets passés des perturbations des chaînes d'approvisionnement s'atténueront et que les taux d'intérêt plus élevés freineront la progression de la demande.

¹ L'inflation dans cette catégorie s'ajuste lentement, au rythme de la rotation des baux.

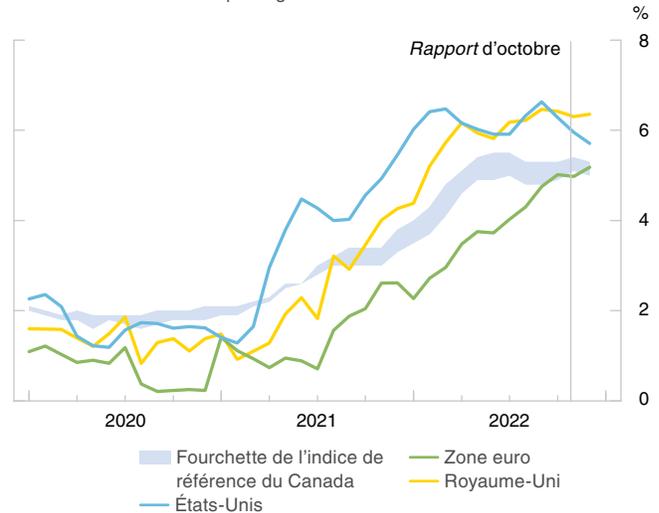
Graphique 1 : L'inflation a ralenti, mais l'inflation fondamentale ne fléchit pas

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Inflation globale par région



b. Inflation fondamentale par région



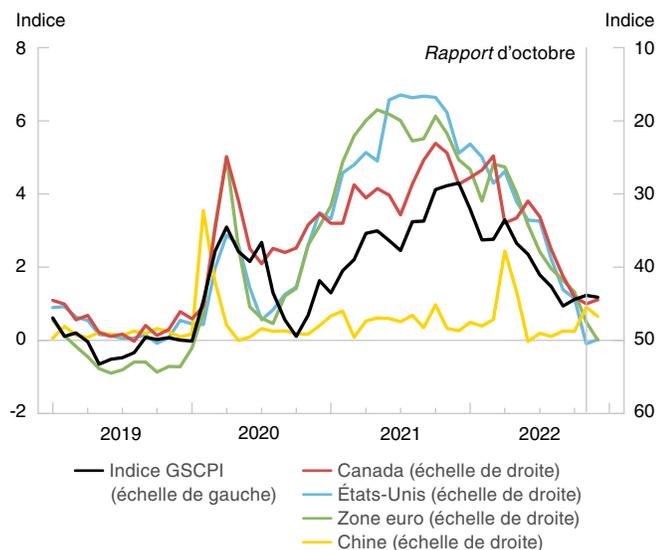
Nota : Le taux d'inflation est calculé selon l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (zone euro) et l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (autres pays). La fourchette de l'indice de référence du Canada comprend l'IPC-tronç et l'IPC-méd. La Croatie est entrée dans la zone euro le 1^{er} janvier 2023. La projection actuelle et les données historiques n'incluent pas l'adhésion de ce pays.

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat et Office for National Statistics (Royaume-Uni) via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

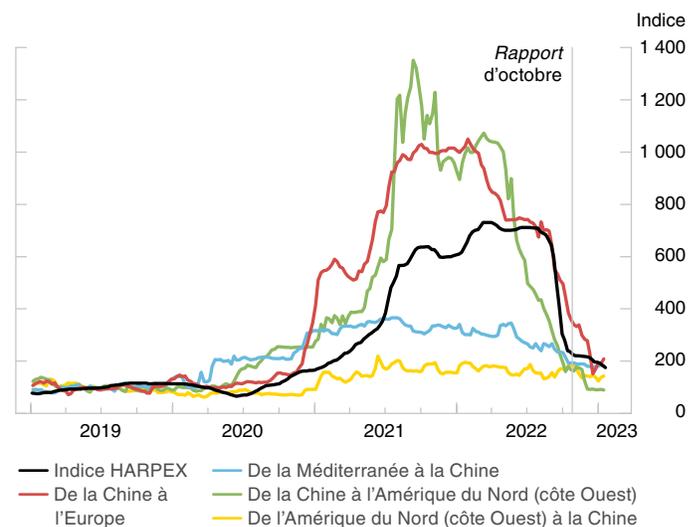
Dernière observation : décembre 2022

Graphique 2 : Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement s'atténuent à l'échelle mondiale

a. Indice GSCPI et délais de livraison des fournisseurs de produits manufacturés (indice PMI), données mensuelles



b. Frais de transport, base 100 de l'indice : 2019, données hebdomadaires



Nota : L'indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (indice GSCPI) fournit un résumé complet des perturbations possibles dans les chaînes d'approvisionnement qui exclut les facteurs de demande. L'indice des directeurs d'achat (indice PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Pour les délais de livraison des fournisseurs, l'indice est inversé de sorte qu'une valeur inférieure (supérieure) à 50 indique un allongement (raccourcissement) des délais de livraison par rapport au mois précédent. Toutes les données de la figure b, sauf celles de l'indice des taux d'affrètement de Harper Petersen (indice HARPEX), sont tirées de l'indice Freightos Baltic, qui fournit les tarifs de fret maritime observés sur le marché pour différents corridors commerciaux. L'indice HARPEX rend compte de l'évolution des prix mondiaux sur le marché de l'affrètement des porte-conteneurs. La Croatie est entrée dans la zone euro le 1^{er} janvier 2023. La projection actuelle et les données historiques n'incluent pas l'adhésion de ce pays.

Sources : S&P Global et indice HARPEX via Haver Analytics, indice Freightos Baltic via Bloomberg Finance L.P., Banque fédérale de réserve de New York et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : décembre 2022 (indices PMI et GSCPI); 20 janvier 2023 (indice HARPEX); 15 janvier 2023 (indice Freightos Baltic)

Poursuite du resserrement de la politique monétaire

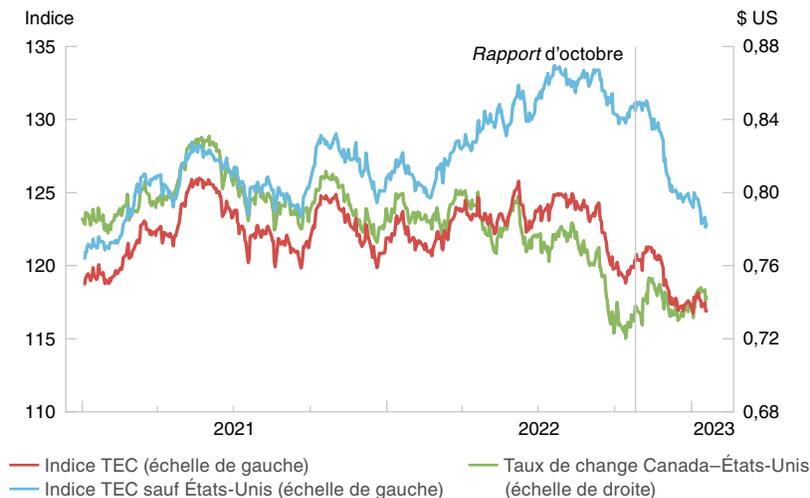
Les grandes banques centrales ont resserré rapidement leur politique monétaire pour s'attaquer aux pressions inflationnistes persistantes, ce qui se traduit par des conditions financières restrictives. Les rendements nominaux et réels des obligations d'État à long terme ont augmenté considérablement depuis le début de 2022. Le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans indexées sur l'inflation, plus particulièrement, s'est établi en moyenne à 1,4 % depuis le dernier *Rapport*, près du sommet des dix dernières années.

Cependant, les conditions financières se sont quelque peu assouplies depuis le *Rapport* d'octobre. Cela s'explique principalement par un déclin des primes de risque dans diverses catégories d'actifs découlant de la diminution de l'inflation globale par rapport à son sommet et du risque perçu d'un resserrement excessif de la politique monétaire.

Le taux de change Canada–États-Unis est demeuré assez stable à environ 74 cents depuis le *Rapport* d'octobre (**graphique 3** et **encadré 2**). En revanche, le dollar canadien s'est grandement déprécié par rapport aux monnaies d'autres partenaires commerciaux importants, annulant l'appréciation observée pendant la majeure partie de 2022.

Graphique 3 : Le dollar canadien est resté stable par rapport au dollar américain

Taux de change canadiens, données quotidiennes



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

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

Dernière observation : 19 janvier 2023

Encadré 2

Principaux éléments de la projection

La projection de la Banque du Canada repose sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives de l'économie canadienne. La Banque réexamine périodiquement ces hypothèses et leur incidence potentielle sur la projection. En voici les principaux éléments :

- Les cours du pétrole ont chuté. Au cours de la période de projection, la Banque situe le prix du baril à 85 \$ US pour le Brent et à 80 \$ pour le West Texas Intermediate, soit tous les deux 10 \$ en dessous de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'octobre. Elle situe le prix du baril du Western Canadian Select à 60 \$, ce qui est 15 \$ de moins qu'anticipé.
- 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 durant la période de projection, ce qui est près du niveau moyen observé récemment et conforme à la valeur postulée dans le *Rapport* d'octobre.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait connaître une hausse et passer d'environ 1 % en 2022 à environ 2¼ % en moyenne en 2023 et 2024.
- Le produit intérieur brut réel a progressé à un rythme plus lent que la production potentielle au quatrième trimestre de 2022. En conséquence, la Banque estime que l'écart de production se situe entre 0,50 % et 1,50 % au quatrième trimestre, soit en baisse par rapport à une estimation révisée à la hausse de 0,75 % à 1,75 % au troisième trimestre.
- La projection tient compte de l'information contenue dans l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux qui étaient disponibles au moment de la rédaction du présent document. Comparativement au *Rapport* d'octobre, la projection inclut donc environ 6,5 milliards de dollars supplémentaires en transferts spéciaux du gouvernement fédéral et des provinces liés à l'inflation et à l'abordabilité pour le quatrième trimestre de 2022 et le premier trimestre de 2023.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux neutre réel auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de l'inflation. Le taux neutre réel est le taux d'intérêt compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour le Canada, la projection repose sur l'hypothèse que le taux nominal neutre correspond au point milieu de la fourchette estimée de 2 à 3 %. Cette fourchette a été réévaluée dans le *Rapport* d'avril 2022.

Affaiblissement de l'activité aux États-Unis

La Banque prévoit que l'activité aux États-Unis restera généralement stable tout au long de 2023, surtout en raison des hausses de taux d'intérêt. La croissance devrait ensuite se redresser graduellement en 2024, à mesure que les effets des resserrements de la politique monétaire sur celle-ci s'estomperont.

Les perspectives quant aux exportations canadiennes dépendent principalement de trois composantes de la demande américaine :

- La vigueur récente des dépenses de consommation devrait s'atténuer au début de 2023. Le boom de croissance dû à la demande élevée de services en personne et au rattrapage des ventes de véhicules automobiles devrait ralentir avec le temps. Les dépenses de consommation devraient recommencer à augmenter en 2024 alors que les effets de la montée des taux se dissiperont.

- Les investissements résidentiels aux États-Unis ont chuté abruptement en réaction à l'augmentation des taux hypothécaires. On s'attend à ce que cette faiblesse persiste durant la première moitié de 2023. La formation de nouveaux ménages et la hausse du revenu disponible devraient contribuer à un rebond de la croissance dans la deuxième moitié de l'année.
- Les investissements des entreprises devraient se contracter en 2023 et en 2024 étant donné la faible demande et le coût élevé du capital.

Faible activité dans la zone euro

Les répercussions de l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont pesé lourdement sur l'activité économique dans la zone euro. Les prix élevés du gaz naturel ont freiné la production industrielle et l'inflation élevée a érodé le pouvoir d'achat. Les majorations récentes des taux d'intérêt commencent aussi à plomber la demande. La confiance des entreprises et des consommateurs s'est considérablement effritée.

Les températures plus douces qu'à l'habitude cet hiver ont aidé à faire baisser les prix du gaz naturel, et l'activité économique a été plus vigoureuse que prévu. Les conséquences de la guerre et les taux d'intérêt plus élevés continueront à entraver la croissance en 2023. Mais la Banque s'attend à ce que celle-ci se redresse en 2024, à mesure que la demande mondiale reprendra.

Volatilité à court terme en Chine

La Chine a soudainement levé bon nombre de ses restrictions liées à la COVID-19 vers la fin de 2022, et une grande incertitude entoure maintenant ses perspectives économiques. Le virus s'est propagé rapidement, ce qui pèse sur l'activité économique. Toutefois, vu la réouverture de l'économie, on s'attend à un fort rebond de la croissance alors que le nombre d'infections diminuera par rapport au niveau actuellement élevé.

Le secteur immobilier demeurera un frein à l'activité. Le durcissement réglementaire imposé dans le passé pour réduire la spéculation et le recours excessif au levier d'endettement chez les promoteurs continue d'entraîner une forte contraction du secteur. Même si certaines mesures de politique annoncées récemment devraient aider à stabiliser l'activité, les perspectives du marché de l'immobilier restent incertaines.

Dans l'ensemble, la Banque s'attend à ce que la croissance en Chine se raffermisse en 2023 avec le rebond de l'activité en personne, puis se modère en 2024 quand l'activité se normalisera.

Recul des prix de l'énergie

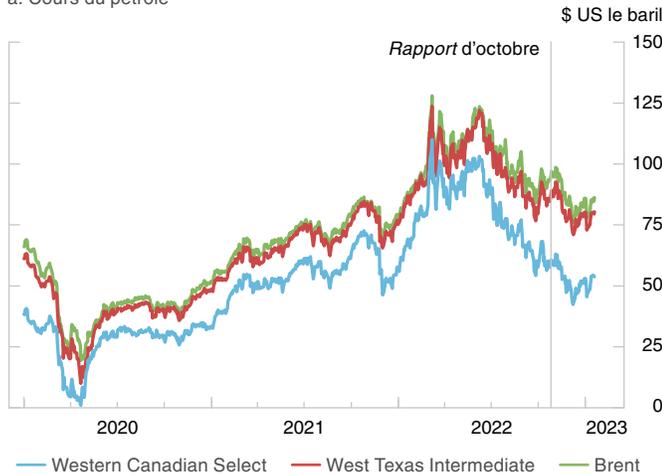
Les prix du pétrole ont chuté depuis la parution du *Rapport* d'octobre (**graphique 4**), en partie à cause d'une amélioration des perspectives de l'offre de pétrole à l'échelle du globe. Les marchés semblent maintenant s'attendre à ce que les sanctions imposées par les pays occidentaux aient moins d'incidence que prévu sur la production de pétrole russe. Dans sa projection, la Banque suppose que le prix du baril s'établira à 85 \$ US pour le Brent et à 5 \$ US de moins pour le West Texas Intermediate (WTI).

Depuis le *Rapport* d'octobre, le baril de Western Canadian Select (WCS) s'est vendu en moyenne près de 30 \$ US en dessous du prix du WTI. L'écart est plus grand qu'à l'habitude en raison des mises hors service de raffineries

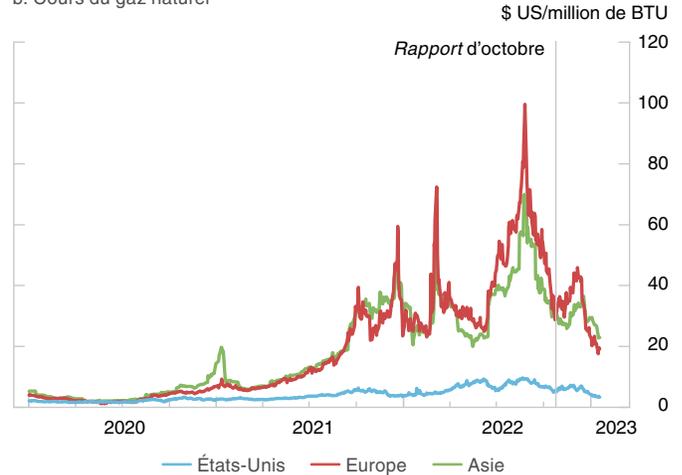
Graphique 4 : Les cours du pétrole et du gaz naturel ont diminué depuis la parution du *Rapport d'octobre*

Données quotidiennes

a. Cours du pétrole



b. Cours du gaz naturel



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

Sources : NYMEX, Intercontinental Exchange, Kalibrate Canada et *Financial Times* via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 19 janvier 2023

et du prix fortement réduit du baril de pétrole lourd russe sur les marchés mondiaux. Il devrait se résorber à mesure que les raffineries reprendront leurs activités au début de 2023 et lorsque le projet d'expansion du pipeline Trans Mountain s'achèvera, en 2024. Compte tenu de cette dynamique, la Banque suppose que l'écart entre le prix du WCS et celui du WTI se maintiendra à 20 \$ US durant la période de projection.

Les prix du gaz naturel ont chuté brusquement, et les prix de référence aussi bien aux États-Unis qu'en Europe sont maintenant moins élevés qu'ils l'étaient au moment de la publication du plus récent *Rapport*. Les fluctuations des prix ont eu tendance à suivre les conditions climatiques dans l'hémisphère Nord. Les prix en Europe continuent d'être largement supérieurs à ceux aux États-Unis, étant donné les préoccupations entourant les pénuries attribuables à la décision de la Russie de restreindre les exportations de gaz naturel vers ce continent.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque n'a pratiquement pas changé et devrait demeurer près de son niveau actuel durant la période de projection. Les prix des métaux communs se sont accrus après l'annonce par la Chine d'un soutien supplémentaire destiné à son secteur immobilier. Ceux du bois d'œuvre ont quant à eux baissé, la demande de logements en Amérique du Nord continuant de fléchir. Pour leur part, les prix des produits agricoles sont essentiellement les mêmes qu'en octobre.

L'économie canadienne

Au Canada, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) est encore trop forte, mais a reculé par rapport à son récent sommet. La demande excédentaire qui persiste continue d'exercer des pressions à la hausse sur les prix. Cependant, l'inflation a commencé à diminuer sous l'effet des prix plus bas de l'énergie, de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement mondiales et des répercussions des taux d'intérêt plus élevés qui se propagent à l'échelle de l'économie.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait descendre à 3 % à la mi-2023 et revenir à la cible de 2 % en 2024. En 2023, l'inflation devrait être inférieure à la projection du *Rapport* d'octobre, surtout en raison du fléchissement plus important que prévu des prix de l'essence et de l'amélioration plus rapide qu'anticipé des chaînes d'approvisionnement mondiales (**encadré 1**).

Selon la projection, la croissance économique devrait avoir ralenti à la fin de 2022 et stagner jusqu'à la mi-2023. Le resserrement de la politique monétaire a d'abord freiné l'activité sur le marché du logement, puis la demande des consommateurs pour des biens durables au milieu de 2022. La Banque s'attend à ce que les effets des hausses de taux d'intérêt se propagent, et qu'ils modèrent les dépenses des consommateurs pour des services ainsi que les dépenses d'investissement en 2023. La croissance devrait ensuite se redresser à la fin de l'année (**tableau 2**).

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

	2021	2022	2023	2024
Consommation	2,8 (2,8)	2,7 (3,0)	0,7 (0,6)	0,9 (0,9)
Logement	1,3 (1,3)	-1,0 (-0,9)	-0,7 (-0,6)	0,3 (0,2)
Administrations publiques	1,4 (1,5)	0,3 (0,4)	0,4 (0,3)	0,4 (0,5)
Investissements fixes des entreprises	0,4 (0,2)	0,9 (0,7)	0,2 (0,2)	0,1 (0,2)
Total partiel : demande intérieure finale	6,0 (5,8)	2,9 (3,2)	0,6 (0,5)	1,7 (1,8)
Exportations	0,4 (0,4)	0,9 (1,0)	1,0 (1,1)	1,0 (0,7)
Importations	-2,3 (-2,3)	-2,4 (-2,4)	0,4 (0,1)	-0,7 (-0,5)
Stocks	1,0 (0,7)	2,3 (1,5)	-1,0 (-0,8)	-0,2 (0,0)
PIB	5,0 (4,5)	3,6 (3,3)	1,0 (0,9)	1,8 (2,0)
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	2,1-2,5 (2,1-2,5)	0,5-2,0 (0,5-2,0)	1,4-3,3 (1,4-3,3)	1,4-3,5 (1,4-3,5)
Revenu intérieur brut réel	9,4 (8,8)	5,3 (5,2)	-1,5 (-1,4)	1,2 (1,1)
Inflation mesurée par l'IPC	3,4 (3,4)	6,8 (6,9)	3,6 (4,1)	2,3 (2,2)

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

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

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

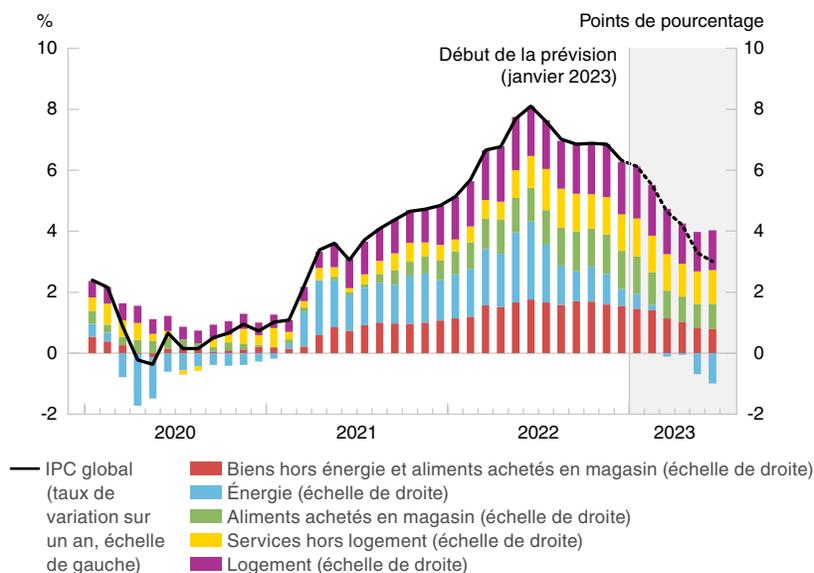
Inflation élevée et généralisée

L'inflation mesurée par l'IPC, qui s'établissait à 6,3 % en décembre, reste élevée et généralisée, et l'inflation fondamentale est d'environ 5 %². L'inflation mesurée par l'IPC s'est tout de même inscrite en baisse ces derniers mois (**graphique 5**), et les fortes hausses de prix qui étaient généralisées durant la montée de l'inflation le sont maintenant un peu moins (**graphique 6**).

- La baisse est principalement attribuable aux prix moins élevés de l'essence, qui sont grosso modo passés de 2 dollars à 1,50 dollar le litre de juin 2022 à janvier 2023.
- L'inflation des biens, excluant l'énergie et les aliments achetés en magasin, a diminué étant donné la demande réduite de biens au Canada et à l'étranger, combinée à l'amélioration des conditions mondiales de l'offre et à la baisse des frais de transport international (**encadré 3**).
- Toutefois, l'inflation des services, excluant le logement, est plus persistante.
- L'inflation des aliments et des services liés au logement reste particulièrement élevée. Cela s'explique ainsi : les pressions persistantes sur les coûts renchérissent les aliments, tandis que les prix en baisse des logements sont contrebalancés par le coût en hausse de l'intérêt hypothécaire.

Graphique 5 : L'inflation mesurée par l'IPC a reculé ces récents mois

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



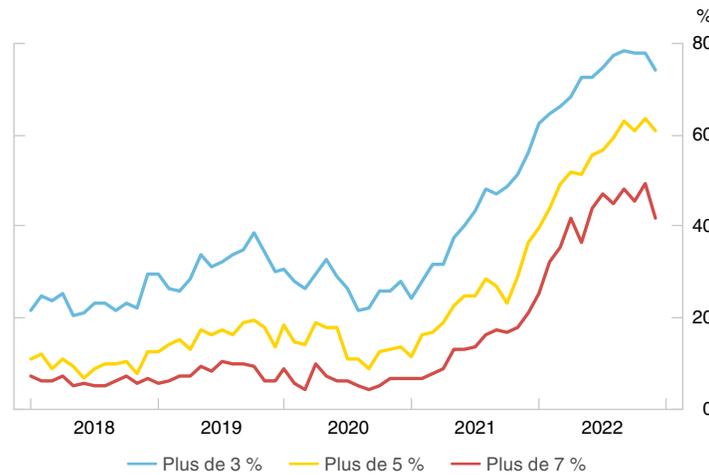
Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

Dernières valeurs du graphique : juin 2023

² Au moment de la diffusion de l'IPC de janvier 2023, l'IPC-tronq et l'IPC-méd feront l'objet d'une révision sur 84 mois conformément à la politique de révision habituelle de Statistique Canada. Si on effectuait des révisions partielles sur la base des données actuelles, l'inflation mesurée par l'IPC-tronq demeurerait relativement inchangée, mais celle mesurée par l'IPC-méd au cours des derniers mois serait rehaussée d'environ 0,35 point de pourcentage. Les tendances générales affichées par ces deux mesures de l'inflation fondamentale ne seront pas modifiées. La révision n'a aucune incidence sur l'IPC d'ensemble, qui est visé par la Banque. De plus, Statistique Canada va commencer à diffuser les séries de niveaux d'indices des deux mesures. Pour en savoir plus, voir la [récente annonce](#) de Statistique Canada.

Graphique 6 : Les fortes hausses de prix sont maintenant un peu moins répandues

Part des composantes de l'IPC dont la croissance dans les douze derniers mois dépasse 3 %, 5 % et 7 %, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2022

Encadré 3

Comprendre la dynamique des prix des biens et services

Une modération généralisée de la croissance des prix est nécessaire pour retourner à la cible d'inflation de 2 % de façon durable. L'évolution récente de l'inflation des prix des aliments et du logement a été abordée dans l'**encadré 3** du *Rapport* d'octobre 2022. Le présent encadré se concentre sur deux composantes : les biens hors énergie et aliments achetés en magasin, et les services hors logement. Ensemble, ces deux composantes représentent un peu plus de la moitié du panier de l'IPC.

Il est important de distinguer les prix des biens, qui ont une dimension internationale, de ceux des services, qui sont plus étroitement liés aux conditions au Canada.

Poursuite du ralentissement de l'inflation des prix des biens hors aliments et énergie

Les articles de la composante « biens hors énergie et aliments achetés en magasin » comptent pour 30 % du panier de l'IPC, et ils comprennent de nombreux biens échangés sur les marchés internationaux. Les prix des biens tendent à être parmi les plus flexibles et sont hautement sensibles aux variations des conditions économiques.

L'inflation dans cette composante est élevée depuis la mi-2021, en raison de la forte demande mondiale et intérieure ainsi que des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Les conditions au Canada

sont importantes puisque la vigueur de la demande intérieure influence à quel point les entreprises peuvent majorer leurs prix par rapport à leurs coûts. Plusieurs facteurs ont également fait monter les coûts de production, notamment les problèmes dans les chaînes d'approvisionnement, les prix élevés de l'énergie et les frais de transport élevés. Mais ces forces sont devenues moins intenses dans les derniers mois.

- La croissance de la demande de biens a ralenti au Canada et à l'étranger. Ce ralentissement a été particulièrement marqué pour les biens durables, comme les électroménagers et les meubles. La demande pour ces biens est plus sensible aux taux d'intérêt.
- Les perturbations des chaînes d'approvisionnement se résorbent. Ce constat est appuyé par les dires des entreprises, les données sur les flux commerciaux et les stocks, et les indicateurs de goulots d'étranglement, comme l'[indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales](#).
- Les frais de transport et les prix du pétrole ont considérablement baissé par rapport à leurs sommets de 2022. De fait, les frais de transport ont presque retrouvé leurs niveaux pré-pandémiques.
- En conséquence, les hausses mensuelles des prix des biens ont ralenti de façon marquée ces

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (suite)

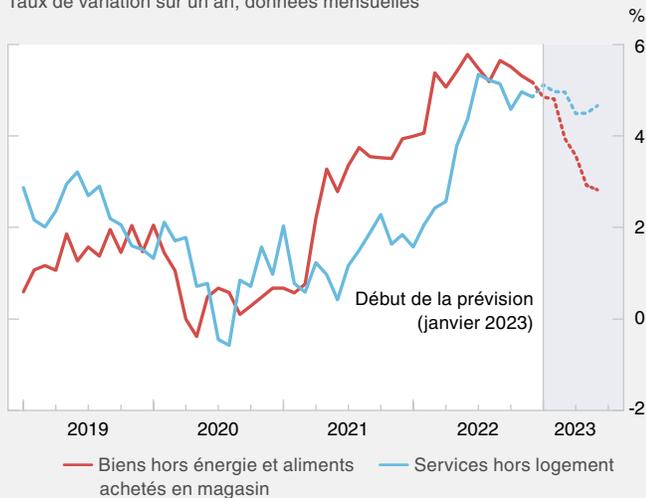
derniers mois. Cette tendance devrait se poursuivre à mesure que les conditions de l'offre s'améliorent et que la demande de biens durables se modère davantage (**graphique 3-A**, ligne rouge). De ce fait, l'inflation dans cette composante va probablement continuer de baisser.

Inflation des prix des services stable à court terme

La composante « services hors logement » représente 24 % du panier de l'IPC. Elle regroupe un vaste éventail d'activités, comme les soins personnels, le transport, la restauration, les loisirs, les réparations automobiles et l'éducation. Les prix de certains services ne s'ajustent pas rapidement. Ces prix reflètent plus étroitement les conditions au Canada, notamment les pressions de la demande globale, les coûts de main-d'œuvre et les

Graphique 3-A : L'inflation à court terme fléchit pour certains biens, mais restera vraisemblablement élevée pour les services

Taux de variation sur un an, données mensuelles



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

Dernières valeurs du graphique : juin 2023

attentes concernant l'inflation future. Les conditions du marché du travail et la croissance de la productivité sont aussi importantes, parce que les coûts de main-d'œuvre représentent une part relativement importante du coût total de la prestation de services.

Lors de la réouverture complète de l'économie au printemps 2022, la demande de services pour lesquels la distanciation est difficile a monté en flèche. En conséquence, à l'été 2022, on a observé de fortes hausses mensuelles des prix pour le transport aérien, les services de voyage et la restauration. Des hausses plus modestes ont suivi dans les derniers mois de 2022, à mesure que la poussée de demande s'est estompée. Toutefois, les fortes hausses des prix plus tôt en 2022 auront sans doute pour effet de garder l'inflation élevée pour les services hors logement tout au long de la première moitié de 2023 (**graphique 3-A**, ligne bleue).

Le coût unitaire de main-d'œuvre a augmenté bien au-dessus de ce qui serait compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %¹. Mais sa croissance devrait ralentir. Les taux d'intérêt plus élevés devraient calmer la demande de services, et la croissance des salaires devrait se modérer. En même temps, la croissance de la productivité du travail devrait s'améliorer peu à peu.

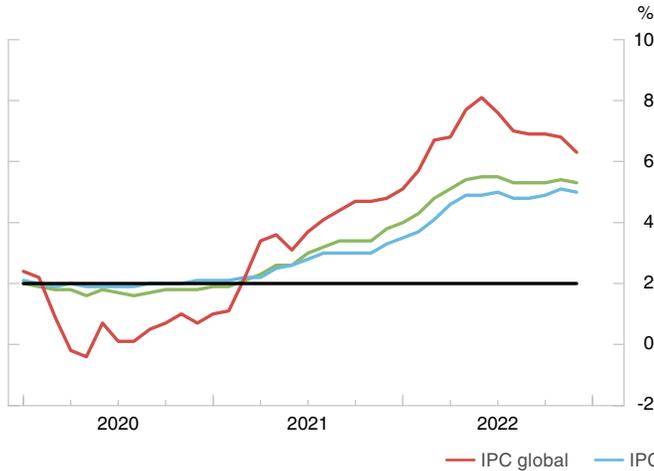
Il y a toujours un risque, toutefois, que l'inflation des prix des services ne s'ajuste pas aussi vite que prévu. La croissance des coûts de main-d'œuvre pourrait être plus élevée et plus persistante que ce qui est projeté. Ce pourrait être le cas si la croissance de la productivité rebondissait plus lentement qu'escompté, par exemple si les investissements des entreprises étaient plus faibles qu'anticipé. Le marché du travail pourrait aussi demeurer tendu plus longtemps qu'on s'y attendait.

¹ Le coût unitaire de main-d'œuvre correspond au ratio de la rémunération par travailleur à la productivité du travail.

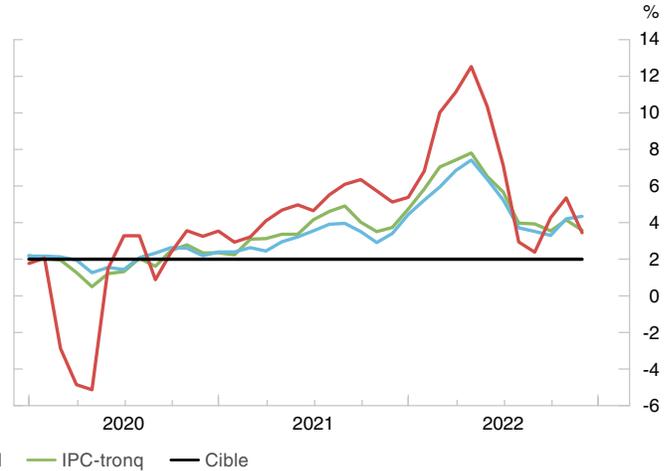
Graphique 7 : L'inflation sur un an reste élevée, tandis que l'inflation sur trois mois a diminué considérablement

Mesures de l'inflation globale et fondamentale, données mensuelles

a. Taux de variation sur un an



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



Nota : Pour créer les séries montrant le taux de variation sur trois mois de l'IPC-méd et de l'IPC-tronq, en chiffres annualisés, la Banque du Canada produit elle-même les niveaux d'indices de prix associés à ces mesures de l'inflation fondamentale. Ces niveaux d'indices sont obtenus en cumulant les variations mensuelles de l'IPC-méd et de l'IPC-tronq, variations qui sont calculées à l'aide des données désaisonnalisées de 55 composantes de l'IPC. Le 21 février 2023, au moment de la diffusion de l'indice des prix à la consommation de janvier 2023, Statistique Canada publiera les séries des niveaux d'indices de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd, en plus des données des variations d'une année à l'autre. Voir l'annonce sur le [site Web](#) de Statistique Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2022

L'inflation mesurée par l'IPC sur trois mois est descendue à environ 3½ %, ce qui laisse entrevoir un ralentissement considérable de l'inflation au cours des prochains mois (**graphiques 5 et 7**). Mais il faudra une autre baisse importante pour que la cible de 2 % soit atteinte.

Attentes d'inflation élevées

La plupart des répondants aux enquêtes menées auprès des consommateurs et des entreprises s'attendent encore à ce que l'inflation mesurée par l'IPC se situe bien au-dessus de 2 % et qu'elle dépasse la prévision d'inflation de la Banque pour les deux prochaines années (**graphique 8**). De nombreux participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises et à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du quatrième trimestre de 2022 ont nommé les problèmes du côté de l'offre comme principal moteur de l'inflation élevée. Ces problèmes comprennent les effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les prix élevés de l'énergie et les pénuries de main-d'œuvre.

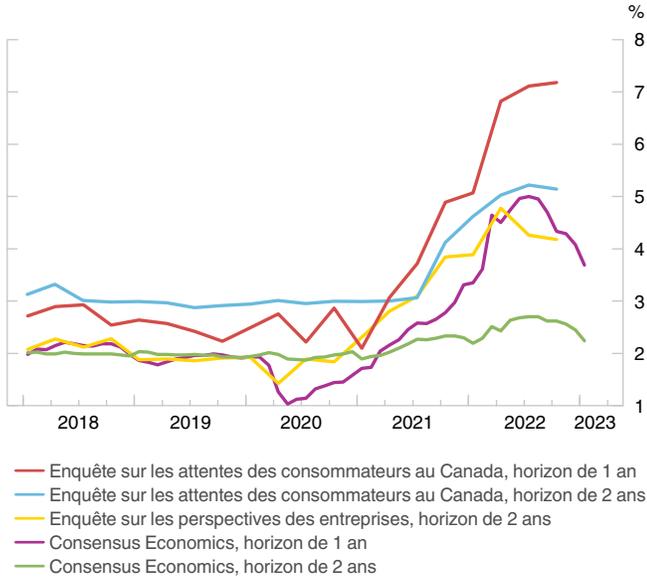
Les attentes d'inflation à court terme exprimées dans l'enquête sur les perspectives des entreprises sont inférieures au sommet atteint au deuxième trimestre de 2022. En même temps, la proportion d'entreprises qui anticipent des hausses considérables de prix a continué de diminuer (**graphique 9**). Cependant, la distribution des attentes d'inflation reste sensiblement plus étendue qu'avant la pandémie, ce qui donne à penser que le niveau d'incertitude par rapport à l'inflation au cours des années à venir est encore élevé.

Par contre, les attentes à long terme relatives à l'inflation mesurée par l'IPC demeurent compatibles avec la cible de 2 %. Cela indique que les répondants continuent de penser que la Banque va ramener l'inflation à 2 %.

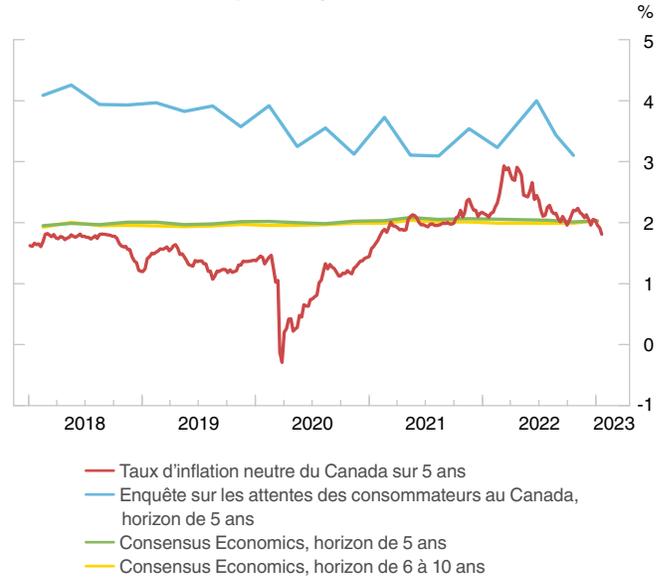
Graphique 8 : Les attentes d'inflation à court terme demeurent élevées

Données trimestrielles, mensuelles et hebdomadaires

a. Attentes d'inflation à court terme



b. Attentes d'inflation à moyen et long terme



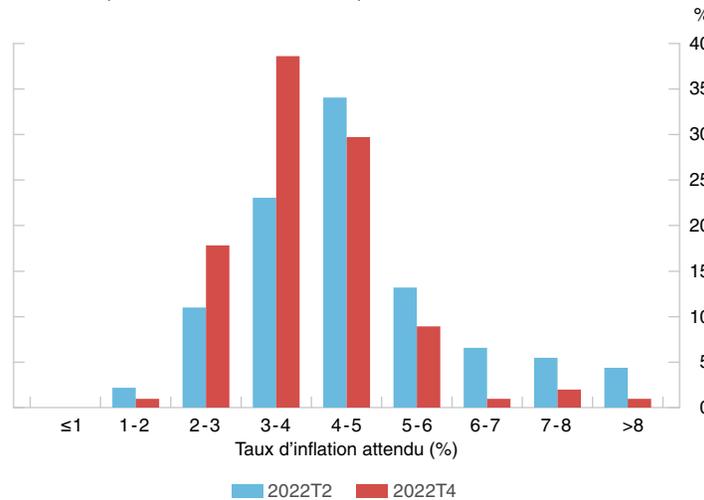
Nota : Le taux d'inflation neutre du Canada sur cinq ans correspond à l'écart entre les rendements d'obligations à rendement nominal et à rendement réel assorties de la même échéance et émises par le gouvernement du Canada. Les prévisions de Consensus Economics sur un horizon de deux ans (publiées chaque mois) et celles sur un horizon de cinq ans puis de six à dix ans (publiées chaque trimestre) sont transformées en prévisions fondées sur un horizon fixe en fonction de la moyenne pondérée. L'indicateur à l'horizon d'un an est mensuel et celui à l'horizon de cinq ans, trimestriel; l'indicateur à l'horizon de deux ans est, lui, établi à partir d'un ensemble de rapports aux fréquences mensuelles (deux prochaines années) et trimestrielles (cinq prochaines années).

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

Dernières observations : janvier 2023 (Consensus Economics); 2022T4 (enquête sur les perspectives des entreprises et enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); 20 janvier 2023 (taux d'inflation neutre)

Graphique 9 : Les attentes d'inflation des entreprises se sont modérées

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



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

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

Dernière observation : 2022T4

Demande excédentaire au sein de l'économie

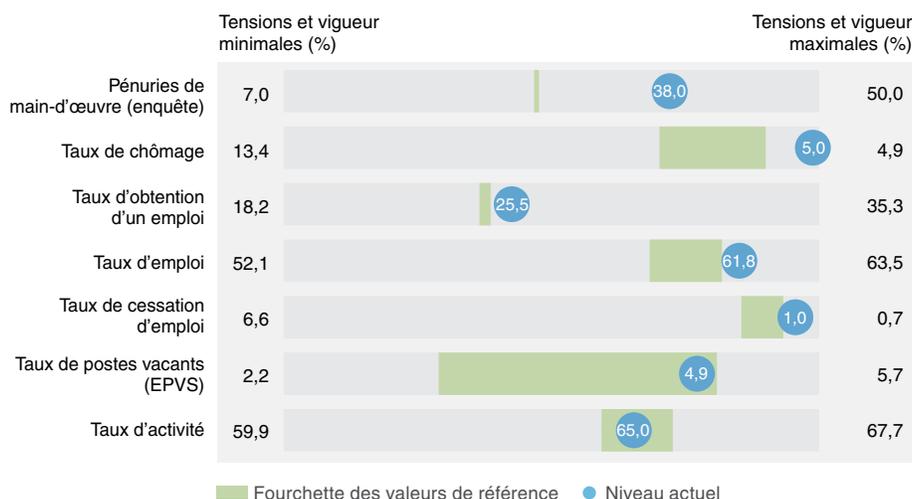
La croissance de l'économie canadienne s'essouffle, mais la demande continue d'être supérieure à l'offre.

D'après une vaste gamme de mesures, le marché du travail demeure tendu, ce qui laisse supposer qu'il dépasse encore le niveau d'emploi durable maximal (**graphique 10**). Les gains au chapitre de l'emploi ont été robustes au quatrième trimestre de 2022. Plus de 220 000 emplois nets ont été créés et le taux de chômage se situe à 5 %, soit près de son plus bas niveau historique. Malgré les baisses récentes, le nombre de postes vacants reste élevé (**graphique 11**). Les entreprises ont encore du mal à trouver du personnel, en raison de la forte demande de main-d'œuvre, des effets du vieillissement de la population et de la pénurie de travailleurs disponibles possédant les compétences recherchées (**encadré 4**).

La croissance des salaires demeure généralisée et semble se maintenir entre 4 et 5 % (**graphique 12**). Comme elle a cessé d'augmenter, le risque d'une spirale salaires-prix a diminué. Toutefois, à moins que la croissance de la productivité ne devienne étonnamment forte, il ne sera pas possible d'atteindre la cible d'inflation de 2 % si la croissance des salaires se maintient dans cette fourchette de 4 à 5 %.

Graphique 10 : Le marché du travail est encore tendu

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



Nota : L'« enquête » désigne l'enquête sur les perspectives des entreprises et « EPVS », l'Enquête sur les postes vacants et les salaires. Les données de toutes les séries proviennent de l'Enquête sur la population active (EPA) de Statistique Canada, sauf indication contraire. Les données de l'EPA sont désaisonnalisées. Pour en savoir plus sur les valeurs de référence, voir E. Ens, C. Luu, K. G. See et S. L. Wee (2022), *Valeurs de référence pour évaluer la santé du marché du travail*, note analytique du personnel 2022-2, Banque du Canada.

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

Dernières observations : 2022T4 (enquête sur les perspectives des entreprises); octobre 2022 (EPVS); décembre 2022 (EPA)

Encadré 4

Défis du côté de l'offre de main-d'œuvre

Les entreprises canadiennes ont encore de la difficulté à recruter des employés qui possèdent les compétences et l'expérience requises. Dans un contexte de forte croissance de la demande de main-d'œuvre, la lente augmentation du nombre de travailleurs a alimenté la tension sur le marché du travail.

La croissance annuelle de la population active s'est modérée, passant d'environ 1,4 % en moyenne en 2017-2019 à environ 0,9 % en 2020-2022. Si la population active avait continué de croître au rythme de 1,4 % entre 2020 et 2022, elle aurait gagné 320 000 travailleurs.

Ce ralentissement de la croissance de la population active est attribuable au vieillissement de la population et à l'interruption des flux migratoires en 2020. La hausse récente de l'immigration et la montée du taux d'activité des femmes dans la force de l'âge ont atténué cette décélération¹.

La croissance de l'offre de main-d'œuvre n'a pas suivi celle de la demande depuis la fin de 2019, année où le marché du travail canadien était déjà considéré comme tendu. Par conséquent, le nombre de postes vacants a augmenté et les entreprises continuent d'être confrontées à des pénuries de main-d'œuvre.

Vieillesse de la population

Le vieillissement de la population a fait reculer le taux d'activité global d'à peu près 0,9 point de pourcentage depuis février 2020. Cette situation a plombé la croissance de l'offre de main-d'œuvre et exacerbé les défis sur le marché du travail.

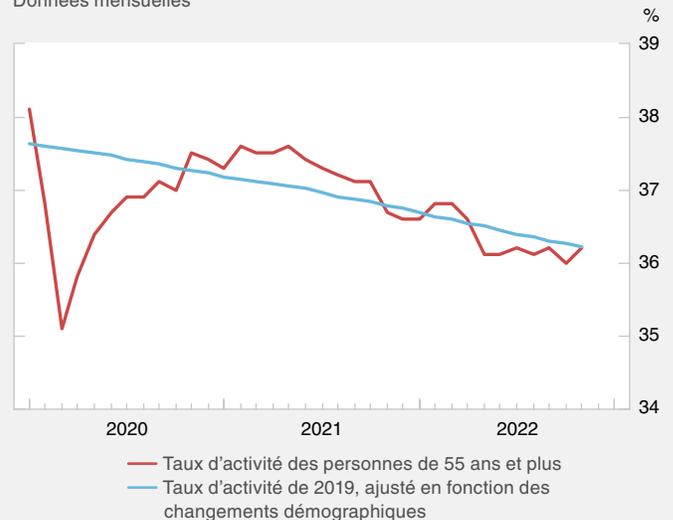
La faible croissance de la population active enregistrée ces dernières années est en bonne partie attribuable à la hausse de la proportion des travailleurs âgés. En effet, bien que le groupe des 55 ans et plus ait connu la croissance la plus rapide, il présente le taux d'activité le plus bas. Qui plus est, le taux d'activité de ces travailleurs âgés a baissé, passant de 38,1 % en février 2020 à 36,2 % en décembre 2022 (**graphique 4-A**), un recul qui s'explique surtout par le vieillissement au sein de ce groupe.

Problèmes d'appariement des compétences

L'embauche et la rétention de travailleurs possédant les compétences et l'expérience nécessaires sont des défis supplémentaires du côté de l'offre de main-d'œuvre auxquels les entreprises sont confrontées.

Graphique 4-A : Le taux d'activité des travailleurs âgés a diminué, ce qui reflète le vieillissement de la population

Données mensuelles



Nota : La ligne bleue montre comment le taux d'activité de 2019 aurait évolué si l'on avait tenu compte uniquement des nouvelles données sur la répartition de la population par tranche d'âge et par sexe.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2022

Les travailleurs disponibles peuvent avoir des compétences qui diffèrent de celles que recherchent les employeurs. Les participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises font souvent état de pénuries touchant un large éventail de métiers dans l'ensemble des secteurs.

Taux d'activité des femmes

La récente hausse du taux d'activité des Canadiens dans la force de l'âge, surtout des femmes, a quelque peu contrebalancé les effets du vieillissement sur le taux d'activité global. Le taux d'activité des femmes dans la force de l'âge atteint presque un sommet historique : il est passé de 83,6 % en février 2020 à 84,9 % en décembre 2022. La hausse a été particulièrement marquée chez les femmes ayant de jeunes enfants (**graphique 4-B**).

Cette montée du taux d'activité féminin pourrait découler de la baisse des frais moyens de services de garde (mesurés par l'indice des prix à la consommation) observée depuis avril 2022. Ces frais ont été réduits à la suite de la signature des Accords sur l'apprentissage et la garde des jeunes enfants entre le gouvernement fédéral et les provinces. Des modalités de travail

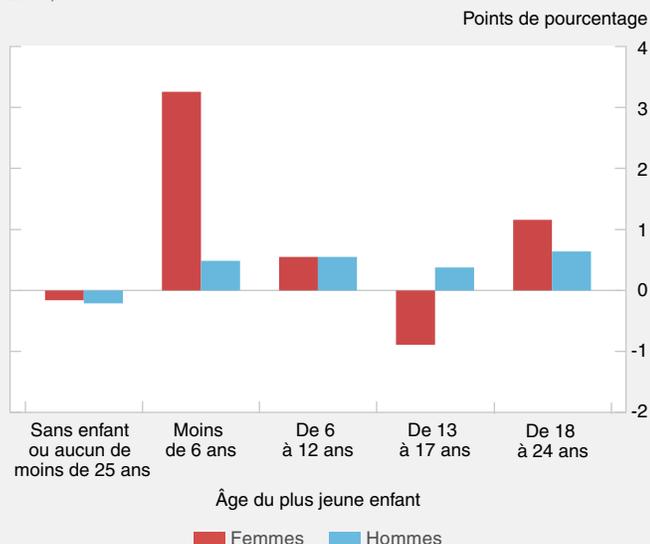
(suite à la page suivante)

¹ Les travailleurs dans la force de l'âge sont des personnes âgées de 25 à 54 ans.

Encadré 4 (suite)

Graphique 4-B : Le taux d'activité des femmes ayant de jeunes enfants a augmenté

Variation du taux d'activité, décembre 2022 par rapport à la moyenne de 2019, données désaisonnalisées



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

plus flexibles, comme le télétravail, pourraient aussi avoir incité un grand nombre de femmes à intégrer le marché du travail. Grâce à la hausse du taux d'activité des femmes, la population active a gagné près de 100 000 travailleurs, ce qui a aidé les entreprises à pallier leurs pénuries de main-d'œuvre et leurs problèmes d'embauche.

Hausse de l'immigration

Les nouveaux arrivants au Canada ont grandement contribué à la croissance de l'offre de main-d'œuvre. Au cours des cinq années qui ont précédé la pandémie, la hausse progressive de l'immigration a stimulé la croissance démographique. Mais la pandémie a perturbé les flux migratoires et entraîné une baisse de l'offre de main-d'œuvre en 2020.

Depuis, les niveaux d'immigration ont rebondi, à la suite de la réouverture des frontières. Environ 480 000 nouveaux arrivants ont intégré la population active canadienne entre décembre 2020 et décembre 2022. Une grande partie du déficit causé par la pandémie a pu être comblée par le rebond de l'offre de main-d'œuvre, qui découle notamment des flux plus élevés de résidents permanents appartenant à la catégorie économique et de travailleurs étrangers temporaires².

L'immigration fait augmenter l'offre de main-d'œuvre et le taux de croissance de la production potentielle au pays³. Elle peut aussi atténuer les pénuries de personnel dans les secteurs où elles sont fortes. Malgré ces effets positifs, l'immigration accrue ne peut à elle seule éliminer le déséquilibre entre l'offre et la demande de main-d'œuvre présent dans l'ensemble de l'économie. En effet, la hausse de l'immigration accroît l'offre de main-d'œuvre et fait augmenter le nombre de consommateurs.

Pénuries de main-d'œuvre

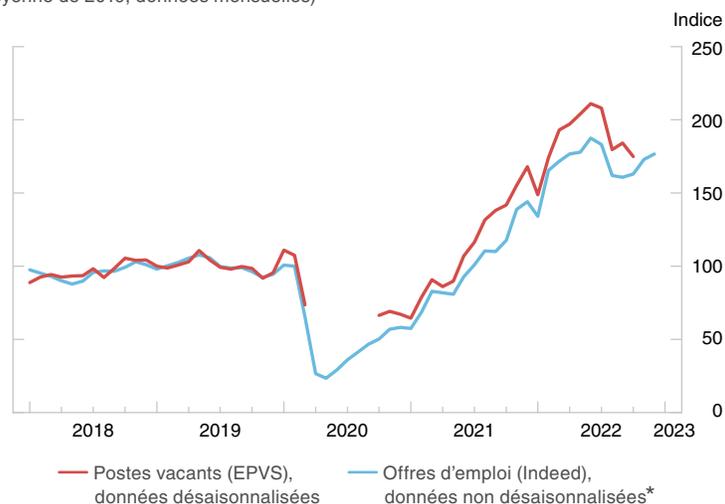
Depuis la fin de 2019, environ 560 000 personnes ont intégré la population active au Canada, soit une augmentation d'à peu près 2,8 %. Cette hausse du nombre de travailleurs ces trois dernières années résulte de la croissance continue de la population en âge de travailler, qui a plus que compensé l'effet de la baisse du taux d'activité global découlant du vieillissement de la population.

Cependant, cet accroissement de l'offre de main-d'œuvre n'a pas suivi la forte croissance de la demande ces deux dernières années. Par conséquent, les marchés du travail demeurent tendus.

2 Pour plus d'informations concernant la classification des résidents permanents, consulter le [site Web](#) d'Immigration, Réfugiés et Citoyenneté Canada.
3 Pour en savoir davantage au sujet des effets de l'immigration sur la croissance de la production potentielle, voir l'**encadré 4** du [Rapport d'octobre](#).

Graphique 11 : Les postes vacants et les offres d'emploi ont diminué par rapport à leurs sommets mais demeurent à un niveau élevé

Postes vacants (EPVS) et offres d'emploi parues dans Indeed par rapport au chômage (base 100 de l'indice : moyenne de 2019, données mensuelles)



* Pour tenir compte des variations mensuelles et saisonnières qui entrent dans le calcul du ratio des offres d'emploi (Indeed) au chômage, le ratio d'un mois donné est divisé par la moyenne du ratio du mois équivalent des années 2018 et 2019. Ainsi, le ratio de janvier a été divisé par la moyenne du ratio de janvier 2018 et de janvier 2019. Les données sur le chômage sont désaisonnalisées.

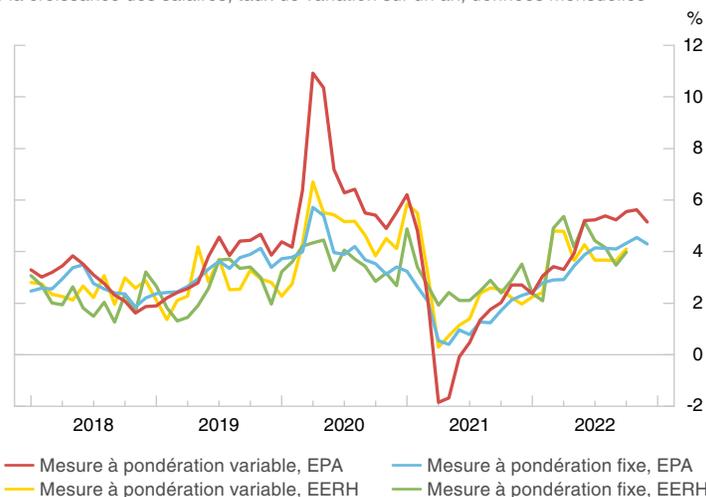
Nota : « EPVS » désigne l'Enquête sur les postes vacants et les salaires. Faute de données suffisantes au début de la pandémie, les données sur les postes vacants selon l'EPVS manquent d'avril à septembre 2020.

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

Dernières observations : octobre 2022 (EPVS); décembre 2022 (Indeed)

Graphique 12 : La croissance des salaires est de l'ordre de 4 à 5 %

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



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

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : octobre 2022 (EERH); décembre 2022 (EPA)

La politique monétaire semble freiner la demande de main-d'œuvre. De fait, la croissance de l'emploi a été plus faible dans les secteurs sensibles aux variations des taux d'intérêt, dont ceux de la fabrication, de la construction et du commerce. En général, la progression de l'emploi a été plus lente au deuxième semestre de 2022 qu'au premier. L'ensemble des effets des taux d'intérêt élevés sur le marché du travail devrait se faire sentir pendant une longue période.

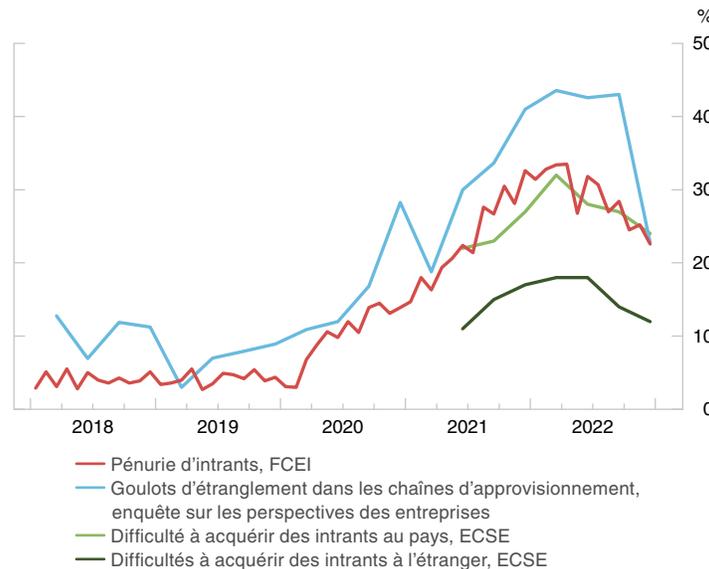
On observe déjà des améliorations du côté de l'offre. Dans la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises, le nombre d'entreprises canadiennes citant des obstacles dus aux problèmes de chaîne d'approvisionnement a diminué de moitié (**graphique 13**). Avec moins de goulots d'étranglement pour entraver l'activité, les importations de biens et les investissements en stocks sont restés élevés au troisième trimestre de 2022.

En dépit de cette amélioration, de nombreuses entreprises canadiennes sont toujours confrontées à des difficultés d'approvisionnement. Elles disent encore avoir du mal à se procurer un large éventail d'intrants comme des matériaux de construction, des fournitures de restaurant et des produits alimentaires. Les pénuries de main-d'œuvre restreignent aussi leur capacité à satisfaire à la demande des consommateurs.

L'estimation de l'écart de production – c'est-à-dire la différence entre le produit intérieur brut et la production potentielle – se situait entre 0,5 et 1,5 % au quatrième trimestre de 2022, ce qui représente une plus grande demande excédentaire qu'on l'avait projeté dans le *Rapport* d'octobre.

Graphique 13 : Les entreprises canadiennes sont confrontées à moins de problèmes de goulots d'étranglement, mais des difficultés persistent

Pourcentage des répondants aux enquêtes menées auprès des entreprises, données trimestrielles et mensuelles



Nota : Les participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises devaient répondre à la question « Quels sont les principaux obstacles ou goulots d'étranglement qui vous empêchent de répondre à une hausse inattendue de la demande? ». Les participants au Baromètre des affaires de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) devaient répondre à la question « Quels facteurs entravent votre capacité à augmenter les ventes ou la production? ». Dans le cadre de l'Enquête canadienne sur la situation des entreprises (ECSE), les entreprises devaient répondre à la question « Au cours des trois prochains mois, lesquels des enjeux suivants pourraient constituer des obstacles pour cette entreprise ou cet organisme? ».

Sources : FCEI, Statistique Canada et Banque du Canada

Dernières observations : 2022T4 (enquête sur les perspectives des entreprises et ECSE); décembre 2022 (FCEI)

Stagnation de la croissance de la demande et redressement de l'offre

La croissance estimée a ralenti au quatrième trimestre de 2022, et l'activité devrait stagner jusqu'au milieu de 2023 (**tableau 3** et **graphique 14**). Dans ce contexte, la croissance pourrait tout aussi bien être un peu en deçà de zéro qu'être légèrement positive durant quelques trimestres.

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

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

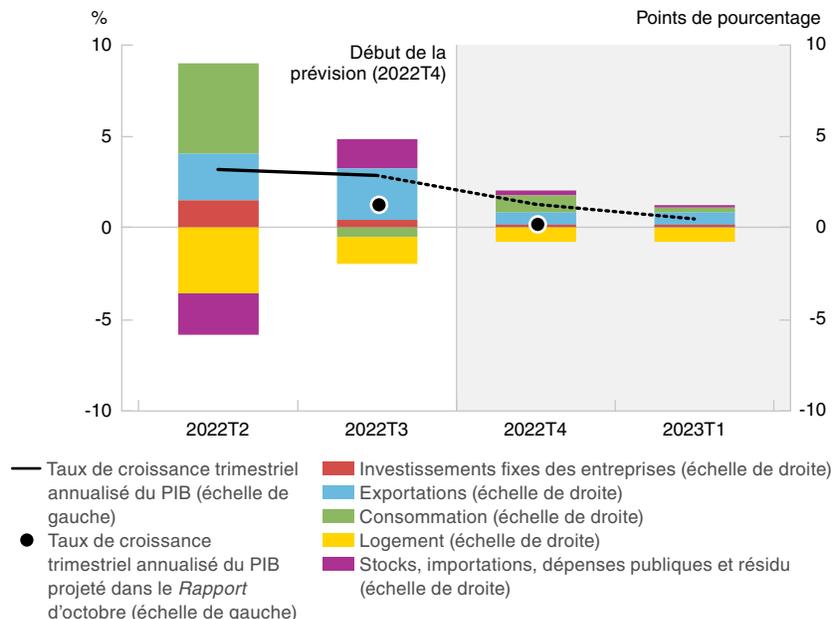
* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 2**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Le quatrième trimestre de 2022 et le premier trimestre de 2023 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. Les taux de variation sur un an au quatrième trimestre sont présentés pour fournir une perspective à plus long terme. Ils représentent les taux de croissance projetés de l'IPC et du PIB réel au cours d'une année donnée. Par conséquent, ils peuvent être différents des taux de croissance moyens annuels présentés au **tableau 2**.

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

Graphique 14 : La croissance devrait ralentir

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

Dernières valeurs du graphique : 2023T1

L'augmentation des taux d'intérêt a commencé à faire ralentir la demande de logements et d'articles coûteux en 2022. En revanche, les ventes de véhicules automobiles ont vraisemblablement été vigoureuses à la fin de l'année, les livraisons ayant commencé à rattraper les commandes. Le resserrement de la politique monétaire au Canada et à l'étranger devrait avoir de plus amples effets en 2023. On s'attend à ce que les dépenses en services aux consommateurs et les investissements des entreprises ralentissent, et à ce que la demande étrangère plus faible pèse sur les exportations.

En raison de la progression plus lente de la demande et de l'amélioration de la situation des chaînes d'approvisionnement, l'économie affichera une offre légèrement excédentaire en 2023.

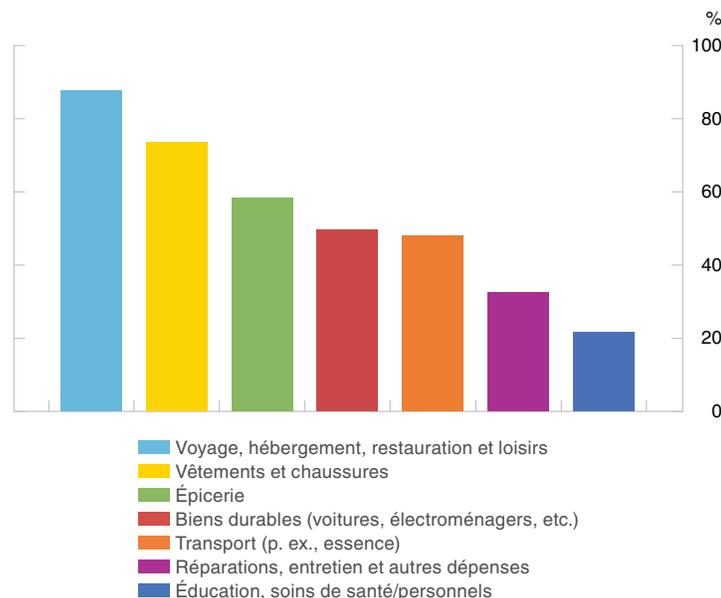
La croissance devrait s'accélérer plus tard en 2023 et atteindre 2½ % au deuxième semestre de 2024, à mesure que les effets des hausses des taux d'intérêt s'estomperont. La forte croissance démographique attribuable à l'immigration devrait apporter un important soutien sous-jacent à la croissance de l'économie réelle. La Banque s'attend à ce que la croissance de la production potentielle s'établisse juste au-dessus de 2 % en 2023 et 2024.

Faible croissance des dépenses des ménages

Les dépenses de consommation devraient rester modérées pendant une bonne partie de 2023. Les répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada ont déclaré avoir réduit leurs dépenses et reporté leurs achats relativement à un large éventail de biens et de services en raison des taux d'intérêt élevés et de la forte inflation (**graphique 15**).

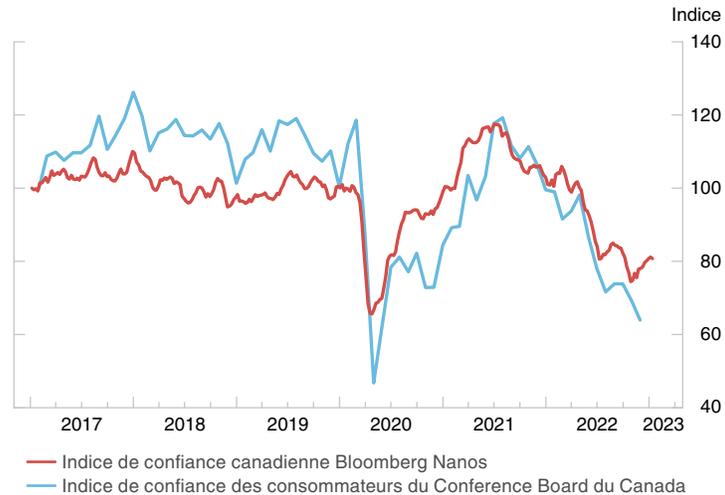
Graphique 15 : Les consommateurs ont réduit leurs dépenses pour un large éventail de biens et de services

Part des répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada affirmant avoir réduit leurs dépenses au cours des six derniers mois relativement à un certain nombre de produits et services en raison de la montée de l'inflation ou des récentes hausses des taux d'intérêt, données trimestrielles



Graphique 16 : Le faible niveau de confiance des consommateurs devrait restreindre les dépenses des ménages

Base 100 de l'indice : semaine se terminant le 6 janvier 2017 (Bloomberg Nanos), données hebdomadaires;
base 100 de l'indice : janvier 2017 (Le Conference Board du Canada), données mensuelles



Sources : Nanos Research Corporation,
Le Conference Board du Canada et calculs
de la Banque du Canada

Dernières observations :
13 janvier 2023 (Bloomberg Nanos);
novembre 2022 (Le Conference Board du Canada)

La Banque s'attend à ce que l'augmentation des coûts d'emprunt continue de grever les budgets de nombreux ménages. On estime que les paiements d'intérêts sur les prêts hypothécaires des ménages représentent environ 4,5 % du revenu disponible au début de 2023, comparativement à 3,2 % à la même période en 2022³. La part du revenu consacrée au paiement des intérêts hypothécaires devrait continuer d'augmenter à mesure que les propriétaires renouvelleront leur prêt hypothécaire à un taux plus élevé.

Les taux d'intérêt élevés font aussi monter les coûts de financement des gros achats, comme les meubles et les électroménagers. Les dépenses associées à ces articles ont donc baissé et devraient rester modestes tout au long de 2023. Les effets des hausses de taux d'intérêt continuent de se propager dans l'économie, et les dépenses en services ne seront pas épargnées. L'expérience laisse croire que les services de communication, les voyages, les hôtels et les repas au restaurant seront les services les plus touchés sur le plan de la demande⁴. Le bas niveau de la confiance des consommateurs et la diminution de la richesse des ménages dus à la chute des prix des logements restreindront aussi les dépenses des ménages (**graphique 16**).

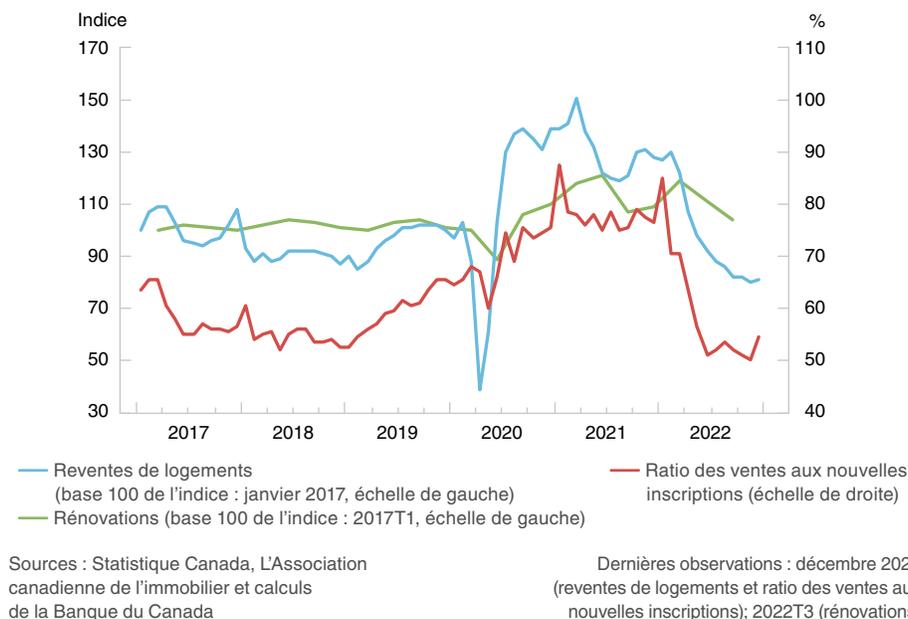
On s'attend à ce que la croissance de la consommation se redresse à la fin de 2023 et continue de se raffermir tout au long de 2024, étant donné que les effets modérateurs exercés par les taux d'intérêt plus élevés sur les dépenses devraient se stabiliser. La forte croissance démographique soutiendra les dépenses de consommation au cours de la période de projection. Le taux d'épargne devrait rester supérieur à sa moyenne à long terme en raison des taux d'intérêt élevés et de l'épargne de précaution.

³ Les versements hypothécaires comportent deux éléments : 1) le paiement des intérêts et 2) le paiement du capital.

⁴ Les services de communication comprennent l'accès à Internet ainsi que les télécommunications sans fil et par lignes fixes.

Graphique 17 : L'activité s'est modérée sur le marché du logement

Données mensuelles et trimestrielles désaisonnalisées



Le repli de l'activité sur le marché du logement ayant débuté en 2022 devrait se poursuivre à court terme (**graphique 17**). Selon la projection, les prix des logements vont baisser davantage, surtout dans les marchés qui avaient enregistré des augmentations notables durant la pandémie. L'expansion de la construction et de la revente s'accélérera probablement dans la deuxième moitié de 2023, soutenue par le bas niveau des stocks et la forte demande découlant de l'immigration.

Croissance modérée des exportations

À court terme, la faible demande étrangère pèse sur la croissance des exportations, laquelle devrait se raffermir en 2024 à mesure que la reprise mondiale prendra racine (**graphique 18**).

La croissance des exportations hors produits de base devrait être modeste en 2023, soutenue par l'allègement des perturbations des chaînes d'approvisionnement et la poursuite de la reprise des voyages internationaux. Elle devrait ensuite s'accélérer en 2024.

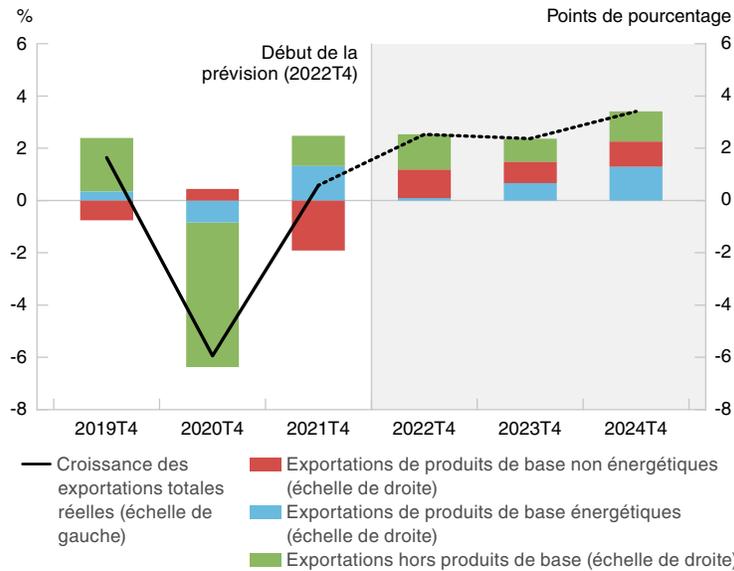
La Banque prévoit que les exportations de produits de base non énergétiques vont continuer de progresser à un rythme solide en 2023, favorisées par les récoltes abondantes de 2022. En 2024, cette progression devrait demeurer robuste, profitant du redressement de la croissance mondiale.

Quant aux exportations d'énergie, leur croissance devrait être modérée en 2023, puis s'accroître vivement en 2024 avec l'achèvement du projet d'expansion du pipeline Trans Mountain.

On s'attend à ce que les importations reculent à court terme, en grande partie à cause d'un ralentissement des investissements en stocks par rapport aux niveaux élevés actuels. Elles devraient augmenter plus tard dans la période de projection, sous l'effet du renforcement de la demande intérieure et du nombre accru de Canadiens voyageant à l'étranger.

Graphique 18 : La croissance des exportations devrait se redresser en 2024

Contribution à la croissance des exportations totales réelles, taux de variation sur un an au quatrième trimestre, données trimestrielles



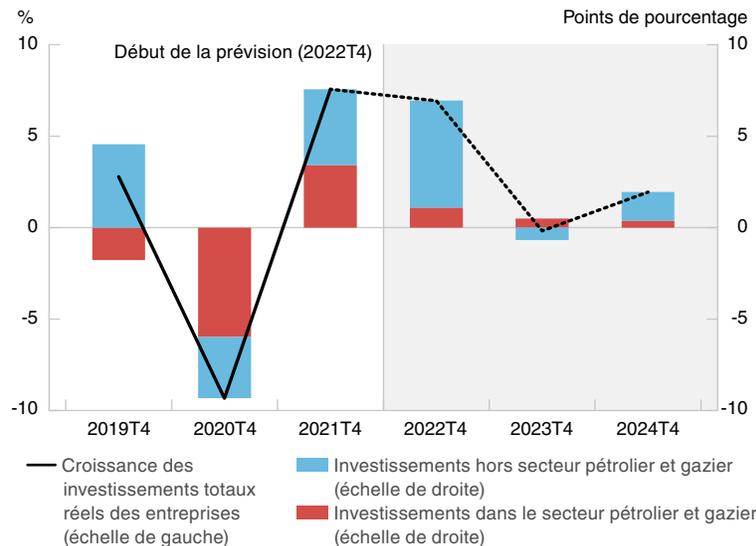
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Faible croissance des investissements des entreprises

Les investissements des entreprises devraient progresser lentement au cours de la période de projection, ne s'accéléralant que vers la fin de 2024 (graphique 19). La transformation numérique qui s'opère devrait toutefois continuer de les soutenir durant toute cette période.

Graphique 19 : La croissance des investissements des entreprises devrait être lente au cours de la période de projection

Contribution à la croissance des investissements totaux réels des entreprises, taux de variation sur un an au quatrième trimestre, données trimestrielles



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

La demande qui ralentit, les coûts d'emprunt élevés et l'incertitude accrue quant aux conditions économiques futures devraient affaiblir les investissements en dehors du secteur pétrolier et gazier en 2023. Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ont été nombreux à citer les coûts d'emprunt élevés comme facteur clé freinant leurs projets d'investissement. Mais en 2024, les investissements devraient s'accroître modestement à mesure que la demande se raffermira.

Après avoir enregistré de solides gains en 2021 et 2022, la croissance des investissements dans le secteur pétrolier et gazier devrait se modérer. Cette projection tient en partie à l'incertitude concernant la demande à long terme dans le contexte de la transition vers une économie sobre en carbone.

Même si on prévoit que les entreprises continueront de reconstituer leurs stocks à mesure que les chaînes d'approvisionnement se désengorgeront davantage, ceux-ci devraient s'accumuler plus lentement.

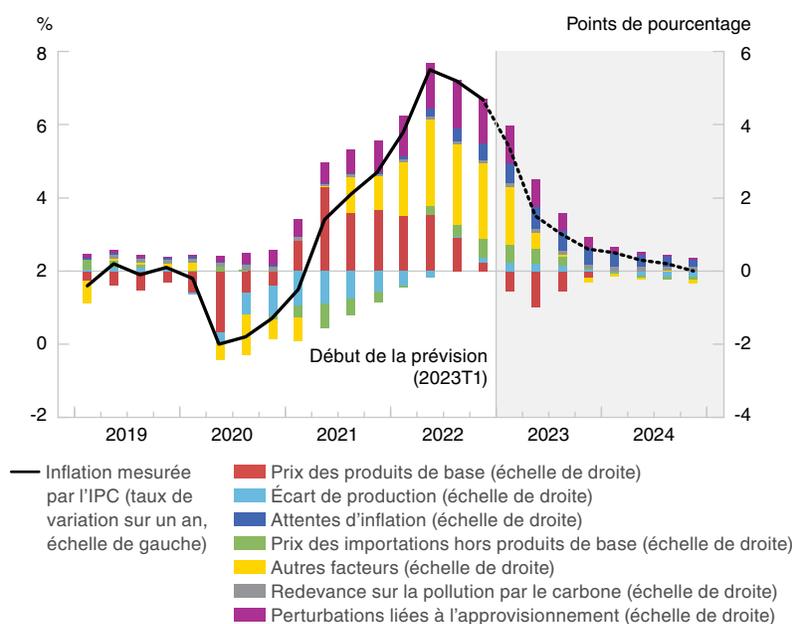
Baisse de l'inflation en 2023, et retour à cible en 2024

L'inflation mesurée par l'IPC devrait passer de 6,7 % au quatrième trimestre de 2022 à 3 % à la mi-2023, et atterrir à la cible de 2 % en 2024 (**graphiques 5 et 20**). En 2023, elle devrait être un peu plus faible que projeté dans le *Rapport* d'octobre en raison des prix plus bas de l'essence et de l'atténuation plus rapide qu'anticipé des problèmes d'approvisionnement (**encadré 1**).

Une grande part de répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ont dit continuer de s'attendre à ce que les pressions sur leurs coûts et leurs prix soient moins intenses qu'il y a douze mois. De plus, beaucoup d'entreprises ont indiqué qu'elles reprenaient graduellement leurs

Graphique 20 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir à la cible en 2024

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

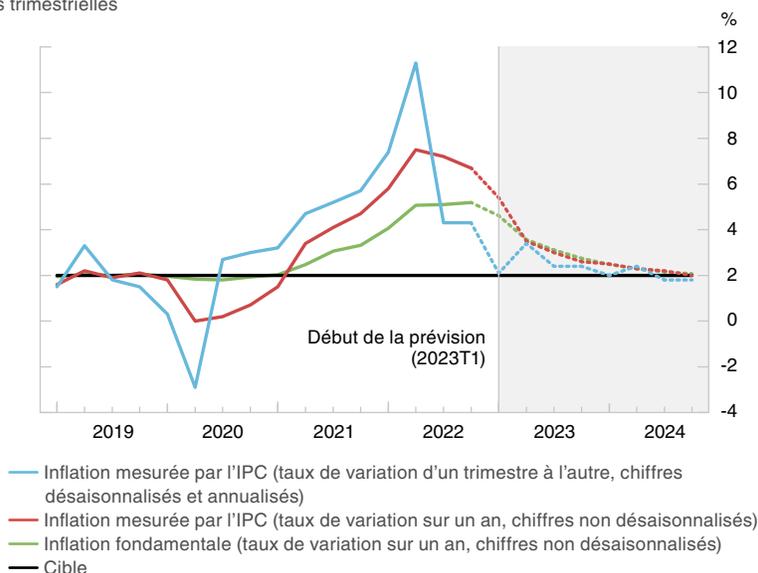


Nota : Les autres facteurs pourraient inclure les pressions sous-estimées de la demande, telles que celles découlant des importants déséquilibres sur le marché du logement, ou d'autres facteurs non observés auparavant, comme un plus grand degré de transmission des prix du pétrole ou des importations. Les prix des importations hors produits de base comprennent l'effet du taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain. Parce que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

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

Graphique 21 : L'inflation ralentit sa cadence

Données trimestrielles



Nota : L'inflation fondamentale correspond à la moyenne de l'IPC-tronç et de l'IPC-méd.

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

pratiques de fixation des prix d'avant la pandémie, notamment : réduire l'ampleur et la fréquence des changements de prix, surveiller de plus près les prix de la concurrence et attendre que les augmentations de coûts se matérialisent avant d'envisager d'ajuster leurs prix⁵. Cela pourrait resserrer quelque peu les marges bénéficiaires.

La Banque prévoit que l'inflation s'établira à 3,5 % au deuxième trimestre de 2023, compte tenu du vif ralentissement de la croissance trimestrielle des prix dans la seconde moitié de 2022 (**graphique 21**). Ce ralentissement est le résultat d'une chute abrupte des prix de l'énergie et d'une plus faible augmentation des prix des biens hors aliments et énergie (**encadré 3**). Celle-ci est due à la progression plus lente de la demande mondiale de biens, à l'amélioration des chaînes d'approvisionnement, à la baisse du coût de certains matériaux et à un retour à des pratiques de fixation des prix plus normales.

Parallèlement, la hausse des prix des services, excluant le logement, devrait demeurer élevée au premier semestre de 2023. Cette projection cadre avec la demande robuste et le maintien de la croissance solide des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'inflation liée au logement et aux aliments achetés en magasin devrait ralentir, mais rester élevée et supérieure à l'inflation mesurée par l'IPC.

La Banque prévoit que l'inflation poursuivra sa descente vers la cible jusqu'en 2024. Cela reflète la normalisation des conditions d'approvisionnement à l'échelle mondiale et les effets des taux d'intérêt plus élevés sur la demande de services (**graphique 20**). Cela dit, une incertitude notable plane sur les perspectives. En particulier, la hausse des taux d'intérêt pourrait prendre plus de temps que prévu à affaiblir suffisamment la demande et les coûts de main-d'œuvre pour considérablement pousser l'inflation des services à la baisse (section **Les risques entourant les perspectives d'inflation**).

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

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les risques entourant les perspectives d'inflation décrits dans le *Rapport* d'octobre restent importants. Même si la Banque considère ces derniers comme relativement équilibrés, les risques à la hausse sont plus préoccupants, car l'inflation demeure trop élevée.

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

Le principal risque à la hausse est que l'inflation des prix des services au Canada soit plus tenace que projeté. Par ailleurs, les prix mondiaux de l'énergie pourraient monter en raison d'un regain de vigueur plus rapide de l'économie de la Chine et de l'incertitude persistante causée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Ces risques avaient été relevés dans le *Rapport* d'octobre et restent présents.

Bien que les attentes d'inflation à court terme se soient atténuées au Canada et que moins d'entreprises craignent de fortes augmentations des prix, ces attentes restent supérieures aux prévisions de la Banque. Les résultats des enquêtes montrent que les attentes sont plus largement distribuées parmi les répondants qu'à la normale. Ainsi, le risque subsiste que les attentes d'inflation et, par conséquent, l'inflation elle-même, se maintiennent à un niveau plus élevé qu'attendu. Et c'est du côté des prix des services que ce risque est le plus prononcé (**encadré 3**).

L'inflation pourrait aussi rester élevée dans le secteur des services si les coûts de la main-d'œuvre augmentent plus que prévu. En effet, le taux de croissance sur un an de ces coûts s'y établit à environ 5 %. Dans la projection, leur progression ralentit et se rapproche de la cible d'inflation de 2 %. Toutefois, l'inflation dans ce secteur pourrait s'avérer plus persistante que prévu si la croissance de la productivité rebondit plus lentement ou que le marché du travail reste tendu plus longtemps qu'escompté.

Des facteurs mondiaux comme l'amélioration de la situation des chaînes d'approvisionnement et la baisse des prix de l'énergie ont plus atténué les pressions sur l'inflation que ce qui était anticipé en octobre. Cependant, la levée des restrictions sanitaires en Chine pourrait entraîner un raffermissement plus marqué que prévu de la croissance internationale et une hausse des prix des produits de base, surtout le pétrole. La capacité de l'approvisionnement énergétique mondial de s'adapter à ces chocs pourrait être moindre que par le passé, ce qui amplifierait ce risque. L'intensification des perturbations de l'approvisionnement en lien avec l'invasion de l'Ukraine

par la Russie pourrait également déclencher des flambées des prix du pétrole, du gaz naturel et des produits agricoles. De façon plus générale, une aggravation des tensions géopolitiques pourrait prolonger les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et causer une hausse des prix des biens échangés sur les marchés internationaux.

Parmi les risques à la hausse pour les perspectives d'inflation qui avaient été relevés en octobre, on soulignait également la possibilité que les ménages utilisent plus que prévu leur richesse et leur épargne accumulées, auquel cas les dépenses des ménages augmenteraient, ce qui accentuerait les pressions à la hausse sur l'inflation. Cependant, depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les dépenses de consommation ont été plus faibles qu'attendu, donc le risque pour les perspectives d'inflation s'est quelque peu amoindri.

Principal risque à la baisse : ralentissement économique mondial marqué

Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque estime que le principal risque à la baisse est un ralentissement économique marqué dans le monde. À mesure que la politique monétaire se resserre dans les grandes économies, les vulnérabilités financières internationales de longue date, comme le fort endettement, pourraient intensifier les répercussions de l'essoufflement de l'économie mondiale.

L'économie canadienne pourrait être touchée par le recul de la demande étrangère, la détérioration des termes de l'échange et les effets de débordement sur le système financier du pays. Le resserrement des conditions financières et la hausse du chômage qui s'ensuivraient pourraient miner la confiance des acheteurs sur le marché du logement et engendrer une chute des prix des logements plus forte que prévu. Tout cela pourrait alors réduire la richesse des ménages et l'accès au crédit, en plus d'entamer la confiance des consommateurs.

Le risque d'un ralentissement économique mondial marqué reste présent, mais semble s'être atténué depuis la publication du *Rapport* d'octobre. En effet, les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont améliorées, les conditions financières se sont assouplies et le dollar américain a perdu du terrain, ce qui a allégé la pression sur certaines économies émergentes.

Dans la livraison précédente du *Rapport*, on décrivait aussi le risque que la flambée des prix de certains biens observée depuis le début de la pandémie puisse s'inverser. Cependant, même si les coûts de l'énergie et des transports ont reculé et que l'inflation des prix de certains biens s'est atténuée, il n'y a pas encore eu d'inversion généralisée de ces prix.