



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2023



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

Le ciblage de l'inflation et l'économie

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

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

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

Les outils de politique monétaire

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

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

Les communications

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

Le suivi de l'inflation

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

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

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

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

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

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



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2023

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
L'économie mondiale	3
Léger resserrement des conditions financières	4
Encadré 1 : Principaux éléments de la projection	5
Persistance de l'inflation	6
Ralentissement d'une économie américaine encore dynamique	7
Faiblesse de la croissance dans la zone euro	8
Ralentissement de la croissance en Chine après le bond observé	8
Diminution des prix du pétrole	9
L'économie canadienne	10
Pressions inflationnistes persistantes	12
Demande étonnamment soutenue	13
Marché du travail tendu, mais des signes de détente perceptibles	15
Ralentissement de la croissance de la demande et redressement de l'offre	17
Encadré 2 : Révision des perspectives en matière d'inflation et d'activité économique	19
Encadré 3 : Santé financière des ménages	21
Retour à la cible d'inflation en 2025	24
Les risques entourant les perspectives d'inflation	27
Principaux risques à la hausse	27
Principaux risques à la baisse	28

Vue d'ensemble

L'inflation continue de diminuer à l'échelle mondiale, mais l'inflation fondamentale demeure élevée dans les grandes économies. En réponse à cela, plusieurs banques centrales ont relevé – ou indiqué qu'elles relèveraient – leur taux directeur davantage.

L'expansion de l'économie mondiale a été plus forte au premier semestre de 2023 qu'anticipé en début d'année, notamment grâce à la croissance de la consommation étonnamment vigoureuse aux États-Unis. L'accroissement de la demande mondiale devrait se modérer au cours de la prochaine année, compte tenu du resserrement de la politique monétaire et du ralentissement de l'économie chinoise.

Au Canada, l'inflation a continué de descendre. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est établie à 3,4 % en mai. Cette baisse indique que d'importants progrès ont été réalisés pour rétablir la stabilité des prix au cours de la dernière année, l'inflation ayant constamment reculé depuis son sommet de 8,1 % atteint l'été dernier.

Toutefois, ce mouvement à la baisse du côté de l'inflation est en perte de vitesse. Cela tient surtout au fait que la demande surpasse encore l'offre au Canada. En effet, les dépenses des ménages ont été robustes, soutenues par la forte demande de main-d'œuvre, la croissance de la population et l'épargne accumulée. Dans le secteur du logement, les reventes et les prix se sont redressés. En même temps, les investissements des entreprises diminuent. Les conditions du marché du travail restent tendues, mais semblent s'assouplir.

La Banque prévoit que la croissance du produit intérieur brut (PIB) ralentira pour s'établir à environ 1 % en moyenne durant le dernier semestre de cette année et la première moitié de 2024. Cela suppose une croissance du PIB de 1,8 % en 2023 et de 1,2 % en 2024. Les hausses cumulatives de taux d'intérêt, dont les effets se propagent dans l'économie, pèseront sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises. On s'attend aussi à ce que la faible demande étrangère freine la progression des exportations. La croissance du PIB devrait se redresser graduellement à partir du deuxième semestre de 2024 pour atteindre 2,4 % en 2025.

On prévoit maintenant que l'inflation restera autour de 3 % au cours de la prochaine année. À mesure que la demande excédentaire se dissipera et que les conditions du marché du travail s'assoupliront, l'inflation reviendra peu à peu à la cible de 2 % au milieu de 2025. C'est environ deux trimestres plus tard que prévu dans le *Rapport* de janvier et celui d'avril.

Une incertitude considérable entoure cette prévision, particulièrement en 2024 et en 2025. Les taux d'inflation fondamentale sur trois mois sont restés entre 3½ et 4 % pendant un certain temps. Même si les attentes d'inflation à court terme diminuent, elles sont encore élevées. La demande excédentaire a également été plus persistante que prévu. Tout cela indique un risque accru que les progrès vers la stabilité des prix soient freinés.

L'économie mondiale

L'inflation continue de reculer dans la plupart des régions, mais l'inflation fondamentale s'avère tenace, surtout du côté des services. En effet, les pressions inflationnistes persistent dans de nombreuses économies en raison des tensions sur les marchés du travail, de la demande vigoureuse des consommateurs et des attentes d'inflation élevées. Pour y répondre, plusieurs grandes banques centrales ont relevé davantage leur taux directeur ou annoncé de possibles hausses supplémentaires.

L'expansion de l'économie mondiale s'est révélée plus forte que prévu, surtout aux États-Unis, le principal partenaire commercial du Canada. Il convient de mentionner l'étonnante vigueur des dépenses de consommation dans ce pays, les ménages ayant continué de puiser dans l'épargne accumulée durant la pandémie, tandis que les tensions sur le marché du travail ont soutenu les revenus. Toujours aux États-Unis, la robustesse des investissements des entreprises a également déjoué les attentes. En comparaison, la croissance économique a été faible dans la zone euro, essentiellement comme prévu.

Au cours de la prochaine année, la croissance de l'économie mondiale devrait décélérer à mesure que la politique monétaire limitera davantage la demande. Aux États-Unis, l'expansion de la demande est également modérée par la politique budgétaire restrictive et par la réduction des dépenses s'appuyant sur l'épargne accumulée durant la pandémie. Parallèlement, en Chine, la croissance économique devrait s'essouffler à mesure que le regain d'activité provoqué par la levée des restrictions sanitaires s'atténuera et que l'expansion de la demande extérieure ralentira. La croissance mondiale devrait ensuite connaître une modeste reprise dans la deuxième moitié de 2024, puis se renforcer en 2025, les effets des hausses de taux d'intérêt sur la croissance économique s'estompant (**tableau 1**).

Avec le ralentissement de la croissance de la demande, l'inflation devrait reculer. Ce repli proviendra d'abord du secteur des biens, alors que l'ajustement dans celui des services se fera plus graduellement. On s'attend à ce que d'ici la fin de 2025, l'inflation s'approche des cibles fixées par les banques centrales, mais selon un rythme qui demeure incertain.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

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

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

† Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans le *Rapport* d'avril.

‡ 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

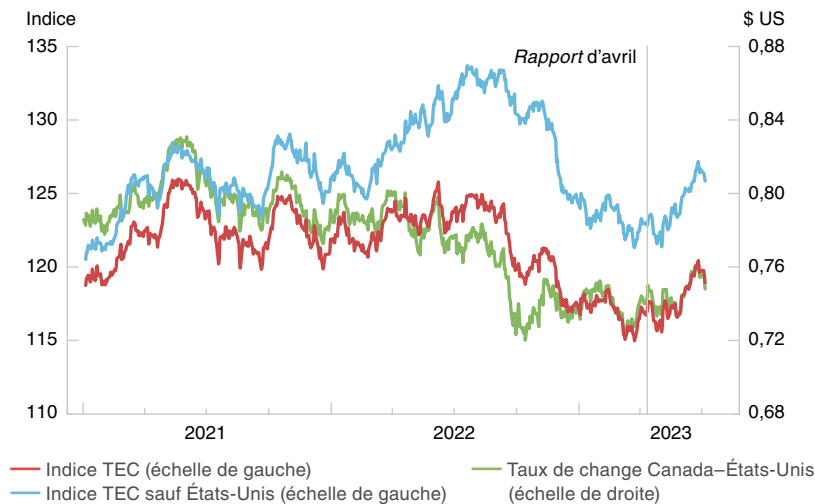
Léger resserrement des conditions financières

Les conditions financières mondiales se sont légèrement resserrées par rapport au début de l'année. Le rendement des obligations d'État parmi les économies avancées a augmenté, au fil des relèvements des taux directeurs et de la prise en compte par les marchés d'un resserrement monétaire plus prolongé. Le rendement des actions a enregistré une hausse, surtout attribuable à un petit nombre de titres technologiques.

La valeur du dollar canadien par rapport au dollar américain est proche de ce qu'elle était plus tôt dans l'année, mais elle s'est appréciée par rapport à un panier plus large de devises (**graphique 1** et **encadré 1**).

Graphique 1 : La valeur du dollar canadien par rapport au dollar américain a peu changé

Taux de change canadiens, données quotidiennes



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

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

Dernière observation : 6 juillet 2023

Encadré 1

Principaux éléments de la projection

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

- Les prix du pétrole sont inférieurs à ceux postulés dans le *Rapport d'avril*. Au cours de la période de projection, la Banque situe le prix du baril à 80 \$ US pour le Brent, à 75 \$ pour le West Texas Intermediate et à 60 \$ pour le Western Canadian Select. Dans les trois cas, c'est 5 \$ en dessous de l'hypothèse formulée en avril.
- 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 75 cents américains pendant la période de projection, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment et pratiquement identique au niveau postulé en avril.
- La croissance de la production potentielle au Canada devrait passer de 1,4 % en 2022 à environ 2 % par année durant la période de projection.
- Selon les estimations, le produit intérieur brut (PIB) réel a progressé d'environ 1,5 % au deuxième trimestre de 2023, une croissance en deçà de celle de la production potentielle. En conséquence, la

Banque estime que l'écart de production se situe entre 0 et 1 % au deuxième trimestre. La demande excédentaire est donc légèrement inférieure à l'estimation pour le premier trimestre¹.

- L'information contenue dans l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux publiés est prise en compte dans la projection. Les dépenses publiques augmentent d'environ 2 % par année, ce qui représente une contribution moyenne de 0,5 point de pourcentage à la croissance du PIB durant la période de projection.
- La Banque estime que le taux nominal neutre au Canada se situe dans une fourchette de 2 à 3 %². La projection repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point médian de cette fourchette.

¹ L'écart de production estimé pour le premier trimestre de 2023 se situe entre 0,25 % et 1,25 %, ce qui est conforme à l'estimation présentée dans le *Rapport d'avril*.

² Le taux d'intérêt nominal neutre correspond par définition au taux neutre réel majoré de 2 % pour tenir compte de l'inflation. Le taux neutre réel est le taux d'intérêt compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour en savoir plus, voir J. Champagne, C. Hajzler, D. Matveev, H. Melnychuk, A. Poulin-Moore, G. K. Ozhan, Y. Park et T. Taskin (2023), *Potential output and the neutral rate in Canada: 2023 assessment*, note analytique du personnel 2023-6, Banque du Canada; et S. Ahmed, A. Avshalumov, T. Chaar, E. Ekanayake, H. Lao, L. Poirier, J. Rolland-Mills, A. Toktamyssov et L. Xiang (2023), *Assessing global potential output growth and the US neutral rate: April 2023*, note analytique du personnel 2023-5, Banque du Canada.

Persistance de l'inflation

Bien que l'inflation ait reculé en raison du fléchissement des prix de l'énergie, de la diminution des contraintes d'offre et du resserrement monétaire, l'inflation fondamentale n'a toujours pas amorcé de réelle tendance à la baisse (**graphique 2**). Dans de nombreux pays, cette vigueur de l'inflation fondamentale s'explique par les fortes hausses de prix persistantes dans les secteurs des services intégrés à l'indice.

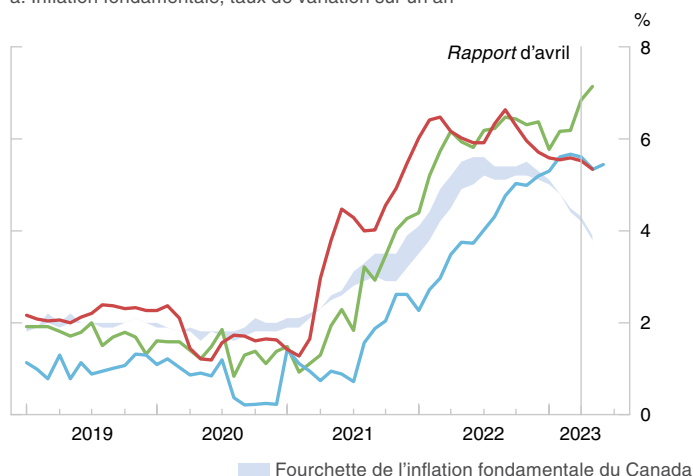
Au cours de l'horizon de projection, l'inflation devrait se rapprocher des cibles des banques centrales, à la suite du resserrement des conditions monétaires et du ralentissement de la croissance de la demande qui en découle. Le rythme de cet ajustement tient à la lente réaction des prix des services. En effet, dans ce secteur, l'inflation reste obstinément élevée en raison à la fois d'une demande robuste (**graphique 3**, figure a), des tensions sur les marchés du travail et des attentes élevées à l'égard de l'inflation à court terme.

Par contraste, le taux d'augmentation des prix des biens compris dans la mesure de l'inflation fondamentale devrait reculer plus rapidement. La demande de biens manufacturés est relativement modeste (**graphique 3**, figure b), les prix de l'énergie ont baissé et les problèmes d'approvisionnement sont en cours de résorption.

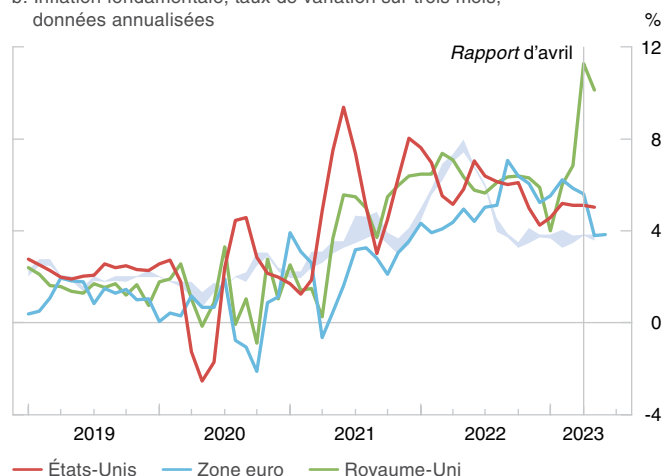
Graphique 2 : L'inflation fondamentale demeure élevée dans de nombreuses économies

Données mensuelles

a. Inflation fondamentale, taux de variation sur un an



b. Inflation fondamentale, taux de variation sur trois mois, données annualisées



Nota : Le taux d'inflation est calculé à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé (zone euro) et l'indice des prix à la consommation (IPC) pour tous les autres pays. La fourchette de l'inflation fondamentale du Canada comprend l'IPC-tronc et l'IPC-méd. Les données sont désaisonnalisées sauf pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni dans la figure a. Pour la figure b, la désaisonnalisation de la série du Royaume-Uni a été calculée par le personnel de la Banque du Canada.

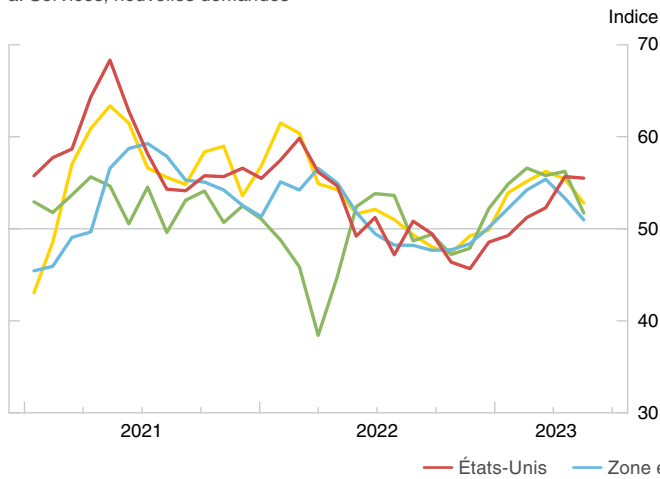
Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat et Office for National Statistics (Royaume-Uni) via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : juin 2023 (zone euro), mai 2023 (autres)

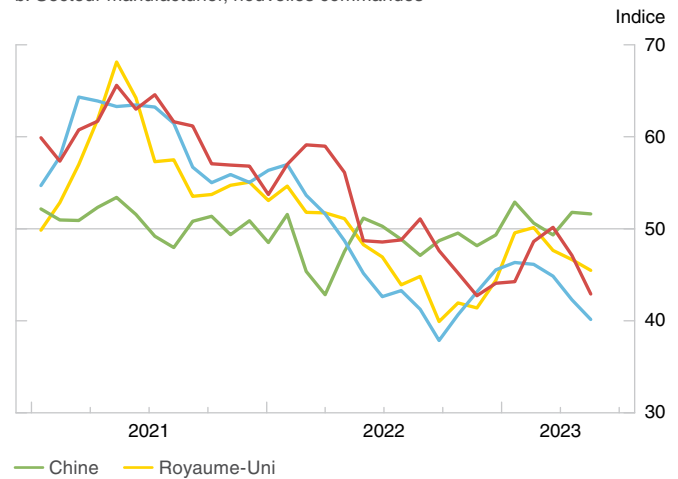
Graphique 3 : La demande est élevée pour les services, mais faible pour les biens

Indice des directeurs d'achat, données mensuelles

a. Services, nouvelles demandes



b. Secteur manufacturier, nouvelles commandes



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique une amélioration (détérioration) de la conjoncture dans ce secteur par rapport au mois précédent. Pour la Chine, l'indice PMI est basé sur l'indice Caixin.

Source : S&P Global via Haver Analytics

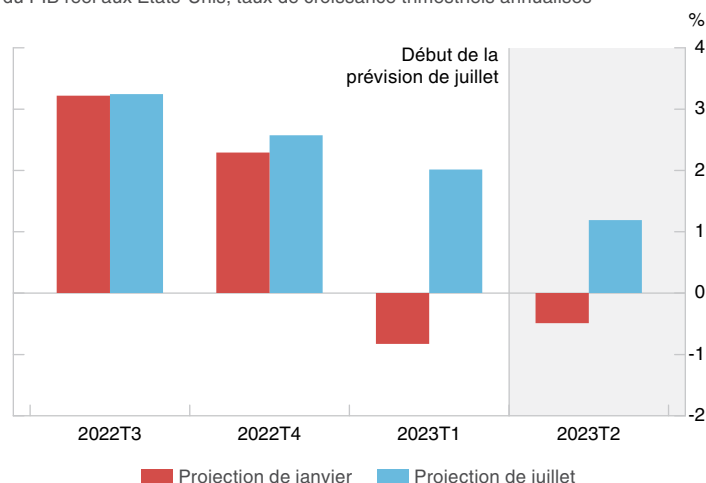
Dernière observation : juin 2023

Ralentissement d'une économie américaine encore dynamique

En dépit de la vigueur surprenante des dépenses de consommation et d'investissement durant la première moitié de 2023, l'expansion de l'économie américaine ralentit (**graphique 4**). Dans le scénario de référence, la croissance stagne au premier semestre de 2024, sous l'effet des conditions monétaires restrictives, du durcissement de la politique budgétaire et de la diminution du rôle de l'épargne accumulée. En outre, en même temps que les dépenses se contractent, le chômage commence à augmenter et la progression des salaires fléchit. La Banque s'attend à ce que le ralentissement de l'activité économique aux États-Unis, combiné au rééquilibrage de la consommation des biens vers les services, affaiblisse la demande d'importations, y compris en provenance du Canada. Par contre, au second semestre de 2024 et en 2025, la croissance de l'économie américaine devrait se redresser à mesure que l'effet des resserrements de la politique monétaire se dissipera.

Graphique 4 : La croissance de la production américaine ralentit, mais a été plus forte que prévu

Croissance du PIB réel aux États-Unis, taux de croissance trimestriels annualisés



Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada
Dernière valeur du graphique : 2023T2

Faiblesse de la croissance dans la zone euro

Dans la zone euro, l'économie a essentiellement arrêté de progresser au cours de la première moitié de l'année. La fragilité de la confiance des consommateurs conjuguée à la baisse du pouvoir d'achat et au resserrement monétaire pèsent sur la demande intérieure. La production du secteur manufacturier se contracte à mesure que la demande étrangère de biens diminue. Parallèlement, l'activité a été robuste dans le secteur des services, les ménages continuant de s'offrir les services dont ils n'ont pas pu profiter pendant la pandémie.

La croissance économique devrait rester faible jusqu'à la mi-2024, puisque la politique monétaire continuera de modérer la demande et de ramener l'inflation à la cible de la Banque centrale européenne. On s'attend ensuite à ce que la croissance se renforce en 2025.

Ralentissement de la croissance en Chine après le bond observé

Après avoir bondi au début de l'année, la croissance de l'économie chinoise ralentit. Le rebond de l'activité qui s'est produit dans le secteur des services à la suite de la levée des restrictions sanitaires liées à la COVID-19 s'est traduit par une reprise de la croissance plus rapide que ce qui avait été prévu au début de l'année. Mais ce rebond est en train de s'estomper plus vite qu'escompté initialement. Le ralentissement de l'activité économique mondiale pèse sur les exportations, en particulier celles de biens manufacturés, et au pays, la confiance est à un bas niveau. Par ailleurs, le secteur immobilier demeure affaibli par la construction excessive de logements dans le passé.

Dans sa projection, la Banque présume que l'assouplissement des politiques publiques apportera un certain soutien à l'économie tout au long de 2024. Elle s'attend à ce que la croissance ralentisse en 2025, étant donné la réduction de la population active et du rythme d'expansion des investissements des entreprises.

Diminution des prix du pétrole

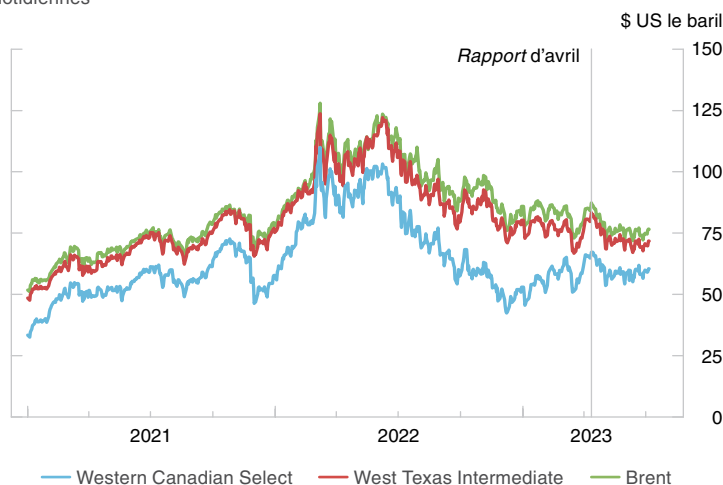
Les cours du pétrole ont encore baissé au cours des trois derniers mois, le prix du baril de Brent avoisinant généralement 75 \$ US (**graphique 5**). Ce repli des cours tient essentiellement au fait que les marchés craignent que la faiblesse de la future activité industrielle à l'échelle mondiale ne freine la demande.

Il est toutefois probable que les prix du pétrole augmenteront si la demande progresse conformément à la projection de la Banque du Canada concernant la croissance économique mondiale et que l'offre ne parvient pas à suivre. Pour mieux équilibrer ces risques, la Banque présume que le prix du baril de Brent s'établira à 80 \$ US au cours de sa période de projection.

Cela fait plusieurs mois que les prix du gaz naturel sont relativement stables par rapport à la volatilité observée en 2022. Les prix des métaux de base ont reculé, en raison surtout de la faiblesse de l'activité dans le marché du logement et le secteur industriel chinois. Les prix des autres produits de base non énergétiques n'ont pratiquement pas changé.

Graphique 5 : Les prix du pétrole ont baissé récemment

Données quotidiennes



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

Dernière observation : 6 juillet 2023

L'économie canadienne

La Banque a accompli de grands progrès pour ramener l'inflation à la cible de 2 %. En effet, après avoir atteint un sommet de 8,1 % à l'été 2022, l'inflation s'est établie à 3,4 % en mai 2023.

L'activité économique – en particulier les dépenses des ménages – a été étonnamment vigoureuse, grâce au marché du travail tendu, à la croissance démographique rapide et à l'épargne accumulée des ménages, qui se trouve à un haut niveau¹. La croissance de la consommation au premier trimestre de 2023 s'est avérée plus forte qu'on ne l'envisageait. Elle s'est établie à 5,8 %, stimulée par les dépenses tant en services qu'en biens sensibles aux taux d'intérêt. Dans le secteur du logement, l'activité de revente et les prix se sont également redressés plus tôt que prévu. En même temps, le marché du travail est resté tendu, les tensions ne s'étant que peu atténuées depuis le début de l'année.

La croissance économique devrait ralentir et avoisiner 1 % en moyenne pendant le deuxième semestre de 2023 et le premier de 2024 (**tableau 2** et **tableau 3**). Ce ralentissement sera dû aux effets des taux d'intérêt plus élevés sur les dépenses des ménages et les investissements des entreprises, ainsi qu'à l'atténuation de certains facteurs temporaires. En outre, la faible demande étrangère devrait freiner la progression des exportations. La croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait se redresser au deuxième semestre de 2024, à mesure que l'effet des taux d'intérêt plus élevés sur la croissance économique se dissipera. La demande étrangère devrait également se raffermir, et ainsi stimuler les exportations.

L'inflation prendra vraisemblablement plus de temps à descendre vers la cible qu'on ne l'entrevoyait dans les rapports précédents. En effet, on s'attend à ce qu'elle continue d'avoisiner 3 % au cours de l'année prochaine. La demande excédentaire plus grande et l'inflation fondamentale plus tenace devraient accentuer les pressions sous-jacentes sur les prix. Selon nos prévisions, la politique monétaire restrictive pèsera sur la croissance de la demande, et l'économie commencera à afficher une offre légèrement excédentaire au début de 2024. L'inflation devrait baisser par la suite et atteindre la cible de 2 % au milieu de 2025. Elle retournerait donc à la cible deux trimestres plus tard qu'on l'avait projeté.

¹ Dans le présent *Rapport*, la Banque compare ses perspectives les plus récentes à celles présentées en janvier 2023. Cette période plus longue permet d'avoir une meilleure vue sur les données accumulées sur l'évolution de l'économie et de l'inflation. Les projections du *Rapport* d'avril sont présentées dans le **tableau 2** et le **tableau 3**.

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

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

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans le *Rapport d'avril*.

† 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*

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

* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 1**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans le *Rapport d'avril*.

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

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

Pressions inflationnistes persistantes

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) est passée de 8,1 % en juin 2022 à 3,4 % en mai. L'inflation a diminué 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 sur l'ensemble de l'économie. Ces derniers mois, la hausse des marges des raffineries a modéré en partie l'impact de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation. Les prix de l'énergie, en particulier, peuvent contribuer de manière significative à la volatilité de l'inflation. Il est donc utile d'évaluer les pressions inflationnistes sous-jacentes à partir des mesures de l'inflation fondamentale.

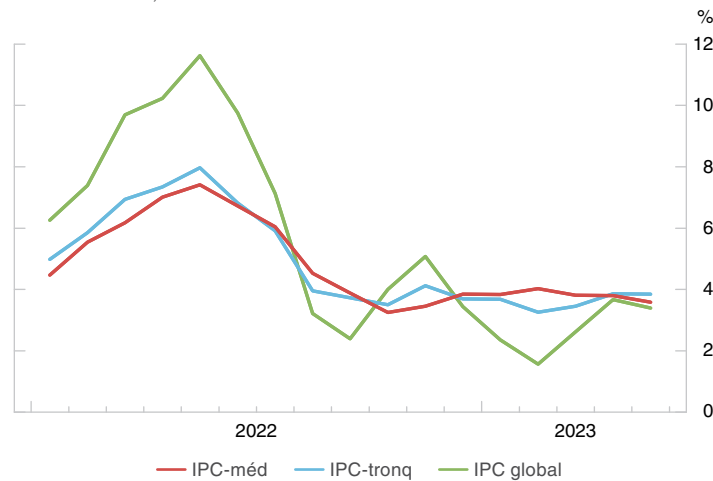
L'inflation fondamentale continue de fléchir légèrement, mais cela s'explique en grande partie par les effets de glissement annuel. Ceux-ci impliquent que les fortes augmentations de prix du printemps dernier ne sont plus reflétées dans le calcul du taux sur un an. En revanche, les taux d'inflation fondamentale sur trois mois se maintiennent dans une fourchette de 3½ à 4 % depuis septembre 2022 (**graphique 6**), soit près de 1 point de pourcentage de plus que postulé par la Banque en janvier.

D'autres taux d'inflation sur trois mois montrent une tendance similaire, puisqu'ils ont plus ou moins stagné depuis l'été 2022 (**graphique 7**).

Le fait que l'inflation fondamentale se maintienne à un niveau relativement élevé au Canada donne à penser que l'inflation mesurée par l'IPC pourrait être plus persistante qu'on ne le pensait au départ. On retrouve un phénomène semblable dans d'autres économies.

Graphique 6 : Le mouvement à la baisse de l'inflation fondamentale stagne

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

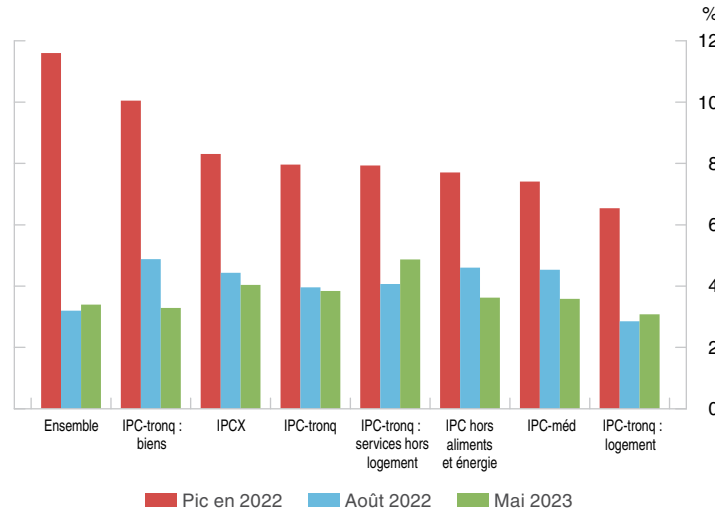


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2023

Graphique 7 : Le rythme de la désinflation de nombreux agrégats de l'IPC est lent depuis août 2022

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



Nota : Pour un complément d'information au sujet des différentes mesures de l'IPC, voir le [site Web](#) de la Banque. L'« IPC-tronq : biens », l'« IPC-tronq : services hors logement », et l'« IPC-tronq : logement » regroupent par catégories les changements de prix qui contribuent à l'IPC-tronq chaque mois.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2023

Demande étonnamment soutenue

L'activité économique a été vigoureuse au premier trimestre de 2023 et la croissance dans la première moitié de l'année dépassera probablement les attentes énoncées dans le *Rapport* de janvier. L'augmentation de la population découlant de l'afflux important de nouveaux arrivants au Canada a soutenu cette croissance².

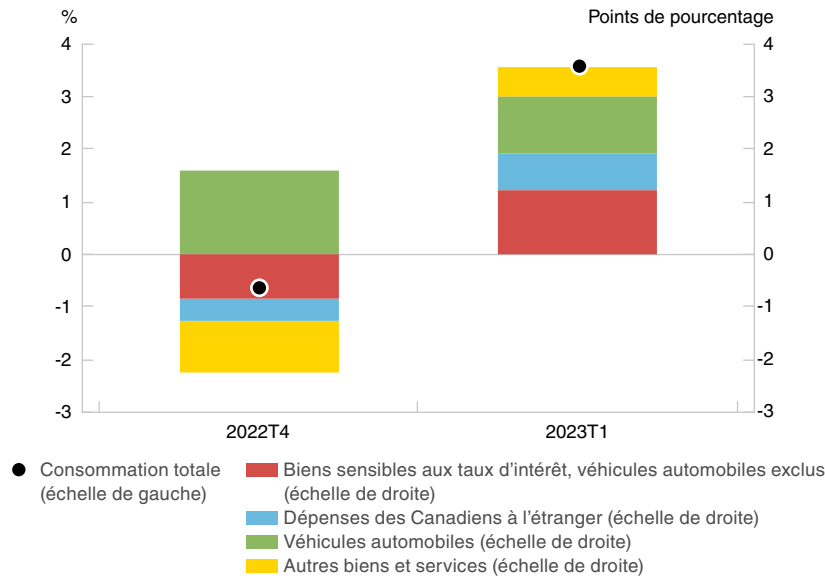
Les dépenses de consommation par habitant pour un large éventail de biens et de services ont fait un bond inattendu au premier trimestre. Les dépenses en biens sensibles aux taux d'intérêt, comme les meubles, les vêtements et l'équipement récréatif, ont été étonnamment élevées (**graphique 8**). Selon des données récentes sur les ventes au détail, la consommation de biens semble être restée solide. Et quant aux dépenses en services, elles ont été robustes et poursuivent leur redressement après les effets de la pandémie de COVID-19.

Les acheteurs ont commencé à revenir sur le marché de la revente de logements (**graphique 9**, figure a). Dans un contexte où l'offre est encore insuffisante, les prix de revente ont augmenté en mai pour un deuxième mois consécutif (**graphique 9**, figure b). Les augmentations, qu'elles concernent les reventes ou les prix, ont été observées dans tout le pays et ont été plus marquées qu'on ne l'escomptait dans le *Rapport* de janvier.

² Les nouveaux arrivants englobent les résidents permanents et les résidents temporaires.

Graphique 8 : Les dépenses en biens et services ont été robustes au premier trimestre de 2023

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

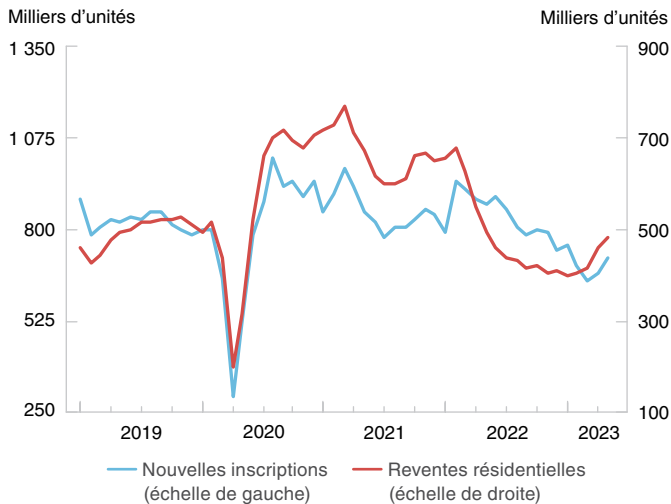


Sources : Statistique Canada et calculs et estimations de la Banque du Canada
Dernière observation : 2023T1

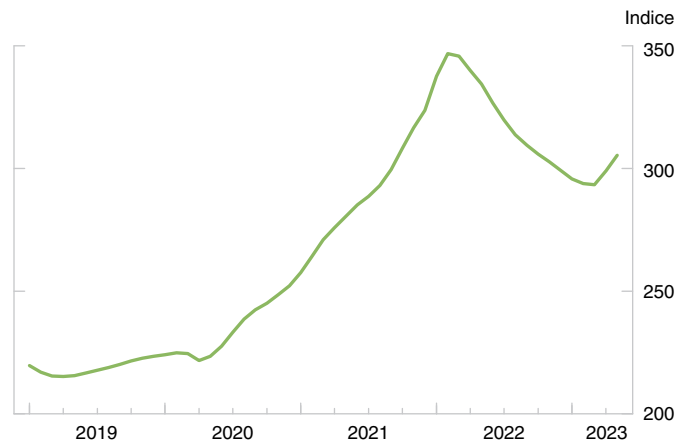
Graphique 9 : L'activité et les prix de revente de logements ont augmenté au cours des derniers mois

Données mensuelles

a. Reventes et nouvelles inscriptions résidentielles, données désaisonnalisées et annualisées



b. Prix de revente, Indice des prix des propriétés MLS®, base 100 de l'indice : janvier 2005, données désaisonnalisées



Sources : L'Association canadienne de l'immobilier et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : mai 2023

La vigueur inattendue des dépenses des ménages au premier semestre de 2023 aurait plusieurs raisons (certains facteurs sont temporaires, alors que d'autres pourraient persister) :

- marché du travail tendu
- croissance démographique causée par la hausse du nombre de nouveaux arrivants au Canada
- épargne accumulée des ménages
- demande refoulée de services
- récentes mesures budgétaires fédérales et provinciales

Il est difficile de différencier les effets de ces facteurs; c'est pourquoi la Banque s'efforce d'équilibrer dans sa projection les risques entourant les perspectives de consommation des ménages. Toutefois, certains risques subsistent.

Une montée inattendue des exportations, en partie liée à un raffermissement plus prononcé que prévu de la demande étrangère, a aussi soutenu l'activité économique et le marché du travail au premier semestre de 2023. Par ailleurs, l'amélioration des chaînes d'approvisionnement a stimulé les exportations de véhicules automobiles.

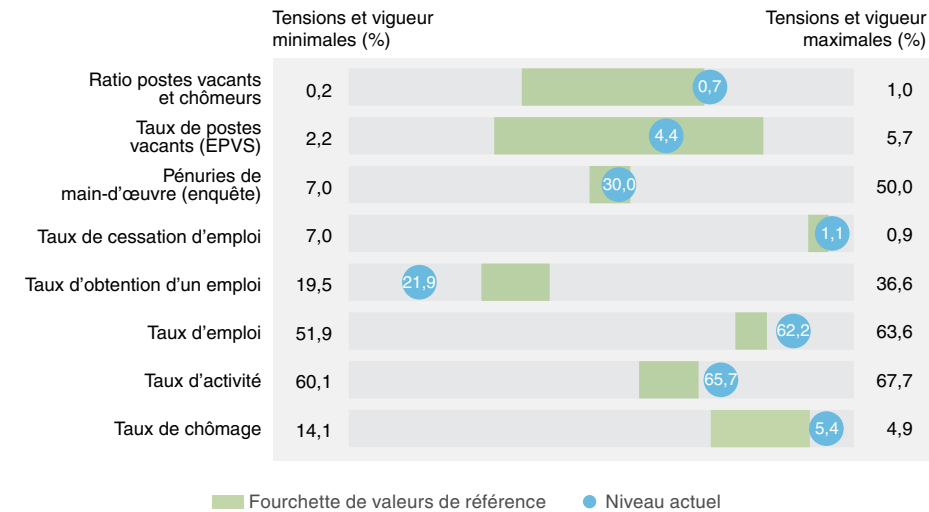
Marché du travail tendu, mais des signes de détente perceptibles

Compte tenu du dynamisme de la demande globale, le marché du travail demeure tendu. Une vaste gamme d'indicateurs laisse supposer qu'on est encore au-dessus du niveau d'emploi maximal durable (**graphique 10**). La demande de main-d'œuvre demeure élevée et la croissance de l'emploi a été forte, celle-ci se traduisant par la création nette d'environ 290 000 emplois dans les six premiers mois de 2023. Dans de nombreux cas, les nouveaux venus sur le marché du travail ont vite trouvé un emploi. Le taux de chômage a légèrement augmenté mais reste bas par rapport au passé. La croissance des salaires s'est située entre 4 et 5 % environ (**graphique 11**).

En même temps, le resserrement de la politique monétaire semble atténuer la demande de main-d'œuvre. Le nombre de postes vacants a diminué depuis la parution du *Rapport* de janvier, et la création nette d'emplois ces derniers mois s'est faite à un rythme inférieur à celui qu'implique la croissance démographique (**graphique 12**). Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée au deuxième trimestre de 2023 estiment qu'il leur est désormais plus facile de trouver le personnel nécessaire. Selon eux, cette situation s'expliquerait par la diminution de la concurrence et l'amélioration de l'offre de main-d'œuvre.

Graphique 10 : Le marché du travail reste tendu

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



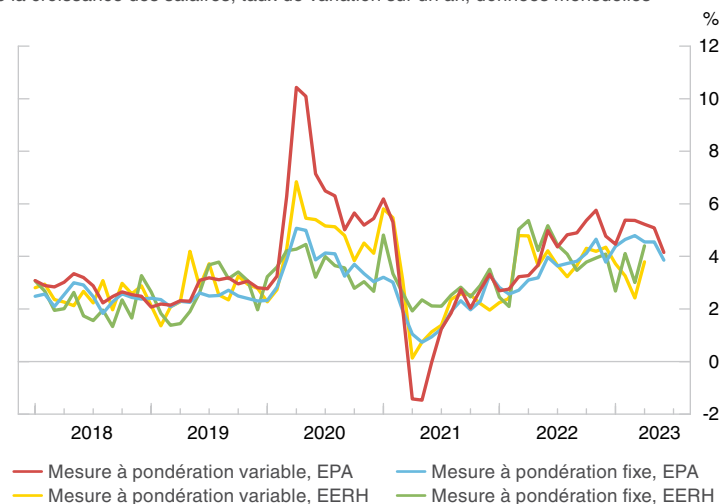
Nota : L'« enquête » désigne l'enquête sur les perspectives des entreprises, « EPVS », l'Enquête sur les postes vacants et les salaires, et « EPA », l'Enquête sur la population active. Le ratio postes vacants et chômeurs se fonde sur les données de l'EPVS et de l'EPA. Ce ratio est une proportion et non un pourcentage. Sauf indication contraire, les données de toutes les autres séries proviennent de l'EPA. Pour en savoir plus sur les valeurs de référence, voir E. Ens, K. See et C. Luu (2023), [Benchmarks for assessing labour market health: 2023 update](#), mise à jour de 2023, note analytique du personnel 2023-7, Banque du Canada.

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

Dernières observations : 2023T2 (enquête sur les perspectives des entreprises), avril 2023 (EPVS), juin 2023 (EPA)

Graphique 11 : La plupart des mesures de la croissance des salaires se sont situées entre 4 et 5 %

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



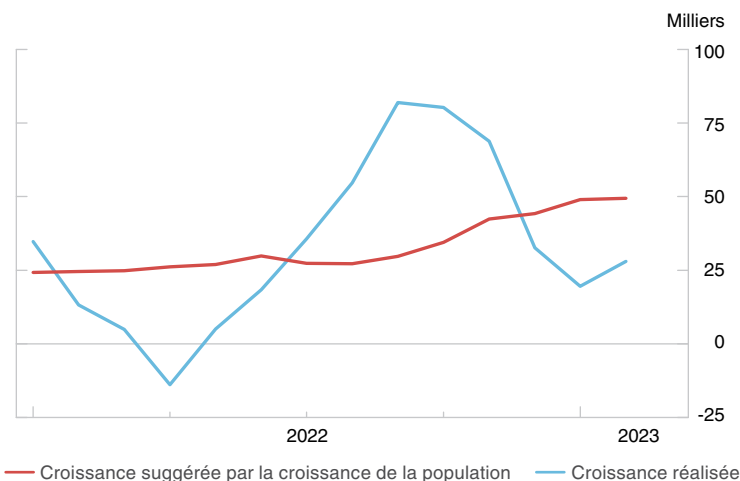
Nota : « EPA » désigne l'Enquête sur la population active et « EERH », l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail. La mesure à pondération fixe de l'EPA est établie à l'aide des pondérations de 2019 relatives à l'emploi.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : avril 2023 (EERH), juin 2023 (EPA)

Graphique 12 : La croissance de l'emploi est désormais moins rapide que ce que laissait présager la forte croissance démographique

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



Nota : La croissance de l'emploi suggérée par la croissance de la population est calculée en multipliant le changement mensuel net dans la population en âge de travailler de 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 : juin 2023

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

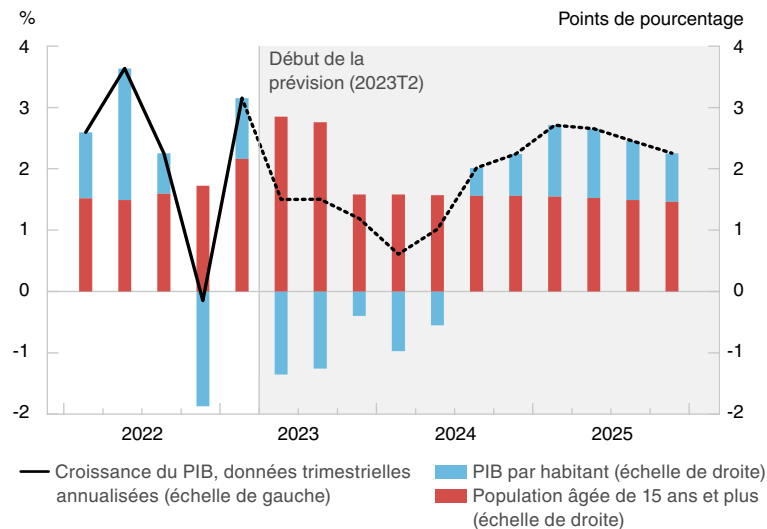
On s'attend à ce que la croissance économique ralentisse au cours de l'année à venir. Les hausses de taux d'intérêt ont alourdi le service de la dette et réduit les ressources liquides dont disposent les ménages et les entreprises pour acheter des biens et services. Ces hausses ont aussi fait monter le coût des nouveaux emprunts et ralenti la croissance du crédit aux ménages. Par conséquent, les gros achats comme les véhicules automobiles et d'autres biens de consommation durables, ainsi que les logements, ont été bridés. Lorsque la demande ralentit, la production finit par suivre le mouvement. La demande de main-d'œuvre et la croissance des salaires sont à leur tour entraînées et freinent davantage la demande globale.

Les exportations devraient diminuer, car la hausse des taux d'intérêt dans d'autres pays, en particulier aux États-Unis, pèsera sur la demande étrangère de biens en provenance du Canada. Du reste, l'influence de certains des facteurs qui soutiennent temporairement la croissance des exportations, tels que la reprise de la production de véhicules automobiles permise par la résorption des problèmes des chaînes d'approvisionnement, devrait s'estomper.

On estime que la croissance du PIB réel a ralenti au deuxième trimestre de 2023, pour se situer à 1,5 %. Elle devrait continuer de ralentir et avoisiner 1 % en moyenne pendant le second semestre de 2023 et le premier de 2024. Elle serait ainsi inférieure au taux d'expansion démographique, qui devrait être de 1,9 % en moyenne durant cette période (**graphique 13 et tableau 3**). Le PIB réel par habitant devrait baisser essentiellement du fait de la réduction par habitant des dépenses de consommation et de la faiblesse des investissements des entreprises.

Graphique 13 : Après une période de vigueur au premier trimestre de 2023, la croissance économique devrait ralentir et demeurer modeste jusqu'à la mi-2024

Contributions au PIB réel, données trimestrielles



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

L'activité économique devrait s'accélérer au deuxième semestre de 2024, à mesure que s'atténueront les effets du resserrement monétaire sur la croissance (**tableau 2**). La croissance du PIB devrait passer de 1,2 % en 2024 à 2,4 % en 2025.

La Banque fait l'hypothèse que la croissance de la production potentielle s'établira à environ 2 % en moyenne durant la période projetée, en raison de la solide progression du facteur travail tendanciel et de l'accélération de la croissance de la productivité tendancielle du travail. La population active devrait augmenter vigoureusement, alimentée par une forte immigration et un afflux continu de résidents temporaires, ce qui fera plus que compenser l'incidence du vieillissement de la population.

Bien que la Banque s'attende encore à une période où l'offre sera légèrement excédentaire, il faudra plus de temps qu'envisagé auparavant pour en arriver là. En effet, la demande excédentaire devrait désormais persister tout au long de 2023 (**encadré 2**).

Encadré 2

Révision des perspectives en matière d'inflation et d'activité économique

Le présent encadré porte sur la révision des perspectives en matière d'inflation et d'activité économique depuis la publication du *Rapport de janvier*¹.

Depuis le *Rapport de janvier*, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait être plus élevée d'au plus 0,4 point de pourcentage au premier semestre de 2024 (**graphique 2-A**). On s'attend maintenant à ce qu'elle revienne à 2 % au milieu de 2025, soit deux trimestres plus tard que ce qui était prévu en janvier et en avril. L'inflation fondamentale devrait elle aussi être plus élevée d'au plus 0,5 point de pourcentage au premier trimestre de 2024.

La révision à la hausse des perspectives d'inflation s'explique par :

- la demande excédentaire plus persistante
- les prix des logements plus élevés qu'escompté
- les prix des biens échangeables supérieurs aux prévisions

Demande excédentaire

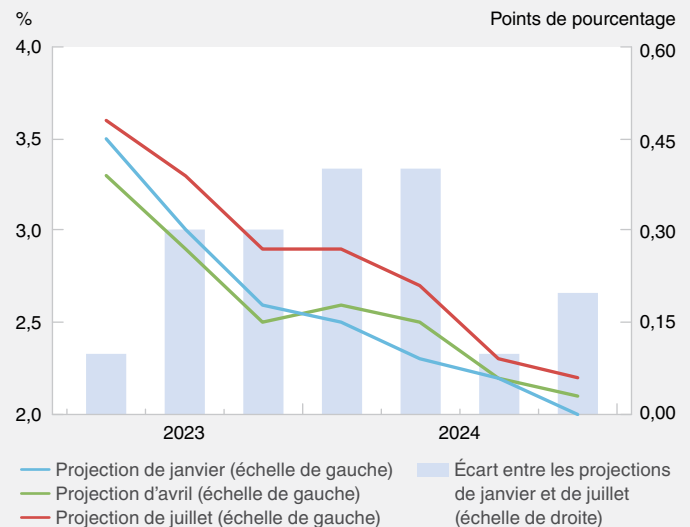
La projection pour la demande excédentaire en 2023 a été révisée à la hausse de près de 1 point de pourcentage depuis la livraison du *Rapport de janvier* (**graphique 2-B**). On prévoit maintenant un rééquilibrage de l'offre et de la demande au début de 2024, soit trois trimestres plus tard qu'anticipé précédemment.

En particulier, les perspectives de la consommation ont été revues à la hausse. Des perspectives d'évolution des prix des logements plus robustes qu'en janvier font augmenter la valeur nette des ménages, ce qui devrait stimuler les dépenses de consommation. D'autres facteurs contribuent également à la révision à la hausse des perspectives de la consommation, notamment :

- le marché du travail plus tendu qu'anticipé
- l'accroissement de la demande refoulée de services
- les récentes mesures budgétaires fédérales et provinciales

Graphique 2-A : Les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPC sont en hausse par rapport à janvier

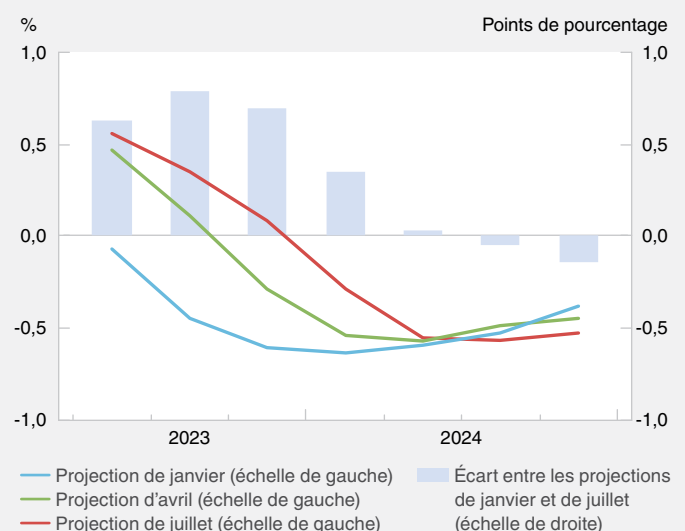
Taux de variation sur un an, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada
Dernière valeur du graphique : 2024T4

Graphique 2-B : Par rapport à la projection de janvier, la demande excédentaire devrait persister pendant trois trimestres de plus

Estimation de l'écart de production, données trimestrielles



Source : calculs, estimations et projections de la Banque du Canada
Dernière valeur du graphique : 2024T4

¹ Dans le présent rapport, la Banque compare ses perspectives les plus récentes à celles formulées dans le *Rapport de janvier* 2023. Cette période plus longue rend mieux compte des données accumulées sur la façon dont l'économie et l'inflation ont évolué. Les projections du *Rapport d'avril* sont également présentées dans les graphiques de cet encadré.

(suite à la page suivante)

Encadré 2 (suite)

Prix des logements

La reprise plus rapide que prévu des reventes de logements, conjuguée à une offre insuffisante, a fait monter les prix des logements plus qu'on s'y attendait en janvier (**graphique 2-C**). La vigueur inattendue des prix des logements devrait persister et faire grimper l'inflation d'au plus 0,3 point de pourcentage d'ici la fin de 2023, comparativement à ce qui avait été projeté en janvier.

Prix des biens échangeables

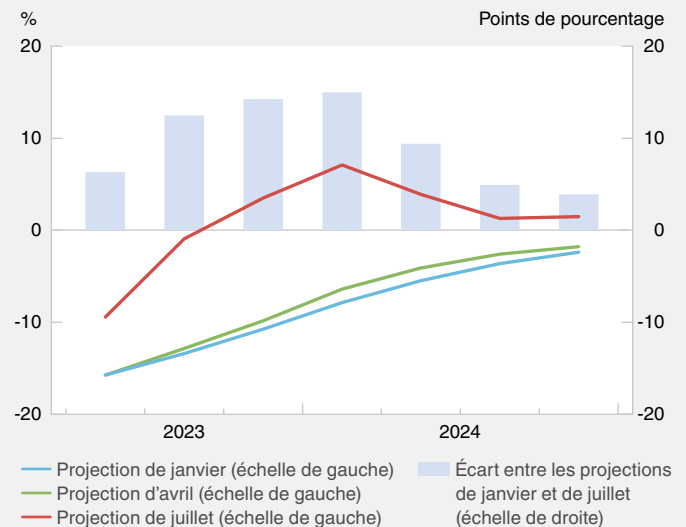
L'inflation dans le secteur des biens (excluant les aliments et l'énergie) a continué de baisser, mais de façon plus graduelle qu'on ne l'avait prévu en janvier. Cette baisse est survenue dans une période où la croissance des coûts des intrants ralentit et où les perturbations des chaînes d'approvisionnement se résorbent plus rapidement qu'on ne l'avait anticipé au début de l'année.

L'augmentation supérieure aux attentes des prix de ces biens peut s'expliquer par différents facteurs, dont les suivants :

- Une normalisation plus lente des pratiques de fixation des prix des entreprises étrangères. La forte demande mondiale a peut-être incité les entreprises à répercuter plus lentement que prévu les réductions continues des coûts, ce qui expliquerait en partie les prix plus élevés qu'anticipé des importations en 2023.
- Une croissance plus faible de la productivité du travail dans le secteur des biens sous l'effet de la démondialisation et des mesures de réduction des risques associés aux chaînes d'approvisionnement.

Graphique 2-C : La croissance des prix des logements est nettement plus vigoureuse que prévu en janvier

Indice des prix des propriétés MLS®, valeurs nominales, taux de variation sur un an, données trimestrielles



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

Dernière valeur du graphique : 2024T4

Bien qu'on s'attende à ce que l'augmentation des prix des biens hors aliments et énergie se modère encore, elle reste temporairement supérieure aux projections de janvier. En revanche, l'inflation dans le secteur des services a évolué conformément aux prévisions formulées en janvier. L'augmentation des prix des services hors logement devrait ralentir davantage au cours de la période de projection.

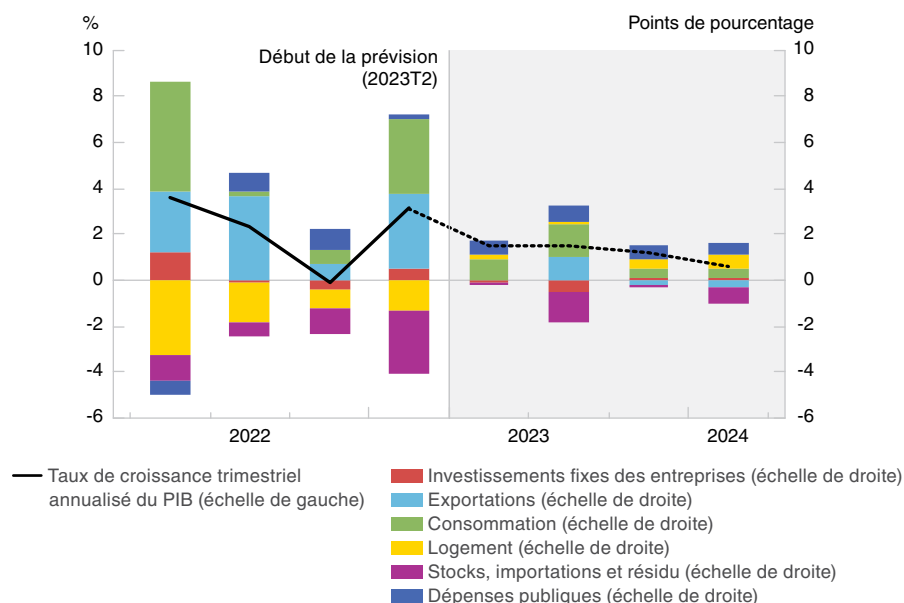
Atténuation de la croissance des dépenses des ménages

La croissance des dépenses de consommation devrait ralentir dans la prochaine année lorsque la demande de biens et services sensibles aux taux d'intérêt s'affaiblira et qu'un plus grand nombre de ménages auront à renouveler leur prêt hypothécaire à des taux plus élevés (**graphique 14** et **encadré 3**). La croissance des revenus va aussi ralentir à mesure que le marché du travail s'équilibrera, ce qui pèsera sur la progression des dépenses de consommation.

Les investissements résidentiels diminuent depuis un an, mais devraient renouer avec la croissance grâce à l'afflux important de nouveaux arrivants au Canada. Ces derniers mois, les prix des logements ont monté. Ce mouvement des prix devrait demeurer fort encore quelques mois, avant que la croissance annuelle des prix ne ralentisse pour s'établir entre 2 et 3 %, une fourchette qui cadre essentiellement avec les attentes exprimées au deuxième trimestre de 2023 par les répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada.

Graphique 14 : L'activité économique devrait se modérer à mesure que la consommation et la croissance des exportations ralentiront

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



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

Encadré 3

Santé financière des ménages

Les coûts associés au service de la dette augmentent à mesure que les taux d'intérêt élevés se propagent dans l'économie, ce qui pousse les ménages à réduire leurs dépenses non essentielles. Leur endettement déjà important amplifie ce phénomène, mais l'ampleur de cette augmentation de coûts diffère entre les différents segments de la population. Le présent encadré s'intéresse de plus près à l'incidence des hausses de taux en se basant sur des indicateurs microéconomiques concernant la situation financière des ménages.

Ces indicateurs montrent que la situation de nombreux ménages reste saine, en partie en raison de la vigueur du marché du travail et de l'accumulation d'une épargne liquide importante depuis le début de la pandémie de COVID-19. Pour ces ménages, les taux plus élevés risquent peu d'être une source de graves tensions financières ou d'avoir des effets disproportionnés sur leurs dépenses.

Il y a toutefois une plus petite portion de ménages qui subissent des tensions financières considérables. Même si la plupart des indicateurs de tensions sur les ménages restent en dessous des niveaux d'avant

la pandémie, des signes laissent croire que certains ménages dépendent davantage de leurs cartes de crédit ou sont en retard dans leurs paiements. Ces ménages sont susceptibles de réduire leurs dépenses de manière disproportionnée par rapport aux autres.

Il faut aussi mentionner que ce ne sont pas tous les emprunteurs qui ont ressenti les pleins effets des hausses de taux. Au fil du renouvellement des prêts – hypothécaires et autres – à taux et à calendriers de versements fixes, davantage de ménages devront supporter des coûts du service de la dette plus élevés.

Tensions financières sur les ménages

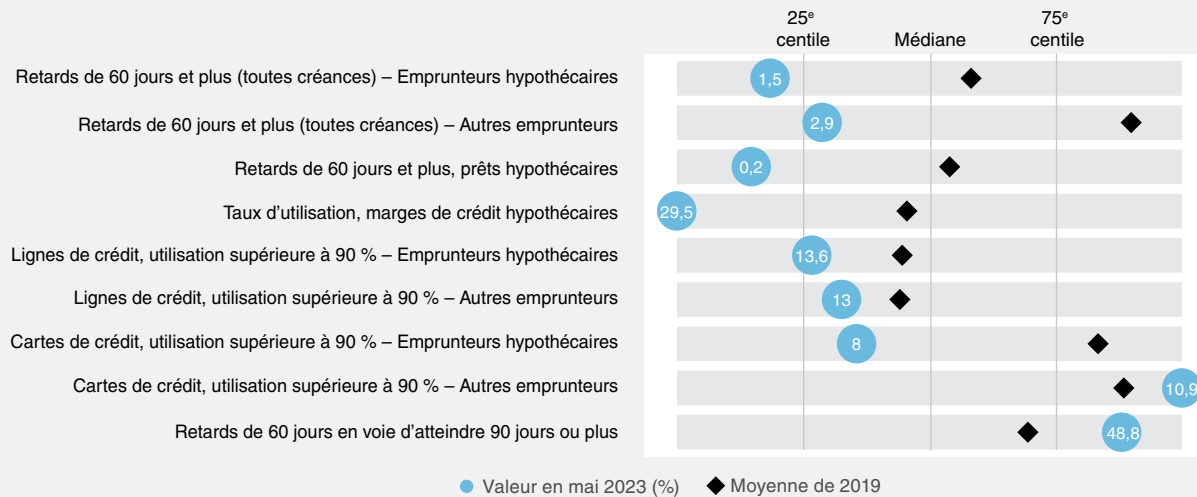
Même si les taux de défaillance ont été en hausse, la plupart demeurent en dessous des niveaux d'avant la pandémie ([indicateurs de vulnérabilités financières](#) et [graphique 3-A](#)). Pour les prêts hypothécaires en particulier, ces taux sont près des creux historiques. C'est vrai même pour les détenteurs de prêt à taux et versements variables, qui ont le plus ressenti jusqu'ici les effets des taux d'intérêt élevés.

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (suite)

Graphique 3-A : Les tensions financières chez les ménages restent limitées

Comparaison entre les indicateurs de tensions financières chez les emprunteurs et l'évolution historique, données désaisonnalisées



Nota : Le « taux d'utilisation des marges de crédit hypothécaires » correspond au pourcentage de la limite de crédit hypothécaire utilisée. L'indicateur de ce taux correspond à la part de la limite globale utilisée par les emprunteurs. Les indicateurs des taux d'utilisation supérieurs à 90 % correspondent à la part des comptes dans chacune de ces catégories. Les retards de 60 jours et plus représentent la part des emprunteurs dans chacune de ces catégories. TransUnion compile ces données depuis 2015, mais n'a pas fourni de renseignements personnels à la Banque. Par souci de protection de la vie privée des Canadiens, les données ont été anonymisées, c'est-à-dire qu'elles ne contiennent aucune information permettant d'identifier des particuliers, comme leur nom, leur numéro d'assurance sociale et leur adresse.

Sources : TransUnion et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2023

D'autres mesures des tensions financières sont aussi restées près des creux historiques, notamment les taux d'utilisation des marges de crédit garanties par l'avoire propre foncier, ainsi que la part de ces marges et des lignes de crédit dont le taux d'utilisation dépasse 90 %¹.

Les données montrent que les emprunteurs se servent davantage de leurs cartes de crédit qu'avant. La proportion des comptes de carte de crédit qui atteignent leur limite se situe à un sommet historique chez ceux qui n'ont pas de prêt hypothécaire, mais elle est encore sous la médiane pour ceux qui en ont un.

De plus, même si les taux de défaillance globaux sur les prêts demeurent relativement bas, la proportion d'emprunteurs dont le retard de paiement pour tout produit de crédit est passé de 60 à 90 jours ou plus s'est accrue et est maintenant proche d'un sommet historique. Cela donne à penser que les emprunteurs

déjà en retard de paiement sont de plus en plus susceptibles de voir leur situation financière se détériorer davantage. Cela laisse aussi supposer que les tensions, sans être généralisées, sont considérables dans certains segments de la population.

Jusqu'à maintenant, environ un tiers des emprunteurs hypothécaires ont été touchés directement par les hausses de taux. À mesure que cette proportion augmentera au cours des trimestres à venir, plus de ménages devront supporter les coûts plus élevés du service de leur dette. La situation de ceux dont le prêt hypothécaire est assorti d'un taux variable et de versements fixes pourrait être particulièrement périlleuse. Lorsque ces emprunteurs renouvelleront leur prêt et reviendront à leur calendrier d'amortissement initial, ils pourraient subir d'importantes hausses de leurs versements.

(suite à la page suivante)

¹ Le taux d'utilisation du crédit est le pourcentage de la limite de crédit disponible d'un prêt qui est actuellement utilisé.

Encadré 3 (suite)

Marché du travail vigoureux et coussins financiers importants

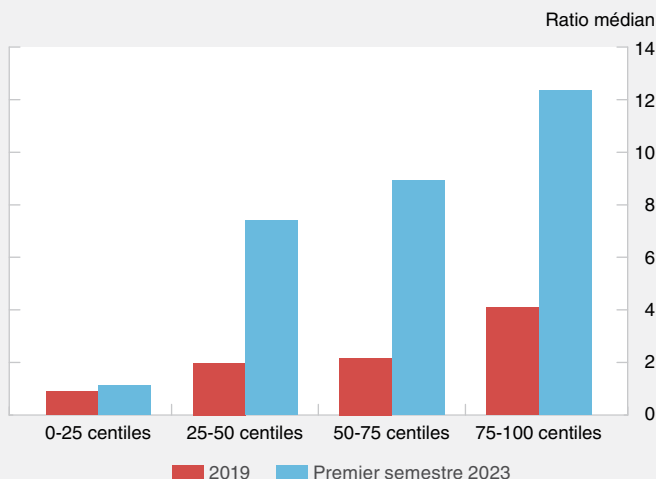
Les confortables coussins financiers accumulés durant la pandémie, conjugués à la vigueur du marché du travail, aident les emprunteurs qui font face à des coûts du service de la dette plus élevés. Les simulations de la nouvelle version du modèle d'évaluation des risques dans le secteur des ménages de la Banque du Canada montrent que l'épargne liquide s'est beaucoup accrue pour les trois quarts des ménages (**graphique 3-B**)². La livraison du deuxième trimestre de 2023 de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada menée par la Banque indique que les emprunteurs hypothécaires – y compris ceux qui renouvelleront leur prêt d'ici douze mois – sont confiants dans leur capacité d'effectuer de plus gros versements.

La santé financière des ménages canadiens pourrait changer au fil de l'évolution de la conjoncture économique. La Banque surveillera donc de près les indicateurs de tensions financières.

² La nouvelle version du modèle d'évaluation des risques dans le secteur des ménages s'appuie sur le modèle d'origine. Elle modélise explicitement les décisions de consommation, d'épargne et de remboursement de prêts hypothécaires des ménages. Pour en savoir plus sur le modèle d'origine, voir B. Peterson et T. Roberts (2016), *Household Risk Assessment Model*, rapport technique 106, Banque du Canada.

Graphique 3-B : Les réserves de liquidités estimées se sont beaucoup accrues chez la plupart des ménages

Ratio médian des liquidités aux dépenses mensuelles, par catégorie de revenu



Nota : Les données sont réparties par catégorie de revenu (revenus nets incluant les transferts) pour 2019 et le premier semestre de 2023.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : premier semestre de 2023

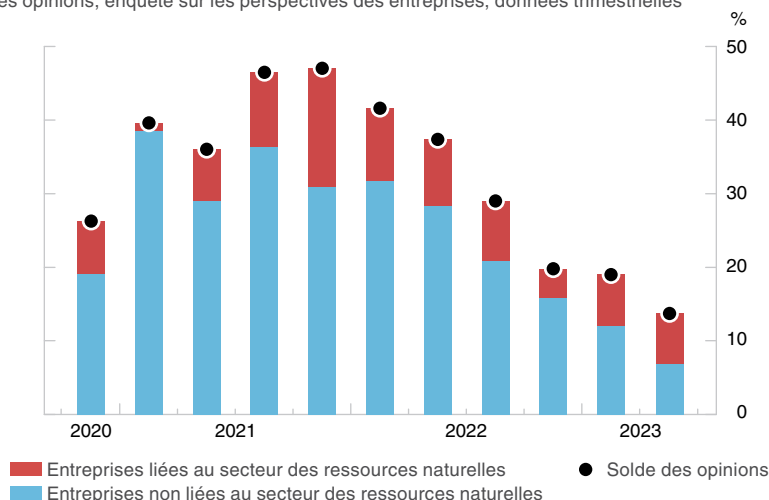
Faibles investissements des entreprises et ralentissement de la croissance des exportations

La croissance des investissements des entreprises devrait être modeste jusqu'au milieu de 2024. Elle sera atténuée par la faible demande d'exportations canadiennes, des coûts de financement élevés et l'achèvement de grands projets d'infrastructures (**graphique 15**). Parmi les principales raisons de leur réticence à investir, les entreprises citent les coûts d'emprunt élevés, les conditions de crédit restrictives et la perspective d'un ralentissement économique.

Après la vigueur enregistrée au début de 2023, les exportations hors produits de base devraient baisser tout au long de 2024 à mesure que la demande étrangère s'affaiblira. Quant à elles, les exportations de produits de base devraient croître légèrement, profitant de l'amélioration de l'offre et de l'achèvement du projet d'expansion du pipeline Trans Mountain en 2024.

Graphique 15 : Les intentions d'investissement sont faibles chez les entreprises qui ne sont pas liées au secteur des ressources naturelles

Solde des opinions, enquête sur les perspectives des entreprises, données trimestrielles



Nota : Le solde des opinions correspond au pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises qui s'attendent à ce que leurs dépenses en investissement soient plus élevées au cours des 12 prochains mois qu'au cours des 12 derniers mois, moins le pourcentage de ceux qui s'attendent à ce qu'elles soient moins élevées.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2023T2

Retour à la cible d'inflation en 2025

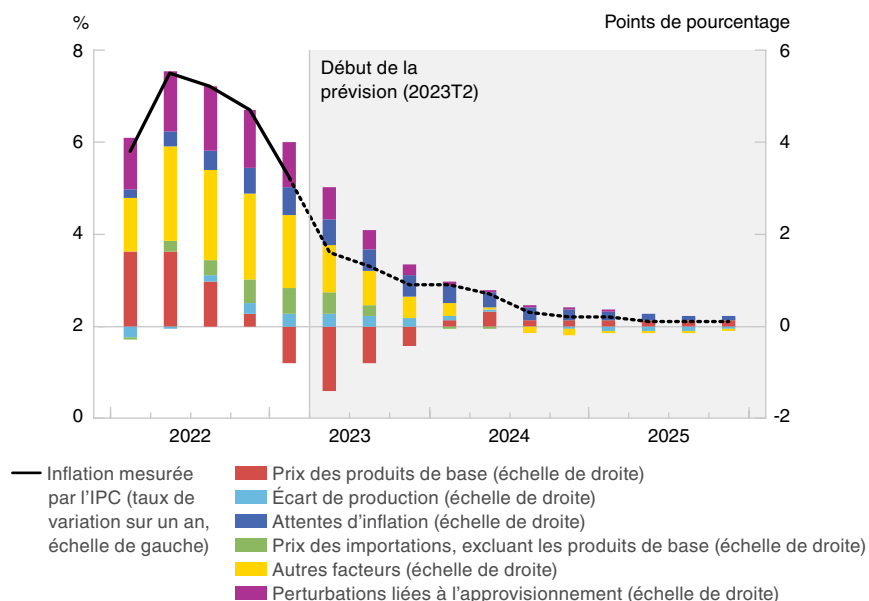
L'inflation mesurée par l'IPC est descendue à 3,4 % en mai, et devrait rester près de 3 % encore un an environ. La première phase de désinflation – le passage d'un taux de l'ordre de 8 % en juin 2022 au taux actuel – a été rapide. C'est le reflet de la diminution marquée des prix du pétrole et de la progression plus lente des prix d'autres biens. Les effets de glissement annuel y sont aussi pour quelque chose, car certaines des hausses notables qu'avaient enregistrées ces prix ne figurent plus dans les données sur 12 mois. Le ralentissement de l'augmentation des prix des biens hors aliments et énergie s'explique par le relâchement de la demande mondiale, l'amélioration des chaînes d'approvisionnement et la baisse des coûts de certains biens importés. Ces facteurs devraient continuer de contribuer à freiner l'inflation au cours de la période de projection, mais leur effet est en train de s'atténuer (**graphique 16**).

Pour la suite des choses, on s'attend à ce que la deuxième phase de désinflation – du taux actuel jusqu'à la cible – prenne plus de temps et que l'inflation suive une trajectoire plus incertaine. C'est en partie parce que l'inflation élevée dans le secteur des services peut prendre du temps à s'ajuster et qu'une incertitude plane sur les prévisions d'inflation.

La demande intérieure doit ralentir pour que les pressions inflationnistes s'atténuent comme prévu. Au début de 2022, vu la forte demande excédentaire, il était plus facile pour les entreprises de répercuter intégralement les hausses de coûts sur leurs prix de vente. Cependant, à mesure que l'économie se rééquilibrera et que la demande excédentaire se résorbera, les pressions inflationnistes directes produites par la forte demande se relâcheront et les entreprises seront moins à même d'augmenter leurs prix pour compenser les hausses de coûts.

Graphique 16 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait revenir à la cible au milieu de 2025

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



Nota : Les autres facteurs pourraient être des pressions sous-estimées sur la demande, comme 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 de fixation des prix. Les prix des importations, excluant les 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. 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.

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

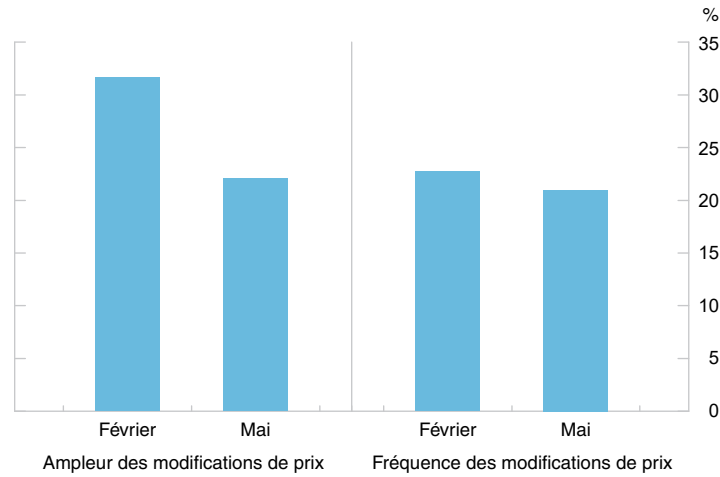
Selon Le Pouls des entrepreneurs, enquête dirigée par la Banque, les entreprises prévoient encore des hausses de prix plus grandes et plus fréquentes que d'habitude (**graphique 17**). Notons que les hausses, en particulier, sont plus fréquentes quand l'inflation et la demande sont élevées. Cependant, d'après les réponses fournies, les entreprises vont continuer de reprendre leurs habitudes en matière de fixation des prix.

D'après l'enquête sur les perspectives des entreprises que la Banque a menée au deuxième trimestre de 2023, les problèmes de chaînes d'approvisionnement et les pénuries de main-d'œuvre deviennent de moins grandes préoccupations pour les répondants. À l'inverse, le ralentissement de la demande suscite de plus en plus leur inquiétude. Face à d'importantes hausses salariales, les entreprises cherchent des moyens d'être plus efficaces et de réduire leurs coûts.

On prévoit que l'inflation retournera à 2 % à la mi-2025, même si le moment exact est incertain vu le caractère graduel de ce retour dans les prévisions. L'atteinte de la cible sera retardée en raison de la plus grande persistance de la demande excédentaire en 2023, de la révision à la hausse des prix des logements et, dans une moindre mesure, des prix plus élevés qu'attendu des biens importés (**encadré 2**).

Graphique 17 : Les entreprises n'ont pas encore repris leurs pratiques de fixation des prix normales

Solde des opinions, Le Pouls des entrepreneurs, données mensuelles



Nota : Le solde des opinions sur l'ampleur des modifications de prix correspond au pourcentage des entreprises ayant répondu au Pouls des entrepreneurs qui prévoient des hausses de prix plus grandes que d'habitude diminué du pourcentage de celles qui prévoient des hausses de prix moins grandes qu'en temps normal au cours des 12 prochains mois. Le solde des opinions sur la fréquence des modifications de prix correspond au pourcentage des entreprises ayant répondu au Pouls des entrepreneurs qui prévoient des hausses de prix plus fréquentes que d'habitude diminué du pourcentage de celles qui prévoient des hausses de prix moins fréquentes qu'en temps normal au cours des 12 prochains mois. Les entreprises qui ne changent pas régulièrement leur prix ont été exclues.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : mai 2023

Selon les enquêtes, les attentes d'inflation à court terme demeurent élevées. Dans le scénario de référence, on fait l'hypothèse que les attentes d'inflation retourneront à la cible de 2 % relativement vite, et que l'économie connaîtra un léger ralentissement. Cet atterrissage en douceur sera possible, car on suppose que les attentes sont bien ancrées à la cible d'inflation, comme depuis de nombreuses années. Cependant, comme l'inflation dépasse la cible depuis plus de deux ans et devrait avoisiner 3 % pour une autre année, il est possible que ces attentes restent plus élevées, plus longtemps. Si cela devait se produire, les pressions inflationnistes deviendraient plus persistantes.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Les perspectives figurant dans le scénario de référence constituent l'évolution la plus probable de l'inflation, mais la Banque perçoit des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Du côté des risques à la hausse, la forte inflation pourrait être plus tenace que prévu si rien n'est fait. De plus, les dépenses des ménages pourraient être plus vigoureuses que dans la projection, ce qui ferait augmenter la demande excédentaire et les pressions inflationnistes. Du côté des risques à la baisse, l'inflation des biens pourrait être plus faible qu'anticipé à mesure que les pressions sur les coûts à l'échelle mondiale se dissipent. L'économie mondiale pourrait également être confrontée à un ralentissement plus prononcé que dans le scénario de référence, ce qui exercerait des pressions à la baisse sur la demande de produits canadiens ainsi que sur les prix des produits de base et des biens échangeables.

En évaluant les risques et en prenant en compte que l'inflation dépasse la cible depuis deux ans et devrait avoisiner 3 % pour une autre année, la Banque s'inquiète que les progrès vers la stabilité des prix soient freinés et que l'inflation augmente de nouveau si des changements inattendus se produisent.

Principaux risques à la hausse

Les attentes d'inflation pourraient être plus tenaces

Après avoir atteint un sommet de 8,1 % en juin 2022, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation affiche une tendance à la baisse. Selon le scénario de référence, elle demeurera proche de 3 % jusqu'à la moitié de 2024, puis continuera de fléchir pour atteindre la cible de 2 % au milieu de 2025.

Au cours de la période de projection, on suppose que les attentes d'inflation sont bien ancrées à la cible d'inflation. Ainsi, les anticipations reviennent assez rapidement à la cible, comme c'est généralement le cas depuis les 25 dernières années. Un solide ancrage des attentes d'inflation limite les effets inflationnistes indirects des chocs, dont les répercussions des variations des prix relatifs (l'augmentation des prix de l'énergie et des biens échangeables) qui ont joué un rôle important dans la hausse de l'inflation. Donc, lorsque les chocs se dissipent, une offre légèrement excédentaire est requise pour ramener l'inflation à la cible.

Cependant, comme l'inflation dépasse la cible depuis plus de deux ans et qu'elle devrait rester autour de 3 % pour une autre année, les entreprises et les ménages pourraient s'attendre à ce qu'elle revienne plus graduellement à la cible.

Cette éventualité pourrait déjà transparaître dans l'évolution de certaines mesures nominales importantes. Au Canada, les taux d'inflation fondamentale sur trois mois se maintiennent entre 3½ et 4 % depuis septembre 2022. Parallèlement, les salaires ont progressé d'environ 4 à 5 % durant près d'un an, malgré la faible croissance de la productivité.

Si les attentes d'inflation des entreprises et des ménages restent élevées plus longtemps, l'inflation observée sera également plus persistante. Cette situation compliquerait l'atteinte de la cible d'inflation en temps voulu et occasionnerait de plus grandes pertes de production.

Les dépenses des ménages pourraient être plus vigoureuses

Un autre risque haussier est que les dépenses des ménages pourraient être plus fortes que prévu, ce qui intensifierait les pressions inflationnistes. Depuis le début de la pandémie, bon nombre de Canadiens ont accumulé d'importantes économies. Par exemple, le solde global des dépôts bancaires des ménages s'est accru de plus de 330 milliards de dollars, et il continue d'augmenter. Dans sa projection, la Banque suppose que les ménages considèrent cette épargne comme du patrimoine. En général, il est assez rare que les ménages, surtout ceux à revenu élevé, puisent dans leur patrimoine pour consommer. Toutefois, les ménages canadiens pourraient dépenser plus rapidement leur épargne accumulée, comme les ménages américains l'ont fait.

Principaux risques à la baisse

Les hausses passées des prix des biens intermédiaires et finaux pourraient s'inverser

L'inflation fondamentale dans le secteur des biens a fortement ralenti depuis le milieu de 2022. Elle devrait continuer de se modérer au cours de la période de projection. Cependant, il est possible que l'augmentation des prix de nombreux biens ralentisse de façon plus marquée que ce qui est postulé dans la projection. Les coûts de plusieurs intrants, dont ceux de l'énergie et du transport, ont fléchi, et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales se dissipent. Avec le temps, les prix pourraient refléter davantage ces renversements de coûts que ce qu'on a observé jusqu'à présent.

L'activité mondiale pourrait être plus faible

Un ralentissement marqué de l'économie mondiale représente un autre des principaux risques à la baisse pour l'inflation. Les économies avancées continuent de resserrer leur politique monétaire, et l'activité mondiale pourrait ralentir plus que prévu. Une demande mondiale plus faible se solderait par des prix plus bas des produits de base et des biens échangeables. Il se peut aussi que les taux directeurs plus élevés interagissent avec les vulnérabilités financières mondiales de longue date, comme les hauts niveaux d'endettement, pour ralentir considérablement la croissance mondiale.

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