



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2022



# 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 2026<sup>1</sup>.
- La cible d'inflation a été de nouveau fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %, 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 travail<sup>2</sup> 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 trois 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; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50<sup>e</sup> 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; enfin, l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

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](http://banqueducanada.ca).

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

ISSN 1201-8783 (version papier)  
ISSN 1490-1234 (Internet)  
© Banque du Canada, 2022



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

---

Octobre 2022

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

---

<b>Vue d'ensemble</b> .....	1
Messages clés .....	1
<b>L'économie mondiale</b> .....	3
Inflation généralisée .....	4
Encadré 1 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> de juillet .....	5
Resserrement des conditions financières et appréciation du dollar américain .....	7
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection .....	8
Activité plus modérée aux États-Unis .....	9
Vents contraires multiples dans la zone euro .....	9
Tensions sur le marché de l'immobilier en Chine .....	10
Croissance au ralenti dans les pays émergents et le groupe des « Autres pays » .....	10
Chute des prix des produits de base .....	10
<b>L'économie canadienne</b> .....	12
Persistance de l'inflation élevée .....	13
Encadré 3 : Inflation liée au logement et aux aliments .....	14
Attentes d'inflation élevées .....	17
Importante demande excédentaire .....	19
Ralentissement de la croissance de la demande et redressement de l'offre .....	21
Croissance plus faible des dépenses des ménages .....	22
Encadré 4 : Production potentielle au Canada .....	23
Ralentissement des investissements des entreprises .....	26
Croissance modérée des exportations .....	27
Diminution de l'inflation en 2023 et retour à la cible en 2024 .....	28
<b>Les risques entourant les perspectives d'inflation</b> .....	29
Principal risque à la hausse : une inflation élevée qui persiste davantage .....	29
Principal risque à la baisse : un ralentissement économique mondial marqué .....	30
<b>Annexe – Mesurer l'inflation fondamentale</b> .....	31
Plusieurs mesures de l'inflation fondamentale .....	31
Signaux contradictoires durant la pandémie .....	31
L'inflation fondamentale est de plus en plus importante .....	34

---



## Vue d'ensemble

---

L'inflation demeure élevée et généralisée autour du globe, malgré la chute des prix des produits de base et les signes d'une atténuation graduelle des problèmes d'approvisionnement.

Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales ont relevé rapidement leur taux directeur. La croissance mondiale ralentit considérablement en raison du resserrement des conditions financières entraîné par ces hausses aux quatre coins du globe, de même que des graves pénuries d'énergie et de l'incertitude persistante causées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les tensions financières se sont accentuées.

La Banque du Canada a procédé à plusieurs hausses de son taux directeur pour ralentir l'expansion de la demande, ancrer les attentes d'inflation et faire diminuer l'inflation. Le ralentissement de la demande intérieure et étrangère, la baisse des prix des produits de base et l'incidence moins marquée des perturbations de l'approvisionnement à l'échelle mondiale devraient alléger les pressions sur les prix durant la période de projection. On s'attend à ce que l'inflation recule pour avoisiner la limite supérieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque d'ici la fin de 2023, et à ce qu'elle retourne à la cible de 2 % d'ici la fin de 2024.

### Messages clés

- Bien que l'inflation au Canada ait reculé par rapport à son sommet, surtout en raison de la chute des prix de l'essence, elle reste encore trop élevée, et les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent fortes.
- L'économie canadienne continue d'afficher une demande excédentaire considérable. Les entreprises font face à des pénuries de main-d'œuvre généralisées et à des tensions persistantes sur les marchés du travail.
- La politique monétaire commence à contribuer à rééquilibrer l'offre et la demande au sein de l'économie. Les conditions financières se sont durcies à la suite d'une série de hausses des taux d'intérêt. Les entreprises modèrent leurs intentions d'investissement et d'embauche. Les hausses des taux hypothécaires ont entraîné une diminution marquée de l'activité dans le secteur du logement. Les ménages réduisent leurs dépenses en biens et, à mesure que les hausses de taux d'intérêt se feront sentir dans l'économie, ils devraient aussi modérer leurs dépenses en services.

- La croissance de l'économie canadienne s'essouffle et son rythme devrait encore ralentir. On s'attend à ce que l'expansion stagne plus tard cette année et tout au long du premier semestre de 2023. La réduction de la croissance de la demande permettra à l'offre de rattraper son retard, ce qui fera reculer l'inflation.
- La croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait décélérer, passant d'environ 3¼ % en 2022 à un peu moins de 1 % en 2023. Elle devrait ensuite se redresser légèrement pour atteindre 2 % en 2024.
- L'inflation devrait diminuer à mesure que l'économie réagira aux hausses des taux d'intérêt et que s'atténueront les effets des prix élevés des produits de base et des perturbations de l'approvisionnement. La Banque s'attend à ce que l'inflation baisse pour avoisiner 3 % à la fin de 2023 et à ce qu'elle retourne à 2 % d'ici la fin de 2024.

## L'économie mondiale

---

L'inflation a continué de grimper partout dans le monde au cours de la dernière année, atteignant des niveaux inégalés depuis des décennies. De nombreuses banques centrales ont réagi en relevant rapidement leur taux directeur. Bien que les prix des produits de base soient maintenant largement inférieurs aux sommets atteints plus tôt cette année et que les pressions inflationnistes découlant des problèmes d'approvisionnement se soient atténuées dernièrement, l'inflation sous-jacente n'a pas encore reculé dans de nombreux pays.

Le resserrement des conditions monétaires et financières mondiales et l'invasion de l'Ukraine par la Russie pèsent sur la confiance des entreprises et des consommateurs de même que sur l'activité économique autour du globe. La Banque prévoit une perte de vitesse marquée de l'économie mondiale. Aux États-Unis, la croissance des dépenses des ménages et des investissements, des moteurs importants de la demande pour les exportations canadiennes, s'est nettement modérée. Dans la zone euro, on s'attend à ce que l'activité économique ait commencé à se replier durant la deuxième moitié de 2022 à cause des pénuries d'énergie et de l'incertitude élevée. L'activité économique en Chine reprend à la suite des plus récents confinements liés à la pandémie de COVID-19, mais la correction du secteur de l'immobilier du pays continue de restreindre sa croissance.

L'augmentation rapide du taux directeur aux États-Unis et la flambée du dollar américain ont toutes deux eu d'importantes répercussions sur les conditions financières mondiales. Les coûts du service de la dette de nombreux pays émergents augmentent, et certains d'entre eux peinent à rembourser leur dette. L'appréciation du dollar américain accroît également les pressions inflationnistes dans bien des pays.

Dans l'ensemble, la Banque du Canada prévoit que la croissance mondiale se repliera pour passer d'environ 3¼ % en 2022 à autour de 1½ % en 2023. Il s'agirait du rythme de croissance le plus lent depuis 1982, à l'exception de ceux enregistrés durant la pandémie de COVID-19 et la crise financière mondiale de 2008-2009. La croissance devrait se redresser pour atteindre à peu près 2½ % en 2024, en raison surtout de l'atténuation des effets du resserrement de la politique monétaire et des conditions financières.

À l'échelle mondiale, l'inflation devrait descendre en 2024 pour s'établir à des niveaux près des cibles des banques centrales. On s'attend à ce qu'une baisse des prix des produits de base, une atténuation des problèmes d'approvisionnement et une progression plus lente de la demande attribuable au resserrement de la politique monétaire réduisent l'inflation durant la période de projection.

Comparativement aux projections de juillet, la croissance dans les régions importantes pour l'économie canadienne – comme les États-Unis, la zone euro et la Chine – a été considérablement révisée à la baisse (**tableau 1** et **encadré 1**)<sup>1</sup>.

**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 (5,7)	1,8 (1,9)	0,2 (1,1)	1,0 (1,1)
Zone euro	12	5,2 (5,3)	3,1 (2,7)	-0,5 (1,0)	1,6 (2,5)
Japon	4	1,7 (1,7)	1,7 (1,5)	1,6 (2,3)	1,2 (1,5)
Chine	19	8,1 (8,1)	2,4 (3,6)	4,9 (5,4)	5,0 (5,2)
Pays émergents importateurs de pétrole‡	33	8,7 (8,6)	4,5 (4,5)	1,8 (1,5)	2,6 (3,2)
Autres pays§	17	5,1 (5,1)	3,4 (2,7)	0,3 (0,6)	2,3 (2,8)
Monde	100	7,1 (7,0)	3,2 (3,3)	1,6 (2,0)	2,6 (3,0)

\* 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*.

‡ 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

## Inflation généralisée

Une grande partie de la planète est aux prises avec une inflation élevée (**graphique 1**). Toutefois, les hausses de prix ont récemment ralenti à cause du recul des prix des produits de base. De plus, les pressions inflationnistes sur les prix des biens durables se sont atténuées, notamment en raison des coûts moins élevés de transport entre l'Asie et les autres continents (**graphique 2**). Par ailleurs, les délais de livraison des fournisseurs montrent des signes de retour à la normale. Malgré cela, l'inflation sous-jacente demeure élevée.

Les sources et l'intensité des pressions inflationnistes diffèrent grandement d'une région à l'autre.

- Aux États-Unis, les mesures des attentes d'inflation à court terme ont fléchi légèrement, mais elles sont encore bien plus élevées que la cible d'inflation de la Réserve fédérale. En outre, les taux de postes vacants, de cessation d'emploi, de démission et de chômage continuent de signifier que le marché du travail est tendu, les gains au chapitre de l'emploi dépassant la croissance de la population en âge de travailler. Les salaires continuent d'augmenter rapidement.
- Dans la zone euro, l'inflation est élevée et elle se généralise dans toutes les catégories. Les pénuries d'énergie sont le principal moteur des pressions inflationnistes, surtout depuis que la Russie a imposé de nouvelles restrictions sur les exportations de gaz naturel. Les tensions sur le marché du travail jouent aussi un rôle, mais plus limité.

<sup>1</sup> Les perspectives présentées dans le **tableau 1** ont été établies avant la publication des données du troisième trimestre sur l'activité en Chine.



## Encadré 1

Révisions des projections économiques depuis le *Rapport de juillet*

## Perspectives mondiales

Depuis le *Rapport de juillet*, la croissance a été revue à la baisse dans les régions du globe qui sont particulièrement importantes pour les perspectives économiques canadiennes :

- Aux États-Unis, la croissance a été abaissée considérablement en 2023 et de façon modeste en 2024. Le resserrement des conditions financières est le facteur principal à l'origine de cette révision.
- Dans la zone euro, la croissance économique a aussi été revue nettement à la baisse compte tenu des nouvelles perturbations de l'approvisionnement énergétique, des revenus réels plus bas qu'escompté et de la nécessité de relever davantage les taux directeurs pour combattre des pressions inflationnistes accrues.
- En Chine, la croissance pendant la période de projection a été abaissée en raison des répercussions négatives plus importantes qu'anticipé des confinements liés à la COVID-19 et de la correction dans le marché de l'immobilier.

Au final, la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial est inférieure d'à peu près 0,5 point de pourcentage en 2023 et 2024 par rapport à la projection du *Rapport de juillet*. Le taux d'inflation à l'échelle mondiale a été revu légèrement à la hausse à la fin de la période de projection, en raison principalement d'une inflation plus forte que prévu dans la zone euro.

## Perspectives au Canada

La croissance du PIB en 2022 a été révisée à la baisse d'à peu près 0,25 point de pourcentage pour ainsi avoisiner 3¼ %. Elle a été revue à la baisse de près de 1 point de pourcentage en 2023 et de presque 0,5 point de pourcentage en 2024, pour s'établir respectivement à environ 1 % et à 2 %. Compte tenu de ces révisions, la Banque prévoit que, d'ici la fin de 2024, le niveau du PIB réel sera inférieur d'environ 1½ % au niveau initialement projeté.

Les facteurs suivants ont conduit la Banque à réviser à la baisse les perspectives de croissance :

- La croissance de la production potentielle a été revue à la baisse. Les effets négatifs des perturbations des chaînes d'approvisionnement

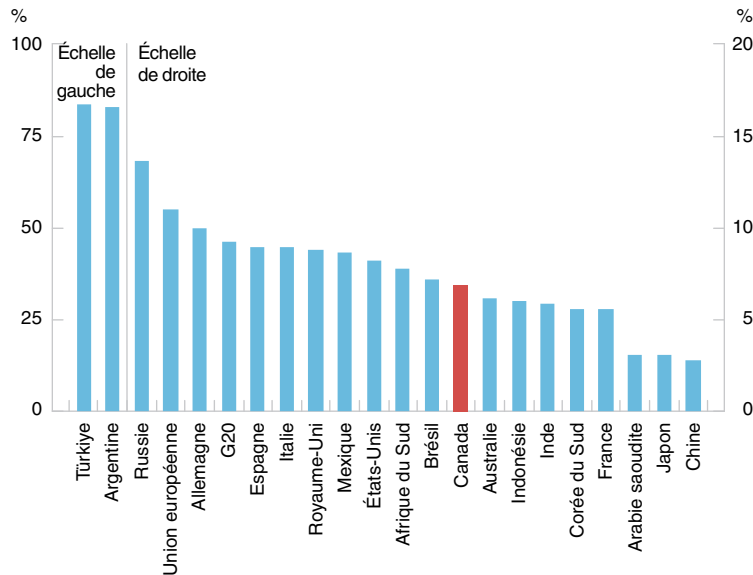
sur la productivité, ainsi que des problèmes d'appariement sur le marché du travail, sont désormais jugés permanents alors que l'on postulait qu'ils seraient transitoires. Cette révision à la baisse est en partie compensée par la hausse de l'immigration nette (**encadré 4, p. 23**).

- Les conditions financières sont plus tendues et la richesse des ménages est moins importante qu'envisagé. Les dépenses des ménages sont donc revues à la baisse.
- Les exportations ont été révisées à la baisse en raison d'une trajectoire de croissance plus modérée des prix des produits de base et d'une projection de la demande étrangère moins forte. La dépréciation du dollar canadien contrebalance, en partie, ces évolutions.
- Les investissements des entreprises devraient être plus modérés compte tenu du resserrement plus marqué que prévu des conditions financières, de la demande étrangère plus faible et de la dépréciation récente du dollar canadien, qui fait augmenter le coût en dollars canadiens des machines et du matériel importés.

La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) soit en 2022 et 2023 moins élevée que ce qui avait été projeté précédemment. Les perspectives d'inflation ont été revues à la baisse, de 0,25 point de pourcentage en 2022 et de 0,5 point de pourcentage en 2023 pour s'établir respectivement à près de 7 % et à environ 4 %. Pour 2024, elles demeurent essentiellement les mêmes. Les révisions à la baisse sont surtout attribuables à la diminution du prix de l'essence et à une demande plus faible. Une atténuation des pressions sur les coûts à l'échelle mondiale, en raison notamment de frais de transport plus bas que prévu, contribue aussi à réduire le taux d'inflation en 2023. La faiblesse du dollar canadien fait partiellement contrepoids à ces pressions sur les coûts.

### Graphique 1 : L'inflation est élevée dans bon nombre d'économies du G20

Taux de variation sur un an



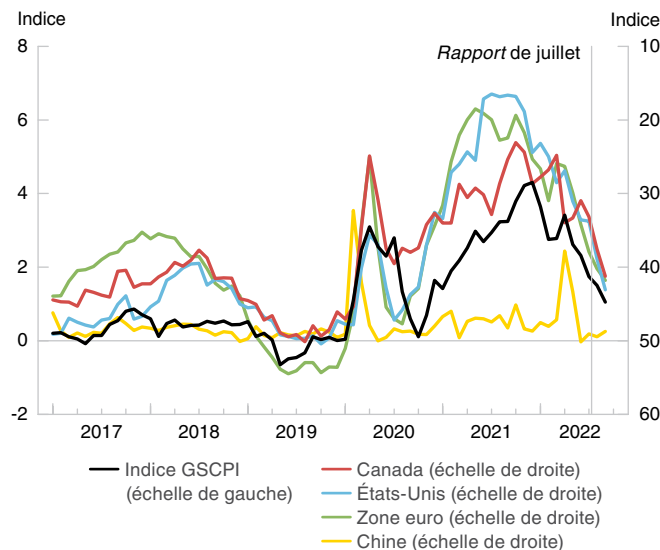
Nota : Toutes les données sont mensuelles, sauf pour l'Australie, qui utilise des données trimestrielles. Pour une comparaison internationale, le taux d'inflation est calculé à partir de l'indice des prix à la consommation harmonisé pour l'Union européenne et à partir de l'indice des prix à la consommation pour tous les autres pays.

Sources : Service fédéral des statistiques d'État (Russie), Statistiques Afrique du Sud, Statistique Canada, ministère des Affaires intérieures et des Communications (Japon) et OCDE via Haver Analytics

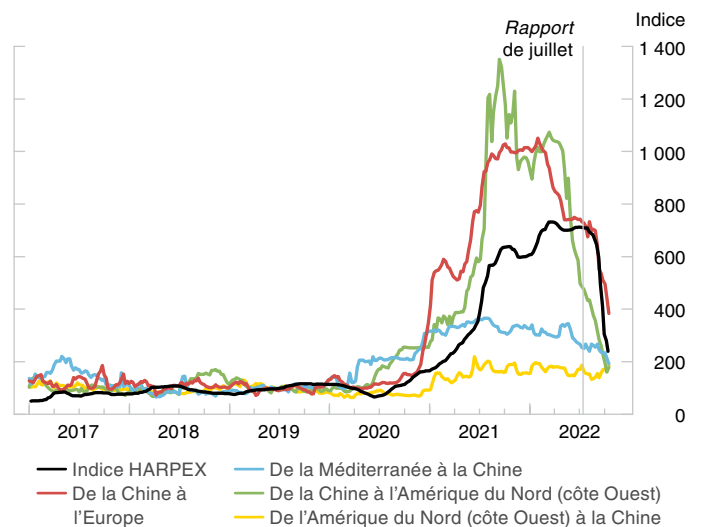
Dernières observations : 2022T2 (Australie); août 2022 (G20 et Inde); septembre 2022 (autres)

### Graphique 2 : Les pressions inflationnistes exercées par les goulets d'étranglement de l'offre s'atténuent

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



b. Coûts 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.

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 : septembre 2022 (indices PMI et GSCPI); 14 octobre 2022 (indice HARPEX); 16 octobre 2022 (indice Freightos Baltic)

- Les prix élevés des produits de base ont fait grimper l'inflation partout dans le monde. L'appréciation du dollar américain contribue à l'inflation importée dans les pays qui ont vu leur monnaie se déprécier<sup>2</sup>.

La Banque prévoit que l'inflation reculera à un rythme régulier dans le monde. Le resserrement des conditions financières joue un rôle important pour freiner la croissance de la demande et faire baisser l'inflation au cours de la période de projection.

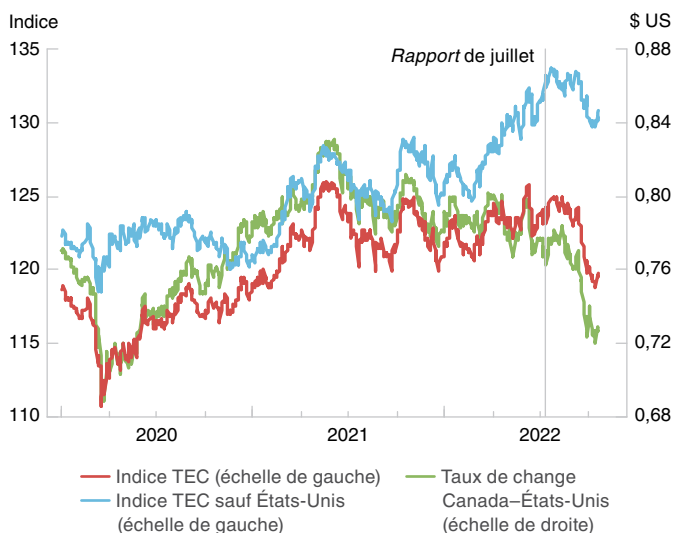
## Resserrement des conditions financières et appréciation du dollar américain

Les conditions financières mondiales se sont considérablement durcies depuis la parution du *Rapport* de juillet, en grande partie parce que de nombreuses banques centrales ont continué de resserrer leur politique monétaire<sup>3</sup>. Les rendements des obligations d'État ont grimpé rapidement depuis le début de l'année partout dans le monde, ce qui a entraîné une réévaluation des actions et d'autres actifs risqués. La montée rapide des taux d'intérêt aux États-Unis et l'intensification des mouvements vers les valeurs refuges attribuables aux préoccupations quant à une récession mondiale ont contribué à une appréciation importante du dollar américain (**graphique 3**). Bien que le dollar canadien ait maintenu une valeur stable par rapport au dollar américain durant la majeure partie de l'année, il s'est déprécié récemment. La projection économique se fonde sur l'hypothèse que le dollar canadien demeurera autour de 74 cents américains, ce qui est proche du niveau moyen observé depuis septembre et inférieur de 4 cents à celui postulé en juillet (**encadré 2**).

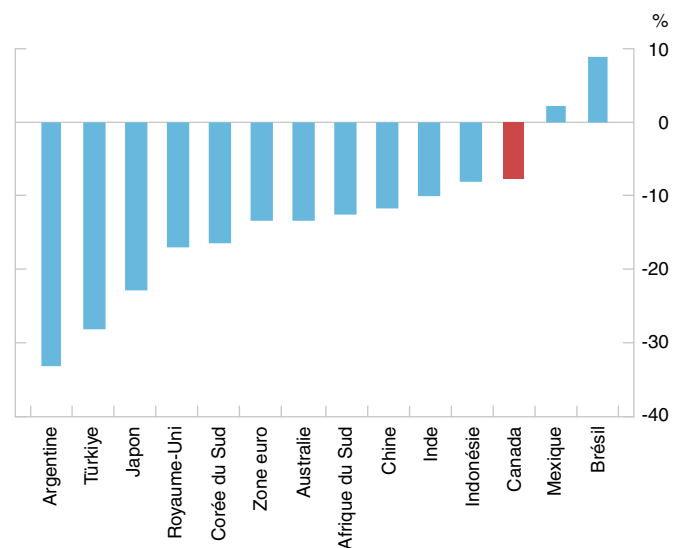
**Graphique 3 : Le dollar américain s'apprécie face à la plupart des monnaies, y compris le dollar canadien**

Données quotidiennes

a. Taux de change canadiens



b. Taux de change, variation depuis le 4 janvier 2022



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. Tous les taux de change de la figure b sont cotés par rapport au dollar américain.

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

Dernière observation : 20 octobre 2022

- 2 Aux États-Unis, en revanche, les prix de nombreux biens importés étant établis en dollars américains, les répercussions de l'appréciation de la devise tendent à ne se manifester que partiellement et de façon graduelle.
- 3 Depuis le début de 2022, la Réserve fédérale des États-Unis a relevé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 300 points de base et elle a commencé à réduire la taille de son bilan. La Banque centrale européenne a augmenté le taux d'intérêt de sa facilité de dépôt de 125 points de base au cours de la même période. Les deux banques centrales ont indiqué qu'elles relèveront probablement encore leur taux d'intérêt.

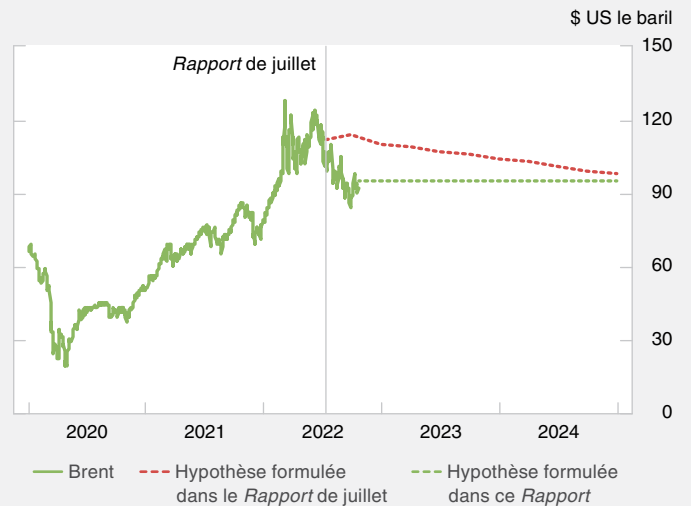
Encadré 2

## 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 :

- Au Canada, presque toutes les restrictions sanitaires ont été levées, et on présume que les effets de la pandémie sur la demande des consommateurs se sont dissipés. En outre, la Banque suppose maintenant que les ménages consomment en utilisant le surplus d'épargne qu'ils ont accumulé pendant la pandémie comme ils le feraient avec d'autres formes d'économies.
- L'information contenue dans l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux publiés est prise en compte dans la projection.
- Les cours du pétrole ont diminué depuis la parution du *Rapport de juillet*. La Banque situe le prix du baril à 95 \$ US pour le Brent, 90 \$ US pour le West Texas Intermediate et 75 \$ US pour le Western Canadian Select. La Banque estime qu'au quatrième trimestre, ces cours seront inférieurs de 15 \$ US à ceux postulés en juillet, mais seulement 5 \$ US plus bas à la fin de la période de projection (**graphique 2-A**). Les risques de variation des prix dans une direction ou une autre sont considérés comme assez équilibrés.
- 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 proche du niveau moyen observé récemment et sous les 78 cents américains postulés en juillet.
- À compter du présent *Rapport*, la Banque ne fait plus la distinction entre l'offre et la production potentielle. Elle le faisait dans les dernières livraisons pour tenir compte de la nature passagère d'une certaine diminution de l'offre causée par des facteurs liés à la pandémie. Puisque la plupart des restrictions sanitaires ont été levées, il n'est plus utile de faire cette distinction. Désormais, il convient

**Graphique 2-A : Les prix du pétrole devraient être plus bas que ceux postulés en juillet**



Nota : Les données historiques des prix du pétrole sont quotidiennes, tandis que les hypothèses sont trimestrielles.

Sources : Intercontinental Exchange via Haver Analytics et Banque du Canada

donc de considérer que les hypothèses relatives à la production potentielle reflètent également l'évolution attendue de l'offre. De plus, la différence entre le produit intérieur brut réel et la production potentielle reflète l'écart de production.

- La Banque suppose que la croissance de la production potentielle au Canada passera d'environ  $\frac{3}{4}$  % en 2022 à un peu plus de 2 % en 2023 et en 2024. Ces taux sont plus faibles que ce qui était prévu relativement à la croissance de l'offre dans le *Rapport de juillet*. Par conséquent, le niveau de la production potentielle à la fin 2024 devrait être à peu près  $1\frac{1}{2}$  % plus bas que le niveau de l'offre envisagé en juillet. On trouvera à l'**encadré 4** (p. 23) des précisions sur la projection de la croissance de la production potentielle présentée par la Banque et sur les révisions qui y ont été effectuées.
- On estime que l'écart de production se situait entre 0,25 % et 1,25 % au troisième trimestre de 2022, soit un niveau similaire à l'estimation du deuxième trimestre présentée dans le *Rapport de juillet*.

(suite à la page suivante)

## Encadré 2 (suite)

- Le taux directeur 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 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.

À mesure que les banques centrales de nombreux pays relèvent leur taux directeur pour réagir aux pressions inflationnistes, des variations soudaines des prix des actifs risqués et une augmentation des besoins de liquidités pourraient survenir. Les vulnérabilités financières qui s'accumulent depuis un certain temps, dont l'endettement élevé et la surévaluation des actifs, pourraient amplifier l'incidence du resserrement à l'échelle mondiale. En outre, un dollar américain plus fort pourrait accroître les problèmes de financement de certains pays émergents qui ont fait d'importants emprunts dans cette devise.

## Activité plus modérée aux États-Unis

Après s'être contractée durant le premier semestre de l'année, l'activité économique américaine affiche maintenant une lente progression. Dans l'ensemble, la croissance du PIB en 2022 devrait atteindre environ 1¼ %. On s'attend à ce que les composantes de l'activité aux États-Unis qui sont importantes pour les exportations canadiennes s'affaiblissent encore pendant la période de projection. La progression de la consommation ralentira à mesure que la demande de services en personne se stabilisera et que les budgets des ménages se resserreront à cause de la forte inflation et de la hausse des taux d'intérêt. Le ralentissement de la demande intérieure et le resserrement des conditions d'emprunt devraient freiner les investissements des entreprises et la production industrielle. La Banque prévoit donc que ces facteurs modéreront la production aux États-Unis en 2023, et que la croissance se raffermira tout au long de 2024.

## Vents contraires multiples dans la zone euro

La Banque s'attend à une contraction de l'activité dans la zone euro jusqu'à la fin du premier trimestre de 2023. Cette contraction sera principalement le résultat de graves perturbations de l'approvisionnement attribuables aux restrictions russes sur les exportations de gaz naturel et à d'autres pénuries causées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le resserrement de la politique monétaire et le recul de la confiance modéreront aussi la croissance de la demande durant la période de projection.

Le PIB devrait progresser de 3 % en 2022, puis reculer de ½ % en 2023. Un modeste rebond est attendu en 2024, mais les perspectives restent très incertaines.



## Tensions sur le marché de l'immobilier en Chine

Les répercussions les plus graves des confinements liés à la pandémie se faisant de moins en moins sentir, l'économie chinoise semble avoir partiellement rebondi. L'activité devrait se raffermir davantage à mesure que le secteur manufacturier se redressera et que les activités en personne reprendront. Dans sa projection, la Banque suppose que les mesures de confinement en Chine deviendront moins fréquentes et plus ciblées d'ici la fin de 2022 et en 2023. Toutefois, les difficultés persistantes liées au marché de l'immobilier du pays continueront de freiner sa croissance.

Les risques qui planent sur l'activité économique sont orientés à la baisse. Les autorités devront trouver un équilibre délicat entre le soutien à la croissance, le maintien de la stratégie « zéro COVID » et la résolution des vulnérabilités financières.

## Croissance au ralenti dans les pays émergents et le groupe des « Autres pays »

La croissance économique dans les pays émergents importateurs de pétrole et le groupe des « Autres pays » est anémique et devrait le demeurer pendant la période de projection. Ces deux régions font face à des vents contraires associés à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et aux conditions financières difficiles. Certaines économies émergentes sont aux prises avec des sorties de capitaux, surtout celles dont les facteurs macroéconomiques fondamentaux sont plus faibles. L'appréciation du dollar américain risque aussi de représenter une menace supplémentaire pour la viabilité de la dette dans les pays où la dette libellée dans cette devise est considérable. On s'attend à ce que le ralentissement de la croissance qui s'est amorcé en 2022 se poursuive en 2023. La croissance devrait ensuite s'intensifier en 2024, à mesure que se dissiperont les effets des vents contraires.

## Chute des prix des produits de base

Le prix du Brent a baissé depuis la publication du *Rapport* de juillet (**graphique 4**). La détérioration de la croissance économique aux quatre coins du globe, attribuable en partie au resserrement des politiques monétaires à l'échelle mondiale et à une diminution de la demande en Chine, a contribué à la baisse des prix. Ces facteurs compensent les effets de la décision de réduire la production de pétrole qui a été prise récemment par les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains pays producteurs non membres de l'OPEP (regroupés sous le nom d'OPEP+).

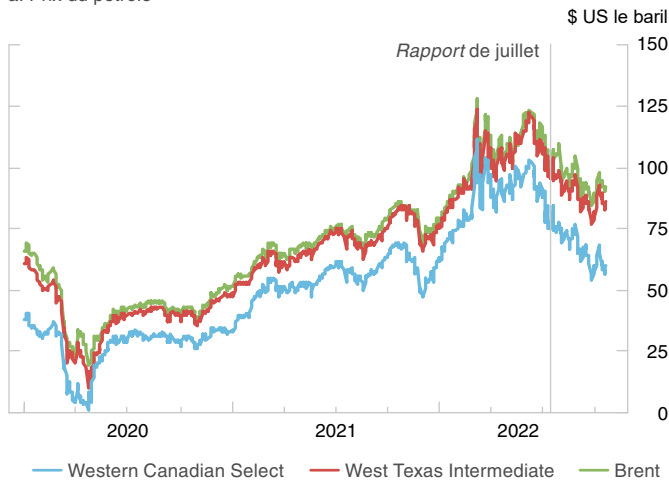
Dans sa projection, la Banque estime que le prix du Brent restera près de son niveau actuel. Elle estime en outre que les prix du West Texas Intermediate et du Western Canadian Select seront respectivement 5 et 20 \$ US en dessous du prix du Brent (**encadré 2**).

Les prix du gaz naturel sont moins élevés qu'ils l'étaient au moment de la publication du *Rapport* de juillet, et ils sont devenus plus volatils. La Russie ayant menacé de couper son offre de gaz naturel à l'Europe au cours de l'hiver à venir, il y a eu une flambée des prix dans cette région. Ceux-ci ont ensuite chuté quand les installations d'entreposage de gaz naturel ont pu être remplies plus tôt que prévu. Les variations des prix en Europe se sont répercutées sur les prix en Asie et, dans une moindre mesure, en Amérique du Nord.

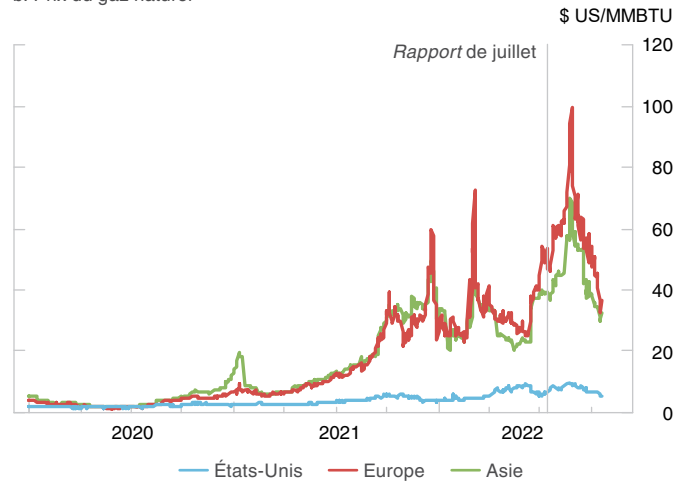
### Graphique 4 : Les prix de l'énergie ont chuté depuis juillet

Données quotidiennes

a. Prix du pétrole



b. Prix du gaz naturel



Nota : Les données des prix 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 prix du gaz naturel en Europe, exprimés en euros par mégawattheure, sont convertis en dollars américains par million d'unités thermiques britanniques (MMBTU). Le prix 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 et Intercontinental Exchange via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 20 octobre 2022

Depuis la publication du *Rapport de juillet*, l'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a reculé d'environ 5 %. Les prix des produits forestiers ont enregistré la plus forte baisse en raison du ralentissement de l'activité dans le secteur du logement en Amérique du Nord. Ceux des produits agricoles ont aussi diminué, puisqu'un certain nombre de régions ont fait état de récoltes exceptionnelles et que l'incidence des perturbations liées à la guerre a été moins importante que prévu.

## L'économie canadienne

---

La montée de l'inflation au Canada tout au long de 2022 a été prononcée et s'est progressivement généralisée. La demande de biens et, en particulier, de services a dépassé l'offre, et les mesures de l'inflation fondamentale se maintiennent à un haut niveau. Les attentes d'inflation des ménages et des entreprises pour les deux prochaines années sont encore élevées. Plus l'inflation reste forte et se généralise, plus elle risque de s'enraciner.

Pour faire baisser l'inflation, la Banque a donc rapidement relevé son taux directeur et a adopté une politique de resserrement quantitatif. Ces mesures, combinées aux hausses de taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales, ont entraîné un durcissement rapide des conditions financières au Canada au cours de la dernière année. En conséquence, la croissance économique est en train de ralentir au pays, permettant ainsi à l'offre de rattraper la demande. L'activité sur le marché du logement a chuté abruptement par rapport au sommet exceptionnel atteint plus tôt cette année. Les ménages modèrent leurs dépenses en biens, tout comme les entreprises modèrent leurs intentions d'investissement et d'embauche. De plus, le ralentissement économique à l'étranger – particulièrement aux États-Unis – s'est mis à peser sur les exportations. Durant la période de projection, la dépréciation du dollar canadien devrait compenser, en partie, les effets de l'affaiblissement de la demande extérieure sur les exportations.

La croissance économique canadienne devrait reculer pour passer de 3¼ % en 2022 à tout juste en deçà de 1 % en 2023. Elle devrait ensuite s'accélérer et atteindre 2 % en 2024, alors que les effets des taux d'intérêt plus élevés s'estomperont, que la production potentielle s'améliorera et que la demande étrangère se stabilisera (**tableau 2**).

L'inflation s'inscrit en baisse depuis juin, surtout en raison des prix plus bas de l'essence. Elle devrait rester sur cette trajectoire au cours de la période de projection, et s'établir autour de 3 % d'ici la fin de 2023 avant de retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2024. Cette régression de l'inflation se produit alors que les taux d'intérêt plus élevés au pays et à l'étranger continuent de se répercuter sur l'économie et que les effets des perturbations mondiales de l'approvisionnement se dissipent.

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

Points de pourcentage\*†

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

\* 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

## Persistance de l'inflation élevée

L'inflation au Canada se chiffrait à 6,9 % en septembre, ce qui dépasse de loin la cible de la Banque. Les hausses de prix sont généralisées, puisque près des deux tiers des composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) affichent un renchérissement supérieur à 5 % depuis un an. Par exemple, les prix des aliments et des services ont enregistré des augmentations de taille (**encadré 3**).

Malgré tout, en raison de la chute des prix de l'essence, l'inflation a reculé par rapport au sommet de 8,1 % atteint en juin (**graphique 5**). Les prix des produits agricoles ont aussi diminué, tout comme les pressions inflationnistes exercées par les goulots d'étranglement de l'offre à l'échelle mondiale. On s'attend à ce que ces forces fassent baisser l'inflation des prix des aliments et des biens dans les prochains mois.

Au Canada, la capacité de l'économie ne suffit pas à répondre à la demande de biens et de services. Les entreprises font encore état de pénuries de main-d'œuvre généralisées, et la forte demande a nettement fait monter les prix des services.

La vigueur et la persistance de la demande se reflètent dans les mesures de l'inflation fondamentale de la Banque, l'IPC-méd et l'IPC-tronç étant actuellement de 4,7 et 5,2 %, respectivement. Pour en savoir plus sur ces mesures, voir l'**annexe** à la page 31.

L'inflation est généralement calculée sur un an pour lisser une partie des fluctuations des mesures de haute fréquence. Cependant, les variations qui se produisent au cours d'une période de douze mois ne donnent pas une évaluation aussi actuelle des pressions inflationnistes que celles axées sur les plus récentes données. Les mesures de l'inflation sur trois mois sont donc plus actuelles, mais elles sont également plus volatiles.

Encadré 3

### Inflation liée au logement et aux aliments

La forte inflation pèse sur les budgets des ménages et met de nombreuses familles canadiennes en difficulté, comme en témoigne la hausse des coûts du logement et des prix des aliments. Ces coûts représentent approximativement 40 % des dépenses couvertes par le panier de l'IPC et, habituellement, une plus grande proportion des dépenses des ménages à bas revenu au Canada<sup>1</sup>.

La hausse des coûts du logement se situait à près de 7 % plus tôt cette année et est restée élevée (**graphique 3-A**). L'évolution des prix du logement dans l'IPC est influencée par trois principaux éléments :

- le coût de remplacement par le propriétaire, qui représente 24 % des dépenses dans cette catégorie;
- le coût de l'intérêt hypothécaire, qui constitue 11 % des dépenses;
- et le loyer, qui englobe 24 % des dépenses<sup>2</sup>.

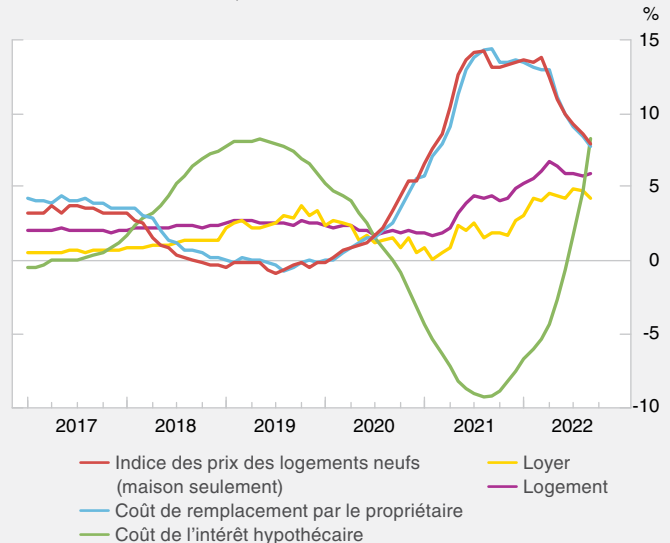
L'augmentation du coût de remplacement par le propriétaire, évaluée à partir de l'Indice des prix des logements neufs, a culminé à 14 % à l'automne 2021 sous l'effet de la flambée des prix des logements durant la pandémie. Ce taux s'est depuis tempéré à environ 8 % dans un contexte où le relèvement des taux d'intérêt a ralenti l'activité sur le marché du logement.

Les taux d'accroissement des prix pour les deux autres composantes principales du logement sont en hausse. Le coût de l'intérêt hypothécaire, qui traduit essentiellement les variations des taux d'intérêt, est devenu positif en avril par rapport au mois précédent et atteint aujourd'hui quelque 8 % sur un an. L'inflation du côté des loyers s'est aussi accrue à 4 % sur un an, du fait de la montée de la demande de logements locatifs. Cette demande a plusieurs sources, dont une forte reprise de l'immigration et le retour des étudiants sur les campus des universités.

Le rythme de croissance des prix des aliments s'est accéléré en 2022 et dépasse désormais les 11 % sur un an (**graphique 3-B**). Le fort renchérissement des aliments est généralisé : dans l'IPC, sur les 20 principales composantes du sous-indice des aliments achetés en magasin, plus des quatre cinquièmes des

#### Graphique 3-A : L'inflation liée au logement est élevée

Indice des prix des logements neufs et certaines composantes de l'IPC, taux de variation sur un an, données mensuelles

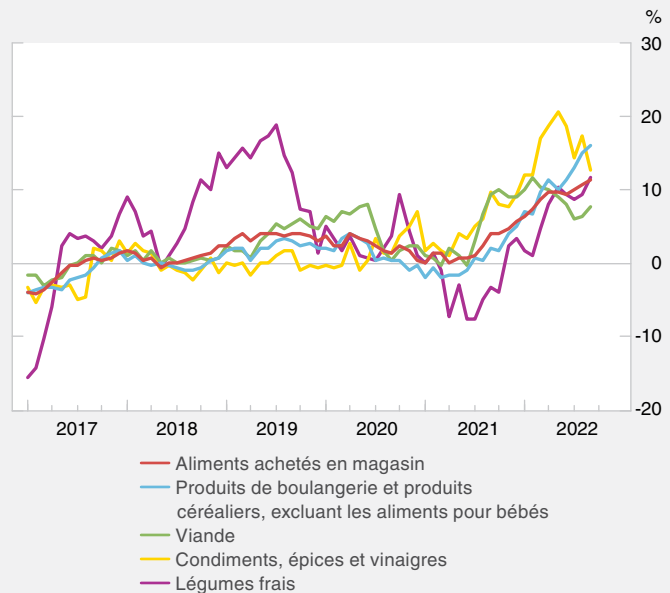


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2022

#### Graphique 3-B : L'inflation dans l'alimentation continue de monter

Inflation mesurée par l'IPC, taux de variation sur un an, données mensuelles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2022

1 La catégorie des aliments regroupe les aliments achetés en magasin, mais pas les repas au restaurant. Les coûts de logement excluent les services publics autres que l'eau.

2 Le reste de la composante (à hauteur de 41 %) englobe d'autres coûts, comme ceux des assurances, des taxes foncières, de l'eau, de l'entretien et des autres dépenses pour le logement en propriété.

(suite à la page suivante)



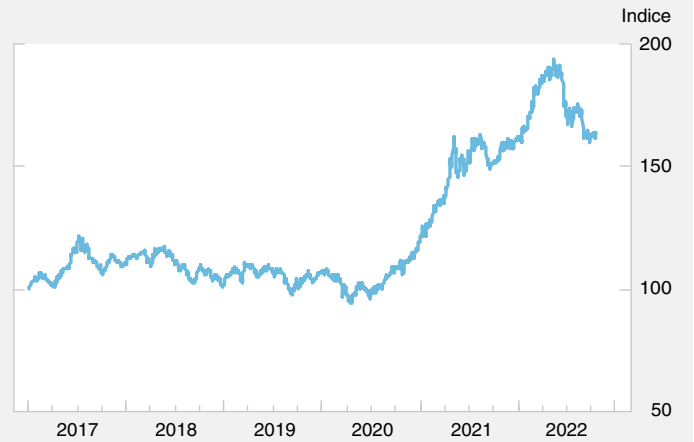
Encadré 3 (suite)

articles connaissent une hausse de prix supérieure à 7 %. Les prix des produits alimentaires davantage transformés sont ceux qui ont enregistré les plus grosses augmentations. Par exemple, le groupe des produits céréaliers et de boulangerie (qui incluent les pâtes) et les condiments se sont renchérissés de plus de 16 % et 12 % respectivement. En comparaison, les prix de la viande et des légumes frais ont crû d'environ 8 % et 12 %.

Plusieurs facteurs expliquent la poussée des prix des aliments. Les prix des produits agricoles ont augmenté considérablement depuis le milieu de 2020 et culminé plus tôt cette année (**graphique 3-C**). La progression passée du coût des intrants continue aussi d'être transmise aux consommateurs. Les coûts de distribution élevés et l'accroissement des frais de transformation, comme ceux liés à l'énergie et à la main-d'œuvre, jouent aussi un rôle dans le renchérissement des aliments. Le recul des prix des produits agricoles ces derniers mois devrait toutefois commencer à mettre une pression à la baisse sur la croissance des prix des aliments l'année prochaine.

**Graphique 3-C : Les prix des produits agricoles ont baissé par rapport à leur sommet**

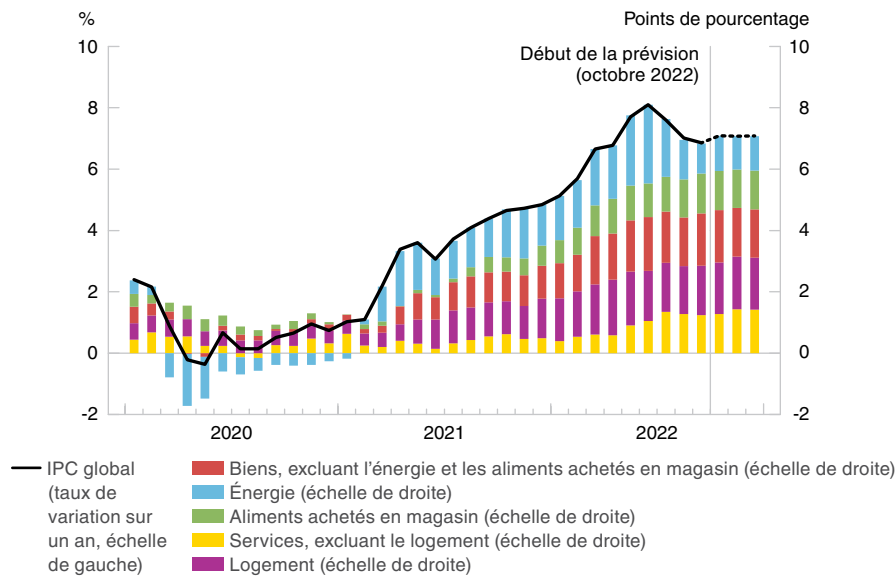
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (produits agricoles), base 100 de l'indice : 2 janvier 2017, données quotidiennes



Source : Banque du Canada Dernière observation : 21 octobre 2022

**Graphique 5 : L'inflation mesurée par l'IPC a diminué en raison de la baisse des prix de l'essence**

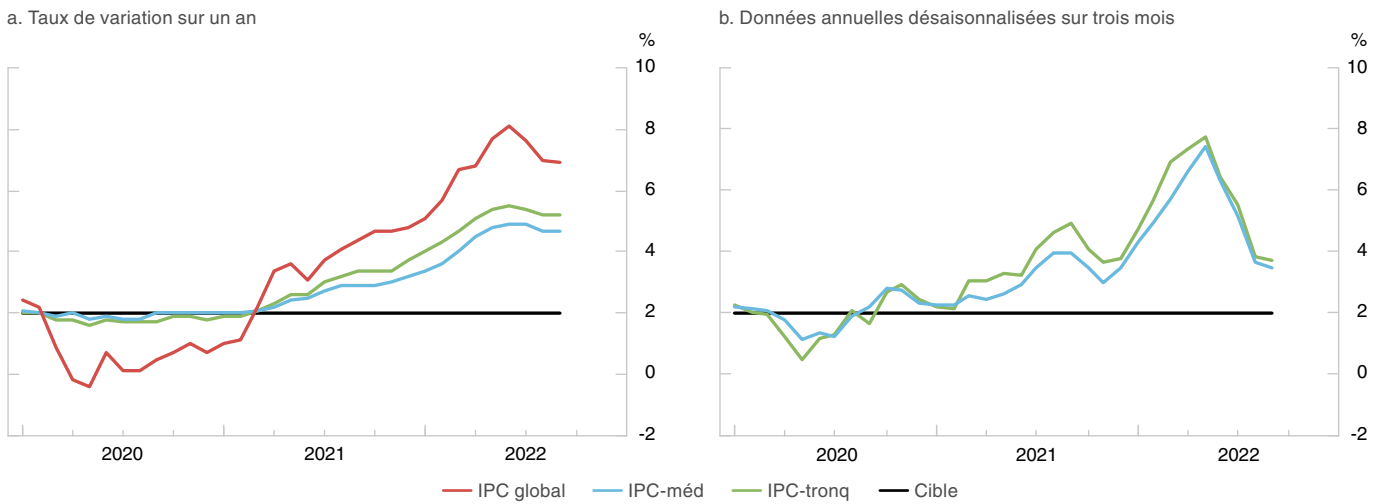
Contribution à l'inflation mesurée par l'IPC, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada. Dernières valeurs du graphique : décembre 2022

### Graphique 6 : L'inflation fondamentale reste élevée, mais a ralenti sa cadence

Mesures de l'inflation globale et fondamentale, données mensuelles

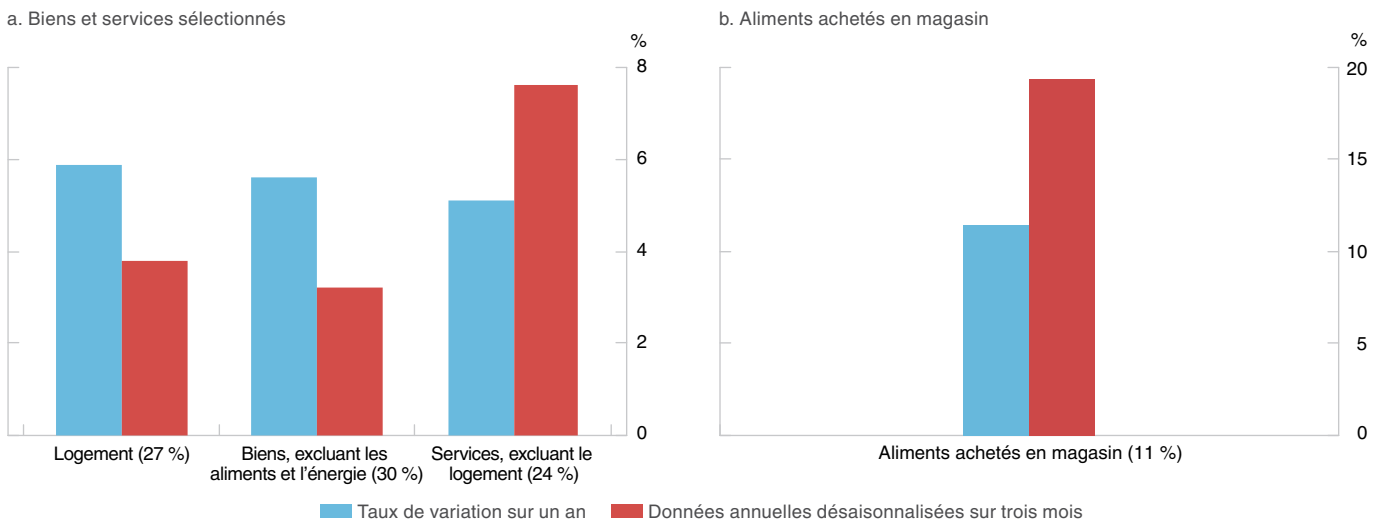


Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2022

### Graphique 7 : Certaines catégories de l'IPC sont en baisse, tandis que d'autres sont en hausse

Inflation des principales catégories de l'IPC, septembre 2022



Nota : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux poids des catégories dans le panier de l'IPC.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Principalement en raison de la baisse des prix de l'essence, l'inflation mesurée par l'IPC sur trois mois a chuté à pic et se situe maintenant bien en dessous du taux sur un an. En ce qui concerne l'inflation fondamentale, les mesures sur trois mois se chiffrent autour de 4 %, indiquant un ralentissement (**graphique 6**). Cette évolution traduit une réduction des pressions à court terme exercées par les biens durables et le logement. En même temps, l'inflation des prix des aliments et des services (excluant le logement) s'est beaucoup accélérée (**graphique 7**).

Même si les mesures de l'inflation fondamentale sur trois mois portent à croire que celle-ci est plus faible que ce qu'indique la mesure sur un an, elles restent à des niveaux de loin supérieurs à la cible. Pour constater une baisse évidente de l'inflation fondamentale, il faudrait que les mesures sur trois mois affichent une nouvelle baisse plus durable.

## Attentes d'inflation élevées

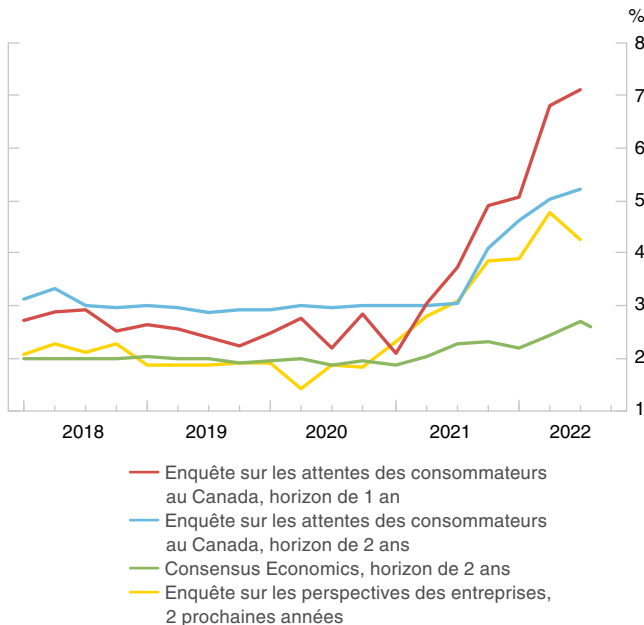
La plupart des répondants aux enquêtes menées auprès des consommateurs et des entreprises s'attendent à ce que l'inflation mesurée par l'IPC se tienne en moyenne bien au-dessus de la cible de 2 % pour les deux prochaines années (**graphique 8**). La distribution de leurs réponses reste sensiblement plus étendue qu'avant la pandémie, ce qui donne à penser que le niveau d'incertitude quant à la trajectoire de l'inflation au cours des années à venir est encore élevé. D'ailleurs, davantage de répondants sont d'avis que l'inflation sera supérieure plutôt qu'inférieure à la cible. Parallèlement, les attentes à long terme relatives à l'inflation mesurée par l'IPC – particulièrement celles recueillies au moyen d'enquêtes menées auprès de prévisionnistes et de mesures issues des marchés financiers – demeurent compatibles avec la cible de 2 %, ce qui indique qu'elles restent bien ancrées.

Différentes dynamiques sont à l'œuvre. Pour ce qui est des attentes à court terme concernant l'inflation mesurée par l'IPC, celles des consommateurs ont continué de s'inscrire en légère hausse, du fait d'inquiétudes relatives aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et aux prix du pétrole. En revanche, celles des entreprises se seraient un peu repliées, d'après les réponses à l'enquête sur les perspectives des entreprises du troisième trimestre de 2022. La proportion d'entreprises anticipant de très fortes hausses de prix s'est modérée (**graphique 9**).

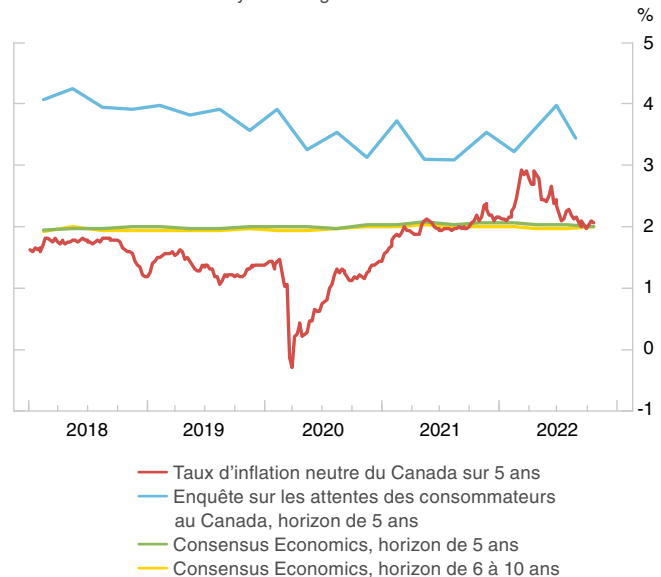
### Graphique 8 : Les attentes d'inflation à court terme demeurent élevées

Données trimestrielles, mensuelles et hebdomadaires

a. Attentes d'inflation à court terme



b. Attentes d'inflation à moyen et long terme



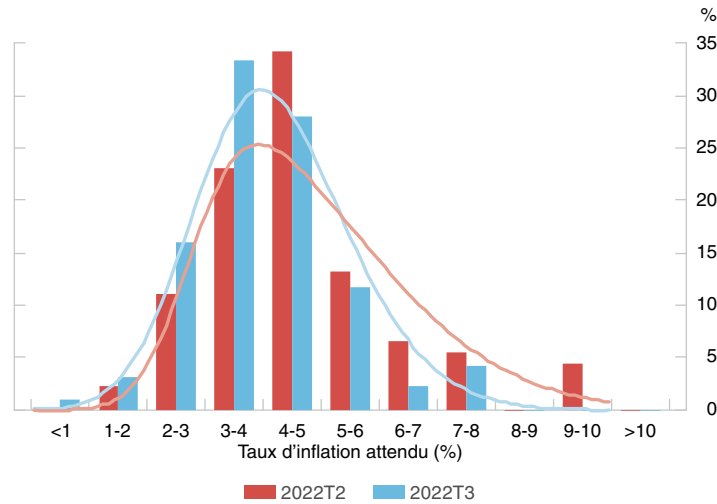
Nota : Le taux d'inflation neutre du Canada sur cinq ans correspond à l'écart entre les rendements d'obligations à rendement nominal et à rendement réel assorties de la même échéance et émises par le gouvernement du Canada. Les prévisions de Consensus Economics sur un horizon de cinq ans et pour les cinq années qui suivent sont transformées en prévisions fondées sur un horizon fixe (deux et cinq ans) en fonction de la moyenne pondérée.

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

Dernières observations : octobre 2022 (Consensus Economics); 2022T3 (enquête sur les perspectives des entreprises et enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); 21 octobre 2022 (taux d'inflation neutre)

**Graphique 9 : La distribution des attentes d'inflation des entreprises s'est resserrée**

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



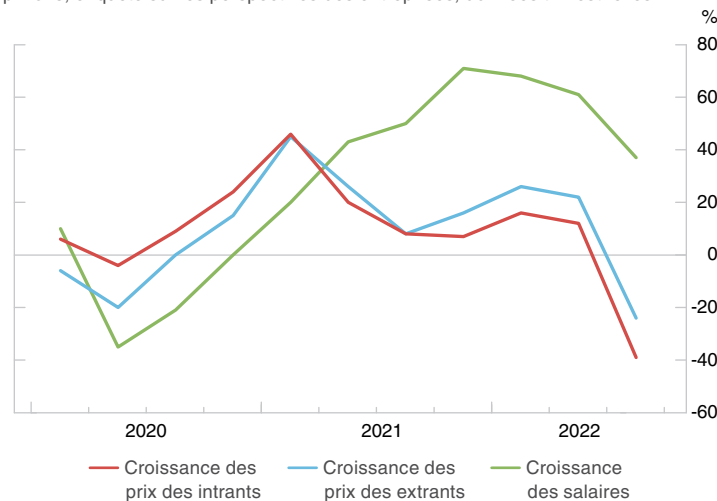
Nota : Les estimations sont fondées sur les réponses des entreprises à la question suivante de l'enquête sur les perspectives des entreprises : « Au cours des 2 prochaines années, quelles sont vos anticipations du taux annuel d'inflation sur la base de l'indice des prix à la consommation? ». Les courbes dans le graphique représentent des distributions normales asymétriques ajustées aux attentes d'inflation pour chaque trimestre.

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

Dernière observation : 2022T3

**Graphique 10 : Les attentes des entreprises concernant la croissance de leurs prix et salaires diminuent**

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



Nota : Pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises qui s'attendent à ce que la croissance des prix de leurs intrants, des prix de leurs extrants ou de leurs coûts salariaux soit plus élevée au cours des 12 prochains mois qu'au cours des 12 derniers mois, moins le pourcentage de ceux qui s'attendent à une croissance moins élevée.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2022T3

Interrogées sur leurs attentes quant aux pressions sur leurs coûts et leurs prix, les entreprises ont dit prévoir un ralentissement de l'inflation. Pour la première fois depuis la mi-2020, elles s'attendent maintenant à ce que ces pressions soient moins intenses qu'au cours des douze mois précédents (graphique 10).

## Importante demande excédentaire

La vigueur du marché du travail et les contraintes de capacité persistantes indiquent que la demande excédentaire dans l'économie canadienne reste importante. D'après une vaste gamme de mesures, le marché du travail demeure tendu, ce qui laisse supposer qu'il a dépassé le niveau d'emploi durable maximal (**graphique 11**). En septembre, le taux de chômage était de 5,2 %, un des plus bas niveaux en 40 ans. Un nombre historiquement élevé de répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises a déclaré faire face à des pénuries de main-d'œuvre plus intenses qu'il y a un an. En outre, les ratios de postes vacants et d'offres d'emploi au nombre de chômeurs restent près de leurs sommets record. Au cours des six derniers mois, la progression des salaires s'est accentuée et généralisée dans l'ensemble des secteurs (**graphique 12**).

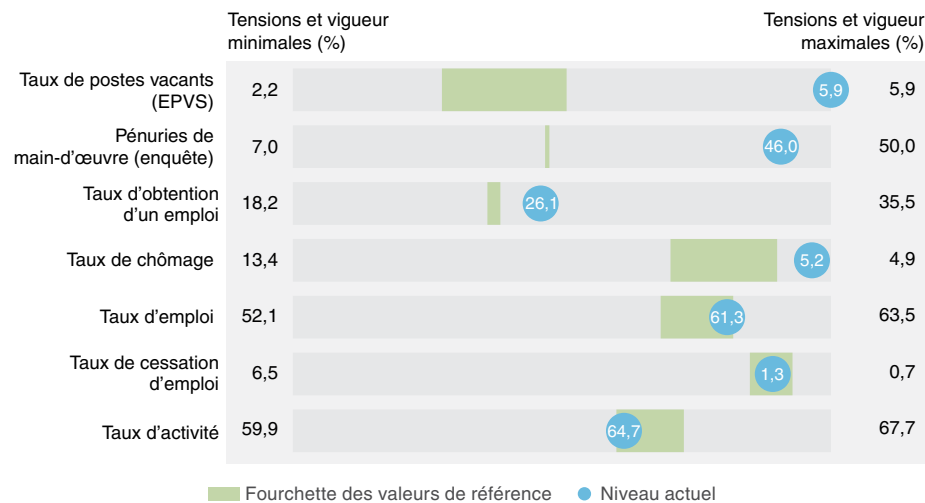
L'emploi s'est toutefois modéré ces derniers mois, notamment dans certains secteurs sensibles aux taux d'intérêt, comme la fabrication et la construction. Cette modération s'explique également par la diminution globale du taux d'activité depuis le début de l'année, attribuable en partie au nombre accru de départs à la retraite.

Les contraintes de capacité demeurent importantes. Les résultats de récentes enquêtes menées auprès des entreprises semblent indiquer que les goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement persistent (**graphique 13**). Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises, les répondants ont fait état d'une certaine réduction des délais d'approvisionnement et d'une plus grande disponibilité des matériaux.

La Banque estime que l'écart de production se situait entre 0,25 et 1,25 % au troisième trimestre de 2022, ce qui est comparable aux estimations pour le deuxième trimestre.

### Graphique 11 : Le marché du travail est tendu

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



Nota : « EPVS » désigne l'Enquête sur les postes vacants et les salaires et l'« enquête », l'enquête sur les perspectives des entreprises. 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. 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.

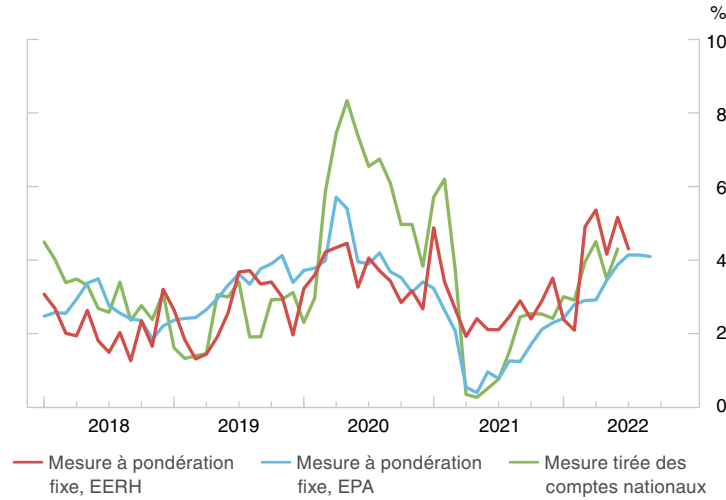
Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : septembre 2022 (EPA); 2022T3 (enquête sur les perspectives des entreprises); 2022T2 (EPVS)



### Graphique 12 : La croissance des salaires affiche une tendance à la hausse

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



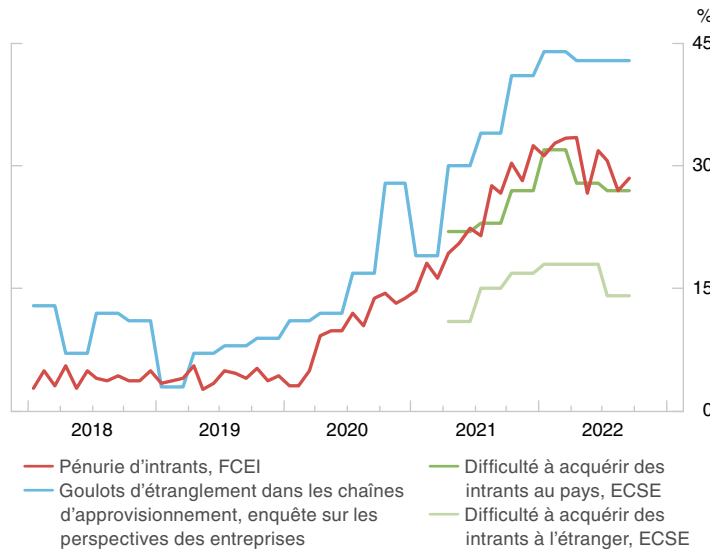
Nota : « EERH » désigne l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail et « EPA », l'Enquête sur la population active. La mesure à pondération fixe de l'EPA est établie à l'aide des pondérations de 2019 relatives aux salaires. La mesure des salaires tirée des comptes nationaux correspond à l'ensemble des salaires et traitements du Système des comptes macroéconomiques du Canada divisé par le nombre total d'heures travaillées selon l'EERH.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : juillet 2022 (EERH); septembre 2022 (EPA); juin 2022 (mesure tirée des comptes nationaux)

### Graphique 13 : Les entreprises canadiennes continuent de faire face à des contraintes liées aux chaînes d'approvisionnement

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 : 2022T3 (enquête sur les perspectives des entreprises); septembre 2022 (FCEI et ECSE)

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

La croissance était robuste au premier semestre de 2022 grâce à la réouverture de l'économie canadienne. Les prix élevés des produits de base et l'assouplissement des restrictions sanitaires stimulaient alors l'activité économique.

Au printemps, la hausse des taux hypothécaires a contribué à un vif ralentissement des ventes de logements et, au milieu de l'année, l'activité a commencé à montrer des signes de modération. On estime que la croissance du PIB sera descendue à environ 1½ % au troisième trimestre. Elle devrait ensuite décélérer pour s'établir entre 0 et ½ % jusqu'à la fin de 2022 et au premier semestre de 2023 (**tableau 3** et **graphique 14**). Cela donne à penser que, durant quelques trimestres, la croissance pourrait tout aussi bien être un peu en deçà de zéro qu'être légèrement positive.

Le ralentissement tient aux conditions financières plus tendues qui pèsent lourdement sur la demande des ménages et les investissements des entreprises. La progression de la consommation se modérera à mesure que le regain d'activité dû au déblocage de la demande refoulée de services en personne s'atténuera. Et l'affaiblissement de la demande étrangère, particulièrement aux États-Unis, entraînera une décélération de la croissance des exportations, mais la dépréciation récente du dollar canadien compensera en partie cette incidence.

Dès la deuxième moitié de 2023, la croissance du PIB se raffermira à mesure que l'effet des hausses de taux d'intérêt se dissipera et que la production potentielle se redressera. La forte immigration soutiendra également l'augmentation de la demande de logements en 2024. De plus, la croissance trimestrielle des exportations s'accroîtra dans la foulée de la reprise de la croissance économique aux États-Unis.

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

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

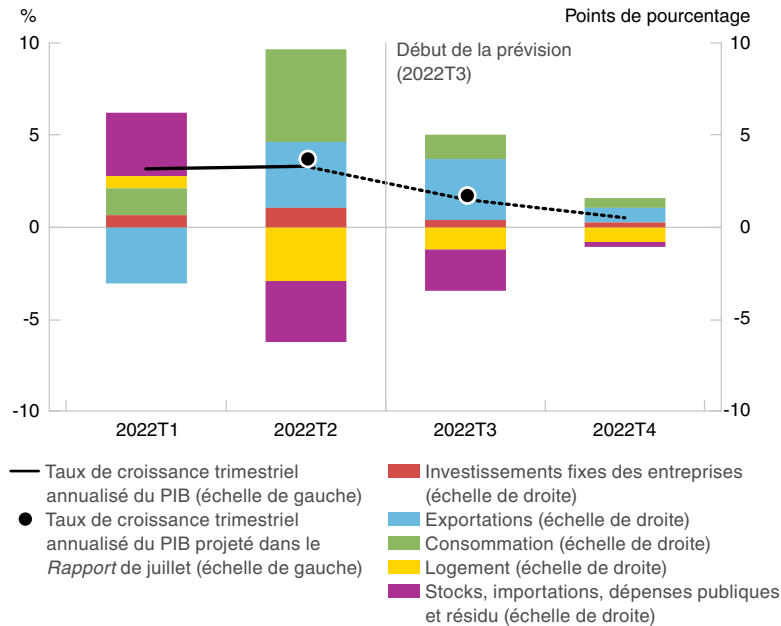
\* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 2**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Les troisième et quatrième trimestres de 2022 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 visent à 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 des moyennes annuelles présentés au **tableau 2**.

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

### Graphique 14 : La croissance devrait ralentir dans la deuxième moitié de 2022

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 : 2022T4

La croissance de la production potentielle passera d'environ  $\frac{3}{4}$  % en 2022 à quelque 2 % en 2023 et en 2024. Les niveaux record d'immigration, la résolution d'une partie des problèmes d'approvisionnement et l'atténuation d'autres facteurs liés à la pandémie, telles les mesures sanitaires, favoriseront l'expansion de la production potentielle (**encadré 4**).

À la faveur de la modeste progression de la demande et de la forte expansion de la production potentielle, la demande excédentaire dans l'économie canadienne fera place à une offre excédentaire au début de 2023.

### Croissance plus faible des dépenses des ménages

Les dépenses des ménages devraient se contracter légèrement au quatrième trimestre de 2022 et tout au long de la première moitié de 2023. Les taux d'intérêt plus élevés pèseront sur les dépenses des ménages, surtout pour ce qui touche le logement et les gros achats (**graphique 15**). Les prix à la baisse des logements, combinés aux diminutions de patrimoine financier et de confiance des consommateurs, freineront aussi les dépenses des ménages.

Les coûts d'emprunt ont nettement augmenté. Les ménages qui contractent un nouveau prêt hypothécaire doivent assumer des coûts sensiblement plus élevés. Et ceux qui renouvellent leur prêt font face à une augmentation supérieure à celles observées dans les cycles de resserrement monétaire des 30 dernières années. Par exemple, le propriétaire qui a souscrit un prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans en octobre 2017 verrait son taux augmenter de  $1\frac{1}{2}$  à 2 points de pourcentage au renouvellement.

Encadré 4

## Production potentielle au Canada

La croissance de la production potentielle devrait se redresser et passer d'environ 0,7 % en 2022 à juste au-dessus de 2 % en 2023 et en 2024. La projection a été revue à la baisse de 0,5 point de pourcentage en moyenne pour 2023 et 2024 par rapport à juillet (**tableau 4-A**)<sup>1</sup>. Cette révision à la baisse réduit l'ampleur du rebond de la croissance de la production potentielle pendant la période de projection.

La croissance de la productivité tendancielle du travail sur la période de projection a été revue à la baisse. Les difficultés du côté de l'offre s'avèrent plutôt persistantes, ce qui donne à penser qu'une restructuration plus importante et des problèmes de réaffectation sont à l'œuvre. Les consultations de la Banque auprès d'entreprises révèlent que celles-ci continueront de s'adapter, par exemple en trouvant de nouveaux fournisseurs, en réorganisant leurs chaînes de valeur mondiales, ou en détenant plus de stocks. Par conséquent, à moyen terme, les chaînes d'approvisionnement ne retrouveront pas leur configuration d'avant la pandémie, comme on le supposait auparavant.

En outre, la projection de croissance du facteur travail tendanciel pour 2023 est plus faible que dans le *Rapport* de juillet. On présume que les problèmes d'appariement sur le marché du travail – c'est-à-dire l'écart entre les compétences, les intérêts et l'expérience des chercheurs d'emploi et le type de travailleurs

que les employeurs recherchent – ont des effets plus persistants sur la capacité des entreprises de nombreux secteurs à embaucher. Qui plus est, les absences au travail pour cause de maladie semblent plus fréquentes qu'avant la pandémie. Ces facteurs sont partiellement contrebalancés par les révisions à la hausse des flux d'immigration nets.

(suite à la page suivante)

**Tableau 4-A : Contribution à la croissance annuelle de la production potentielle au Canada**

Points de pourcentage\*†

	Moyenne de 2000 à 2019	2022	2023	2024
<b>Productivité tendancielle du travail</b>	1,0	-0,5 (-0,5)	0,7 (0,8)	0,8 (1,6)
Approfondissement du capital	0,5	-0,3	0,0	0,1
Productivité totale des facteurs tendancielle	0,6	-0,1	0,7	0,7
<b>Facteur travail tendanciel</b>	1,1	1,2 (1,2)	1,4 (1,7)	1,3 (1,2)
Taux d'emploi tendanciel	0,0	0,3	0,0	0,0
Nombre tendanciel moyen d'heures travaillées	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2
Population en âge de travailler	1,3	1,4	1,6	1,5
<i>Contribution de l'immigration nette</i>	0,9	1,1	1,3	1,2
<b>Production potentielle</b>	2,2	0,7 (0,7)	2,1 (2,5)	2,2 (2,8)
Fourchette		0,5-2,0	1,4-3,3	1,4-3,5

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection de juillet.

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

<sup>1</sup> La pandémie a eu des effets tant transitoires que durables sur l'offre au sein de l'économie. Les récentes livraisons du *Rapport* faisaient une distinction entre l'offre et la production potentielle afin de tenir compte de la nature passagère d'une certaine diminution de l'offre causée par des facteurs liés à la pandémie, notamment les mesures sanitaires et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. La forte incertitude entourant la persistance probable de ces facteurs et le moment où ils pourraient se dissiper confère une précision artificielle à cette distinction. On tient maintenant compte de l'effet de ces facteurs sur la production potentielle dans les estimations de la productivité tendancielle totale des facteurs et du facteur travail tendanciel.

Encadré 4 (suite)

Le rebond de la croissance de la production potentielle en 2023 et en 2024 devrait être soutenu par les forts niveaux d'immigration et par la reprise de la croissance de la productivité tendancielle du travail. Après avoir enregistré un recul marqué au plus fort de la pandémie, l'immigration nette a bondi d'environ 270 000 personnes au deuxième trimestre de 2022. Il s'agit de la plus forte augmentation sur un trimestre de l'histoire du pays, et de loin. En conformité avec l'objectif du gouvernement fédéral d'accueillir 1,3 million de résidents permanents

entre 2022 et 2024, l'immigration nette représente plus des deux tiers de la croissance de la production potentielle.

La croissance de la productivité tendancielle du travail devrait se redresser et s'établir juste en deçà de 1 % en 2023 et en 2024. Cette remontée tient en grande partie à une amélioration de la croissance de la productivité totale des facteurs, alors que l'effet modérateur exercé par les problèmes du côté de l'offre et par d'autres facteurs liés à la pandémie s'estompe.

**Tableau 4-B : Contribution à la croissance annuelle de la production potentielle au Canada et aux États-Unis**

Points de pourcentage\*

	Moyenne de 2000 à 2019	2022	2023	2024
<b>Canada</b>				
<b>Production potentielle</b>	2,2	0,7	2,1	2,2
Productivité tendancielle du travail	1,0	-0,5	0,7	0,8
Facteur travail tendanciel	1,1	1,2	1,4	1,3
<b>États-Unis</b>				
<b>Production potentielle</b>	2,1	1,7	1,7	1,8
Productivité tendancielle du travail	1,3	1,5	1,4	1,3
Facteur travail tendanciel	0,8	0,2	0,3	0,5

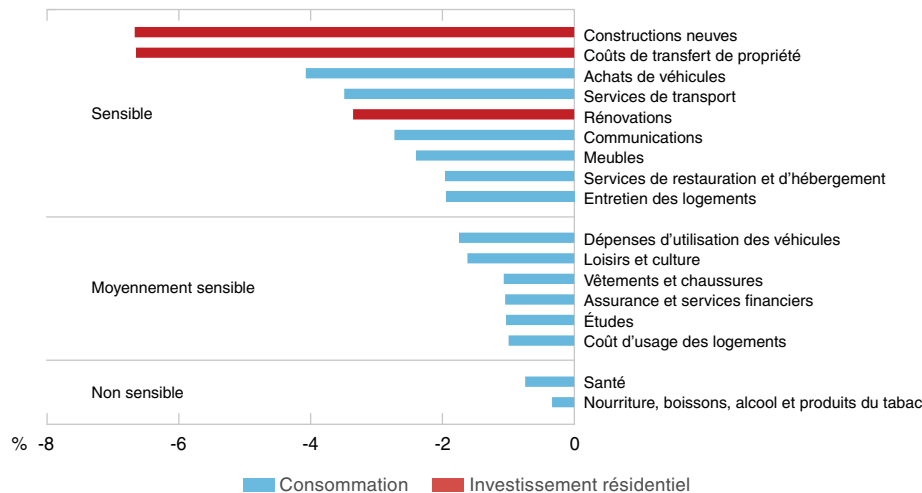
\* Parce que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

La Banque estime que la croissance de la production potentielle au Canada sera plus élevée que celle aux États-Unis en 2023 et en 2024. Pendant cette période, la production potentielle devrait progresser d'environ 2,1 % en moyenne au Canada, soit 0,4 point de pourcentage de plus qu'aux États-Unis (**tableau 4-B**). Sur la période de projection, les flux d'immigration nets de personnes en âge de travailler contribuent en moyenne 1,2 point de pourcentage à la croissance de la production potentielle au Canada, comparativement à 0,3 point de pourcentage aux États-Unis<sup>2</sup>. En revanche, la croissance de la productivité tendancielle du travail au Canada devrait être plus faible qu'aux États-Unis, comme elle l'a été au cours des 20 dernières années.

2 En plus de contribuer à la croissance de la population en âge de travailler, l'immigration favorise la croissance de la production potentielle en augmentant les taux d'emploi tendanciels. La raison en est que la proportion de travailleurs dans la force de l'âge parmi les personnes en âge de travailler est plus élevée chez les immigrants qu'elle ne l'est pour la population canadienne en général. Ces chiffres ne tiennent pas compte de ces effets secondaires sur la production potentielle.

**Graphique 15 : La hausse des taux d'intérêt affecte les dépenses de logement et les gros achats**

Incidence maximale estimée d'un choc restrictif de politique monétaire de 100 points de base

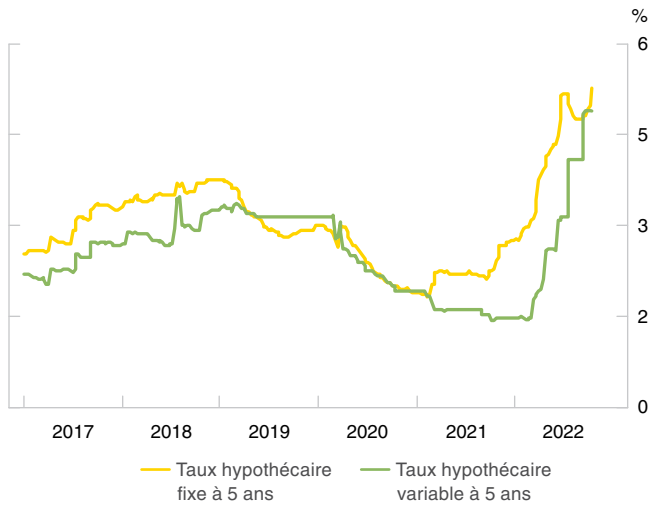


Nota : Pour en savoir plus, voir T. Chernis et C. Luu (2018), *Disaggregating household sensitivity to monetary policy by expenditure category*, note analytique du personnel 2018-32, Banque du Canada.

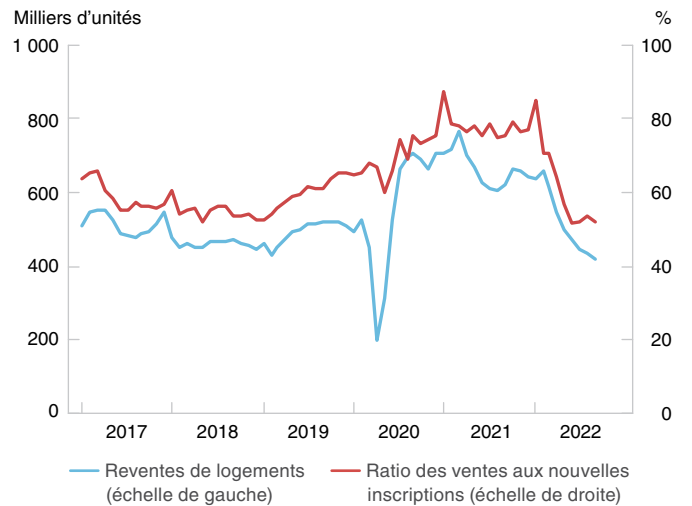
Sources : Statistique Canada et calculs et estimations de la Banque du Canada

### Graphique 16 : À mesure que les taux hypothécaires montent, l'activité sur le marché du logement se contracte

a. Taux d'intérêt, données hebdomadaires



b. Statistiques du marché du logement, données mensuelles désaisonnalisées



Nota : Les données sur les reventes de logements sont désaisonnalisées et annualisées.

Sources : L'Association canadienne de l'immobilier, Lender Spotlight et Banque du Canada

Dernières observations : 18 octobre 2022 (figure a); septembre 2022 (figure b)

La hausse des taux hypothécaires a contribué à un net recul des reventes depuis le mois de mars, lesquelles ont continué de diminuer et se situent maintenant sous les niveaux pré-pandémie (**graphique 16**). L'activité de rénovation a aussi fléchi. La contraction de l'investissement résidentiel, qui a commencé au deuxième trimestre de l'année, devrait se poursuivre dans la première moitié de 2023, quoique dans une moindre mesure. Les prix des logements, qui avaient augmenté d'un peu plus de 50 % de février 2020 à février 2022, ont diminué de presque 10 %<sup>4</sup>. Ils devraient continuer de diminuer, surtout dans les marchés qui ont connu des hausses plus importantes durant la pandémie.

L'effet des coûts d'emprunt plus élevés se constate sur les gros achats. Les dépenses en automobiles, en meubles et en appareils ménagers sont les plus sensibles aux taux d'intérêt, et montrent déjà des signes de ralentissement. À mesure que les hausses de taux d'intérêt se feront sentir dans l'économie, la croissance du revenu disponible et la demande de services ralentiront également. L'expérience laisse croire que les voyages, les hôtels, les repas au restaurant et les services de communication seront les plus touchés sur le plan de la demande.

Les dépenses des ménages se raffermiront à compter du deuxième semestre de 2023 et tout au long de 2024. La croissance de la population et du revenu disponible soutiendra la demande, à mesure que l'impact du resserrement des conditions financières se dissipera. Par exemple, la construction résidentielle sera stimulée par la forte immigration dans les marchés qui sont déjà particulièrement tendus.

<sup>4</sup> Ces chiffres s'appuient sur l'Indice des prix des propriétés MLS®, qui donne une mesure des prix de l'immobilier ajustée en fonction de la qualité des logements.

## Ralentissement des investissements des entreprises

La croissance des investissements des entreprises devrait ralentir de façon marquée, passant de quelque 6¼ % en 2022 à autour de 1½ % en 2023, avant de remonter légèrement pour atteindre 2¼ % en 2024 (**graphique 17**).

L'enquête sur les perspectives des entreprises montre que ces dernières ont l'intention d'accroître leurs investissements, notamment parce que bon nombre d'entre elles sont encore aux prises avec d'importantes contraintes de capacité. En 2023, la croissance des dépenses d'investissement devrait ralentir en raison des coûts de financement plus élevés, d'un affaiblissement de la demande et d'un allègement des contraintes de capacité.

La montée des taux des prêts bancaires, l'élargissement des écarts de taux sur les obligations de sociétés et la baisse des cours boursiers ont contribué aux augmentations considérables des coûts de financement pour un grand nombre d'entreprises. À titre d'exemple, le taux d'emprunt moyen pour les nouveaux prêts aux entreprises s'est accru d'environ 3 points de pourcentage au cours de la dernière année. La récente dépréciation du dollar canadien, qui rend les achats de machines et de matériel plus coûteux, pèse aussi sur les investissements des entreprises.

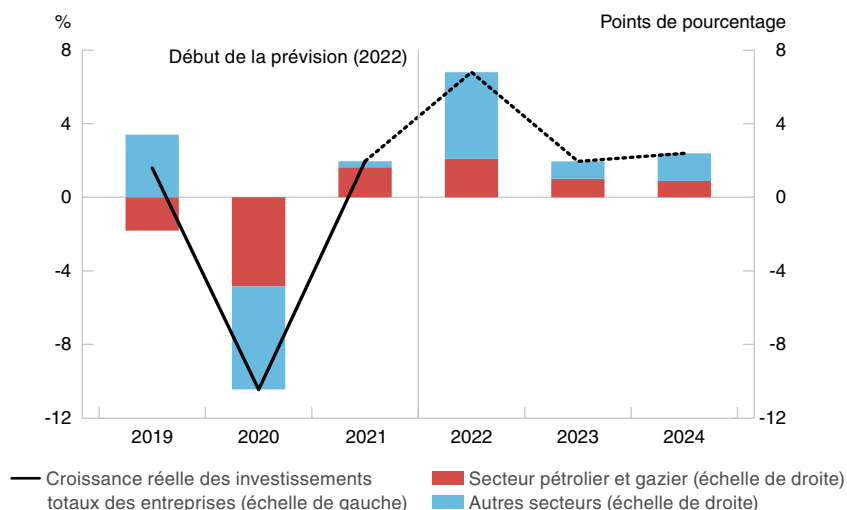
La croissance se redressera en 2024 sous l'effet du raffermissement de la demande à l'échelle de l'économie. Des projets, comme l'implantation d'usines de véhicules électriques, contribueront aussi à ce redressement.

Les prix relativement élevés de l'énergie devraient entraîner une croissance solide des investissements dans le secteur pétrolier et gazier. Ces investissements seront cependant bridés par l'incertitude persistante entourant la demande à long terme et la transition vers une économie à faibles émissions de carbone.

Les investissements en stocks devraient se modérer en 2023, après avoir été exceptionnellement élevés. L'atténuation des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales aidera graduellement les entreprises – en particulier les détaillants – à reconstituer leurs stocks à la suite des pénuries liées à la pandémie. On suppose que les entreprises conservent plus de stocks pour pouvoir faire face à de futurs problèmes d'approvisionnement et améliorer la résilience de leurs chaînes de production.

### Graphique 17 : La croissance des investissements des entreprises devrait ralentir de façon marquée en 2023

Contribution à la croissance réelle des investissements totaux des entreprises, données annuelles



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



## Croissance modérée des exportations

Les exportations devraient afficher une croissance modérée au cours de la période de projection. La croissance des exportations hors produits de base ralentira tout au long de 2023 en raison de la baisse de la demande étrangère. Ce ralentissement sera en partie compensé par la reprise des voyages internationaux, l'atténuation continue des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et la récente dépréciation du dollar canadien. La stabilisation de la demande étrangère en 2024 s'accompagnera d'un renforcement graduel des exportations hors produits de base (**graphique 18**).

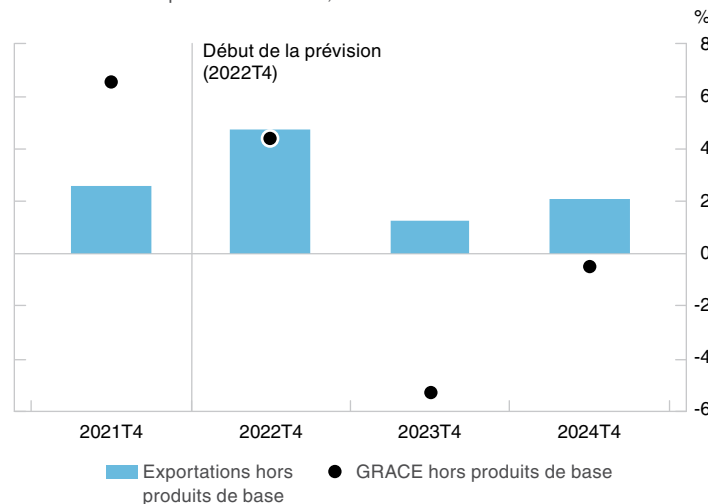
La croissance des exportations de produits de base non énergétiques sera modérée en 2023. Cela témoigne notamment de la normalisation anticipée du rendement des récoltes, ainsi que de l'effet moindre des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales.

Au cours de la période de projection, les exportations d'énergie seront soutenues par les prix élevés et les capacités de transport accrues. En 2024, la croissance devrait se redresser en raison de l'achèvement attendu de grands projets comme l'expansion du pipeline Trans Mountain.

La reprise progressive des dépenses d'investissement et le réapprovisionnement continu des entreprises soutiendront les importations de biens.

### Graphique 18 : Avec la stabilisation de la demande étrangère en 2024, les exportations hors produits de base devraient se raffermir graduellement

Taux de variation sur un an au quatrième trimestre, données trimestrielles



Nota : Pour en savoir plus sur les indicateurs de la demande étrangère, dont la mesure de l'activité réelle internationale pour les exportations canadiennes (GRACE), voir l'encadré 3 du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier 2017.

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

## Diminution de l'inflation en 2023 et retour à la cible en 2024

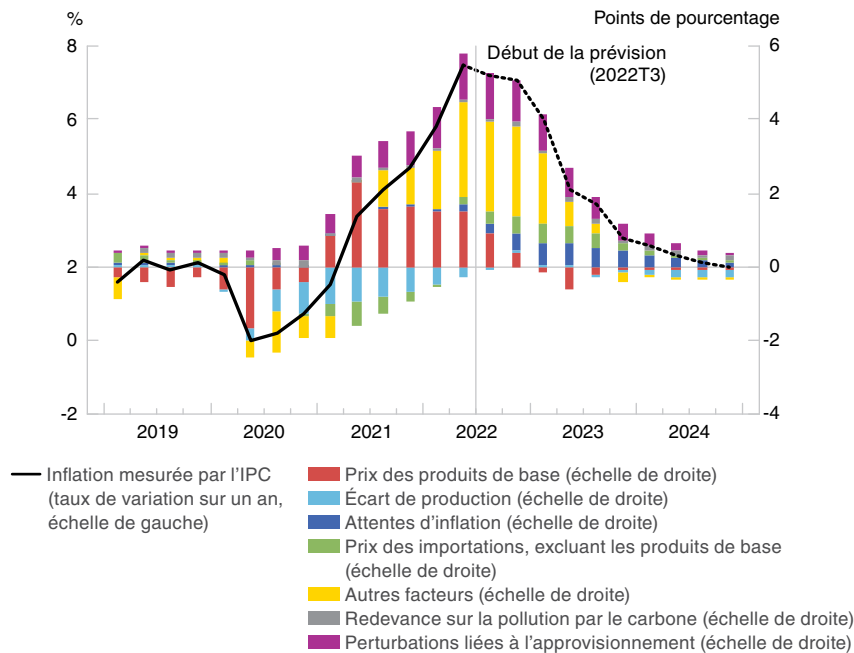
On prévoit un recul de l'inflation mesurée par l'IPC. Elle se situera autour de 7 % au quatrième trimestre de 2022, puis à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 % à la fin de 2023, et elle retournera à la cible de 2 % d'ici la fin de 2024 (**graphique 19**). L'inflation baissera à mesure que l'incidence des hausses passées des prix des produits de base se dissipera et que les pressions inflationnistes causées par les perturbations mondiales de l'approvisionnement s'atténueront. D'autres facteurs (**graphique 19**, barres jaunes) devraient aussi s'atténuer, dont, possiblement, la transmission des prix élevés de l'énergie aux prix d'autres biens et services ainsi que les coûts élevés de logement. Plus précisément, les coûts élevés de l'énergie semblent s'être répercutés sur l'inflation beaucoup plus que d'habitude. Il faudra du temps avant que ces impacts exceptionnels se dissipent complètement.

La hausse des taux d'intérêt devrait ralentir les dépenses, réduire la demande et favoriser le retour de l'inflation à la cible. En particulier, la modération de la demande fera fléchir l'inflation des prix des services. Elle fera aussi baisser les prix des maisons et ralentir l'inflation des prix du logement jusqu'à la mi-2023. Cette inflation restera cependant positive en raison de l'effet durable des frais d'intérêt accrus des prêts hypothécaires et de la forte croissance des loyers<sup>5</sup>.

La récente dépréciation du dollar canadien fera toutefois monter un peu les prix des importations et l'inflation en 2023.

### Graphique 19 : 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* incluent 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, 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.

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

<sup>5</sup> L'augmentation des frais d'intérêt des prêts hypothécaires devrait ajouter, en moyenne, autour de 0,6 point de pourcentage à l'inflation en 2023-2024.

## Les risques entourant les perspectives d'inflation

---

L'économie mondiale est confrontée à un ensemble croissant de difficultés et de risques complexes. Dans la plupart des pays, l'inflation demeure élevée et généralisée. Bon nombre de banques centrales ont augmenté rapidement leur taux directeur et certaines ont commencé à réduire la taille de leur bilan. Les conditions financières se sont resserrées de façon marquée en 2022, ce qui a amplifié les tensions financières. L'invasion de l'Ukraine par la Russie et, de façon plus générale, la montée des tensions géopolitiques restent des sources importantes d'incertitude.

Certains des risques décrits dans les livraisons précédentes du *Rapport* ont été pris en compte partiellement dans la projection. Le scénario de référence comporte une croissance mondiale plus faible, des prix des matières premières et des coûts de transport plus bas, un durcissement plus marqué des conditions financières mondiales ainsi qu'un recul plus net, à court terme, de l'activité sur le marché canadien du logement.

La Banque perçoit deux principaux risques pour les perspectives d'inflation. Du côté des risques à la hausse, l'inflation pourrait se maintenir longtemps à un niveau plus élevé qu'envisagé dans le scénario de référence. Cela pourrait se produire si les attentes d'inflation ne s'ajustent pas à la baisse comme prévu. Dans ce cas, le scénario du risque d'une spirale salaires-prix, décrit dans le *Rapport* de juillet, pourrait se concrétiser. D'autres facteurs pourraient aussi mener à une inflation plus tenace que ce qui est projeté dans le scénario de référence. Du côté des risques à la baisse, le ralentissement de l'économie mondiale pourrait être encore plus accentué et l'inflation descendrait davantage.

Même si la Banque considère que les risques entourant les prévisions d'inflation sont relativement équilibrés, les risques à la hausse sont plus préoccupants, car l'inflation élevée persiste.

### Principal risque à la hausse : une inflation élevée qui persiste davantage

L'inflation pourrait se maintenir à un taux plus important que ce que postule le scénario de référence. Ce risque pourrait se manifester par l'intermédiaire de canaux mondiaux ou de canaux intérieurs.

Certains facteurs mondiaux à l'origine de la forte inflation observée récemment pourraient être plus tenaces que ce qui est prévu dans le scénario de référence ou avoir une incidence plus grande qu'anticipé sur les prix à la consommation. Par exemple, une intensification des perturbations de l'approvisionnement en lien avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie pourrait 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.

Des facteurs intérieurs pourraient également maintenir une inflation forte plus longtemps que prévu. Les anticipations d'inflation à court terme ont nettement augmenté depuis le début de la pandémie. Si ces attentes d'inflation s'avèrent plus ancrées qu'envisagé dans le scénario de référence, une inflation élevée persistera plus longtemps.

Il existe aussi un risque que les ménages puisent dans leur importante épargne plus que ce que suppose le scénario de référence. Cette situation pourrait accroître les dépenses des ménages et accentuer les pressions à la hausse sur l'inflation.

## Principal risque à la baisse : un ralentissement économique mondial marqué

À mesure que la politique monétaire se resserre dans de nombreux pays, les vulnérabilités financières internationales de longue date pourraient amplifier les répercussions de ce durcissement sur l'économie mondiale. Le niveau d'endettement des administrations publiques, des sociétés non financières et des ménages est élevé dans bon nombre de pays. Les niveaux importants d'emprunt auprès de créanciers étrangers et en dollars américains constituent une vulnérabilité supplémentaire pour plusieurs économies émergentes. Certains marchés de financement se sont fragilisés en raison d'une baisse des niveaux de liquidité. Une réévaluation abrupte du risque pourrait provoquer des difficultés de financement chez les emprunteurs plus risqués, ainsi qu'une longue période de réduction des leviers d'endettement. Ces conséquences pourraient mener à un ralentissement économique mondial plus profond que prévu et à un affaiblissement des prix des produits de base.

L'économie canadienne pourrait être touchée par la baisse de la demande étrangère, la détérioration des termes de l'échange et les effets de débordement sur son système financier. 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 ainsi que l'accès au crédit, et entamer la confiance des consommateurs.

Dans le scénario de référence, la Banque suppose que la flambée des prix des biens observée depuis le début de la pandémie persistera. Ces prix pourraient toutefois baisser si le ralentissement de la croissance économique mondiale s'avère plus marqué qu'escompté. Un net ralentissement de la croissance, notamment aux États-Unis, pourrait pousser les prix à la baisse si les détaillants qui se retrouvent avec trop de stocks sont amenés à accorder des réductions importantes sur les prix.

## Annexe – Mesurer l'inflation fondamentale

---

L'inflation peut être très volatile. Pour essayer de faire abstraction de l'excès de volatilité des données dans ce domaine, les banques centrales se servent souvent de mesures de l'inflation fondamentale. Mais comme aucune mesure ne se démarque clairement des autres, la Banque du Canada utilise plusieurs approches, qui ont toutes leurs forces et leurs faiblesses. L'IPC-tronq et l'IPC-méd se sont avérés être des indicateurs fiables de l'inflation sous-jacente tout au long de la pandémie. Par contraste, l'IPC-comm est devenu peu fiable en temps réel du fait des importantes révisions qui lui ont été apportées. Par conséquent, la Banque va utiliser en priorité l'IPC-tronq et l'IPC-méd comme mesures privilégiées de l'inflation fondamentale.

### Plusieurs mesures de l'inflation fondamentale

Depuis 2016, la Banque se sert de trois mesures de l'inflation fondamentale, à savoir l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm. L'IPC-tronq vise à recalculer l'inflation après avoir exclu les composantes de l'IPC qui affichent les variations de prix les plus extrêmes (les valeurs les plus hautes et les plus basses) chaque mois. De la même manière, l'IPC-méd représente le point médian de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné. On obtient l'IPC-comm en isolant les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC et en recalculant l'inflation en accordant plus d'importance aux composantes qui ont évolué étroitement ensemble au fil du temps.

La Banque a choisi ces mesures, parmi bien d'autres, essentiellement pour les raisons suivantes :

- elles ont évolué le plus étroitement avec les principaux facteurs concourant à l'inflation,
- elles ont saisi le mieux l'inflation sous-jacente, abstraction faite des fluctuations temporaires.

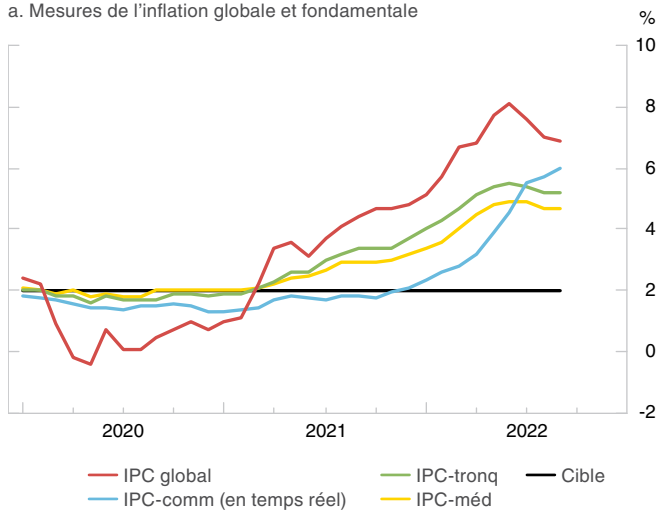
### Signaux contradictoires durant la pandémie

La pandémie a représenté un choc complexe et sans précédent qui a remis en question les modèles et indicateurs économiques traditionnels, y compris les mesures de l'inflation fondamentale. Essentiellement, ces mesures donnaient parfois des signaux contradictoires au sujet de l'inflation sous-jacente.

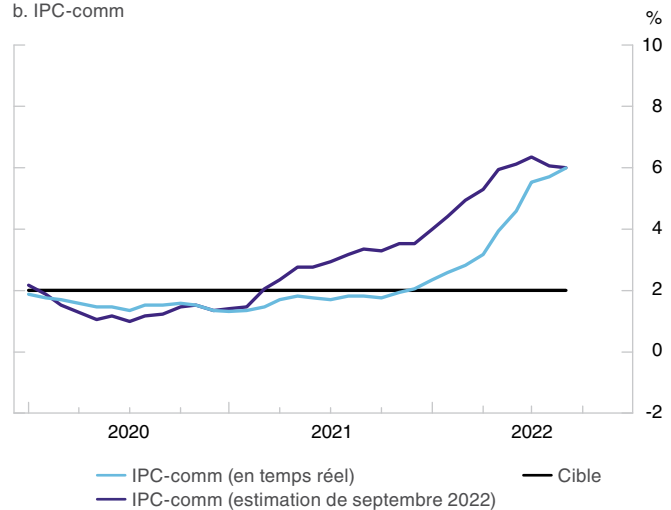
**Graphique A-1 : L'IPC-tronq et l'IPC-méd ont été un baromètre plus fiable des pressions inflationnistes sous-jacentes que l'IPC-comm**

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Mesures de l'inflation globale et fondamentale



b. IPC-comm



Nota : Les données en temps réel correspondent aux valeurs initiales non révisées de l'IPC-comm.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2022

## IPC-tronq et IPC-méd

L'IPC-tronq et l'IPC-méd semblent avoir donné de bonnes indications de l'inflation sous-jacente pendant la pandémie (**graphique A-1, figure a**)<sup>6</sup>. Cela tient au fait que ces mesures se fondent sur la distribution des variations de prix enregistrées chaque mois, contrairement aux autres mesures de l'inflation fondamentale, qui se fondent sur le comportement passé des prix. La relative flexibilité de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd en faisait des mesures bien adaptées pour faire face au caractère inhabituel de la pandémie et saisir les changements importants de comportement de l'inflation.

Bon nombre des composantes de l'IPC qui se sont montrées extrêmement volatiles au début de la pandémie ne l'avaient généralement pas été autant jusque-là. Des mouvements de prix extrêmes, à la hausse comme à la baisse, étaient également plus courants.

Par conséquent, l'IPC-tronq et l'IPC-méd sont descendus quelque peu sous la cible de 2 % quand l'économie s'est affaiblie au début de la pandémie, mais ils n'ont pas baissé autant que les autres mesures de l'inflation fondamentale. Au début de 2021, l'IPC-tronq et l'IPC-méd s'inscrivaient un peu au-dessus de 2 %, ce qui signalait avec une longueur d'avance sur les autres mesures de l'inflation fondamentale que l'inflation sous-jacente était en train de monter. À la mi-2021, l'inflation élevée continuait de toucher de plus en plus de composantes de l'IPC. Cela s'est clairement reflété dans le comportement subséquent de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd. En 2022, ces deux mesures ont continué à augmenter, dépassant largement la cible de 2 %. Parallèlement, l'inflation globale atteignait des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis des décennies et les pressions inflationnistes se généralisaient incontestablement.

<sup>6</sup> Pour de plus amples renseignements, voir T. Macklem (2022), *L'évolution de l'inflation et son importance*, discours prononcé devant la Chambre de commerce d'Halifax, 6 octobre. Voir aussi M. Khan et E. Sullivan (à venir), *Core inflation over the COVID-19 pandemic*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

## IPC-comm

L'IPC-comm a été relativement lent à révéler une hausse durable de l'inflation (**graphique A-1, figure b**)<sup>7</sup>. Cela s'explique notamment par la manière dont cette mesure traitait les variations de prix des biens échangés à l'échelle internationale. Avant la pandémie, les prix de ces biens tendaient à ne pas beaucoup suivre les mouvements du reste des composantes du panier de l'IPC. Par conséquent, l'IPC-comm a accordé peu d'importance aux fortes pressions inflationnistes qu'exerçaient les prix des biens échangés à l'échelle internationale en 2021. Les estimations en temps réel résultantes de l'IPC-comm étaient nettement inférieures à celles de l'IPC-tronq et l'IPC-méd. Du fait que les mouvements communs des prix ont touché davantage de composantes de l'IPC qu'avant la pandémie, le coefficient de pondération estimé des biens échangés à l'échelle internationale dans l'IPC-comm a augmenté. Par conséquent, les estimations de cette mesure pendant la pandémie ont été fortement révisées à la hausse et produisent maintenant des résultats similaires à ceux que l'IPC-tronq et de l'IPC-méd ont fournis tout au long de cette période.

## Autres mesures de l'inflation fondamentale

La Banque surveille aussi d'autres mesures de l'inflation fondamentale, dont l'IPCX et l'IPC-HAEI<sup>8</sup>. Ces mesures font abstraction d'un groupe fixe de composantes de l'IPC qui ont toujours eu tendance à être plus volatiles. À titre d'exemple, l'IPC-HAEI exclut l'alimentation et l'énergie. Cette approche se distingue de la méthode utilisée pour l'IPC-tronq et l'IPC-méd, qui excluent chaque mois des composantes différentes.

Au début de la pandémie, l'IPCX et l'IPC-HAEI ont chuté brusquement autour de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, ce qui donnait à penser que l'inflation sous-jacente était moins élevée que suggéré par l'IPC-tronq et l'IPC-méd. Cela s'explique par le fait que les mesures à exclusion de composantes ne reflétaient pas les changements qui ont touché les composantes les plus volatiles au début de la pandémie. L'IPCX et l'IPC-HAEI sont restés en dessous de 2 % pendant une année environ, avant de suivre une évolution largement comparable à celle de l'IPC-tronq et de l'IPC-méd (**graphique A-2**).

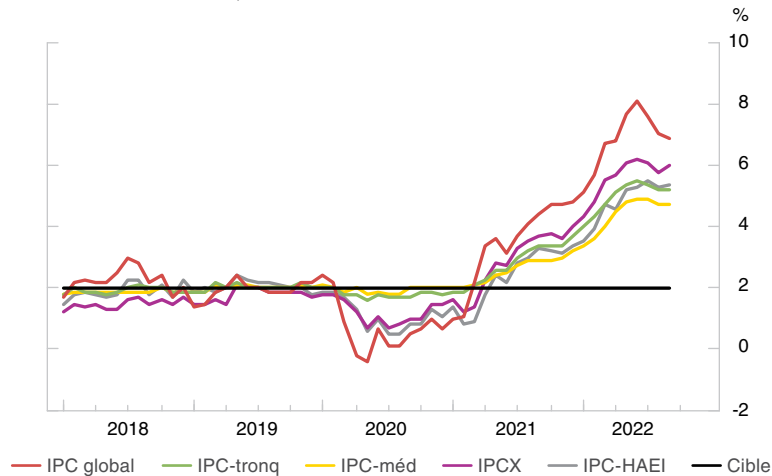
<sup>7</sup> Pour une analyse des récentes révisions dont a fait l'objet l'IPC-comm, voir E. Sullivan (2022), *Examining recent revisions to CPI-common*, note analytique du personnel 2022-15, Banque du Canada.

<sup>8</sup> Pour des précisions sur ces mesures et leur évaluation, voir H. Lao et C. Steyn (2019), *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation in Canada: An Update*, document d'analyse du personnel 2019-9, Banque du Canada.



**Graphique A-2 : Les mesures à exclusion de composantes indiquaient une inflation sous-jacente plus faible au début de la pandémie**

Mesures de l'inflation fondamentale, taux de variation sur un an



Nota : Pour en savoir plus sur ces mesures de l'inflation fondamentale, consulter le [site Web](#) de la Banque du Canada.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : septembre 2022

**L'inflation fondamentale est de plus en plus importante**

Les mesures de l'inflation fondamentale peuvent contribuer à mettre en lumière des évolutions importantes et durables de l'inflation. L'IPC-comm ne fournit plus d'information utile en temps réel, en raison des importantes révisions historiques qui lui ont été apportées. Par contraste, l'IPC-tronq et l'IPC-méd saisissent mieux les changements de comportement en matière de prix. Ces mesures semblent avoir donné de bons résultats pendant la pandémie et elles sont sujettes à des révisions nettement moins importantes. C'est pourquoi la Banque mettra dorénavant l'accent sur ces deux mesures.