

27 mars 2026

Note à la BdC : Ne pas suivre le marché face au choc pétrolier

Par Warren Lovely, Stéphane Marion, Matthieu Arseneau

L'imbroglie géopolitique au Moyen-Orient ayant fait monter violemment les prix du pétrole brut (entre autres marchandises), on peut s'attendre à une hausse de l'inflation. Qualitativement, nous pouvons en être certains. Certes, l'ampleur et la durée totale du choc d'inflation lié au pétrole qui se développe restent à voir, tout dépendant du moment et de la manière dont le détroit d'Ormuz finira par être rouvert.

Nonobstant l'incertitude géopolitique actuelle – y compris les indices contradictoires des protagonistes –, les marchés obligataires mondiaux ont précipité leur verdict. En quête de stabilité des prix, ou pour défendre celle-ci, ce qui fait partie de leur mandat, les banques centrales devront soit resserrer leur politique monétaire, soit seront empêchées d'offrir la moindre détente. Du moins, le pense-t-on actuellement.

On s'attend maintenant à une série de hausses des taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre et de la Banque centrale européenne. Ce resserrement prospectif pourrait être justifié. Aux États-Unis, les paris sur des réductions du taux directeur par le FOMC ont été rondement abandonnés, le plus récent « graphique à points » de la Fed étant de toute évidence mort-né.

Ici, au Canada, la révision des projections de la politique monétaire a été tout aussi frappante. Partant du taux directeur actuel de 2,25 %, les marchés tablent maintenant sur près de 3 % pour le taux de financement à un jour d'ici la fin de 2026 ou le début de 2027. Le changement de sentiment à l'égard de la BdC a fait grimper les rendements des obligations du Canada de 2 ans de près de 60 points en mars, ce qui est un des mouvements négatifs sur un mois les plus forts depuis que le dernier choc de prix du pétrole a tendu les nerfs des banques centrales (et des investisseurs en titres à revenu fixe).

Mais nous ne sommes pas en 2022 et nous croyons que le marché agit trop précipitamment. Dans cette note *de facto* à la Banque du Canada, nous arguons que le Conseil de direction ne devrait pas réagir trop hâtivement à une poussée de l'inflation d'ensemble – à moins que de nouvelles mesures de stimulation budgétaires ne nourrissent l'inflation, comme lors du choc pétrolier de 2022. Voici, en ordre dispersé, dix arguments plaçant pour plus de patience :

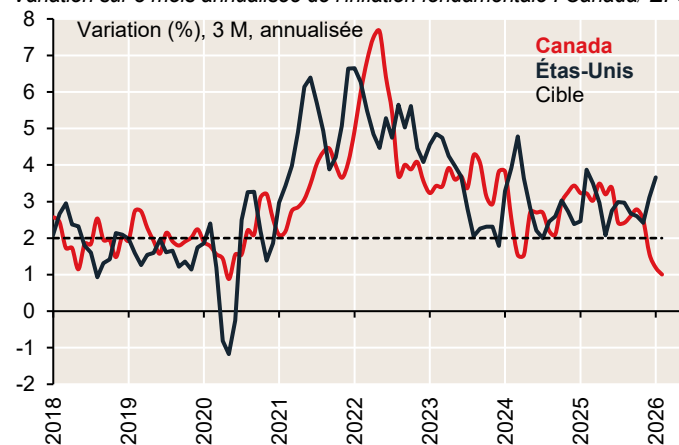
■ **Au Canada au moins, l'inflation était bien maîtrisée avant le récent choc de prix du pétrole** ► Selon les derniers chiffres disponibles (pour février), l'inflation d'ensemble canadienne se situait à 1,8 %. Quand le choc de prix du pétrole s'est fait sentir en 2022, l'inflation mesurée par l'IPC était déjà très élevée, l'IPC tous éléments confondus dépassant les 5 %. On peut féliciter la BdC d'avoir restauré et sécurisé la stabilité des prix avant bon nombre d'autres banques centrales. Nous ne l'invitons pas à rester les bras croisés. Mais le point de départ beaucoup plus calme d'aujourd'hui devrait permettre une réaction beaucoup plus délibérée au Canada que dans des pays qui n'ont jamais remis l'inflation au pas.

■ **Tout en dérivant à la hausse, les attentes d'inflation n'ont pas fondamentalement décroché de leur ancrage** ► La décision lamentable du gouvernement fédéral d'éliminer les obligations à rendement réel prive le Canada d'un marché indexé qui fonctionnait bien, et qui était précieux pour jauger les attentes d'inflation. Cela dit, des données et des études plus qualitatives ont régulièrement pointé des attentes d'inflation à long terme bien ancrées. Cela pourrait expliquer en partie l'ajustement relatif plus faible des perspectives d'inflation canadiennes dans la nouvelle mise à jour des prévisions de l'OCDE ([lien](#)).

■ **La répercussion de la hausse des prix de l'énergie sur l'inflation fondamentale est loin d'être certaine, voire peu probable** ► En termes simples, la dynamique de l'inflation fondamentale était plus tempérée au Canada qu'ailleurs, notamment aux États-Unis (graphique). Étant donné les vulnérabilités sous-jacentes (nous y reviendrons), nous entrevoyons bien moins de risque d'une forte répercussion des prix de l'énergie sur le panier de l'IPC large.

Une dynamique de l'inflation plus favorable au Canada

Variation sur 3 mois annualisée de l'inflation fondamentale : Canada/É.-U.

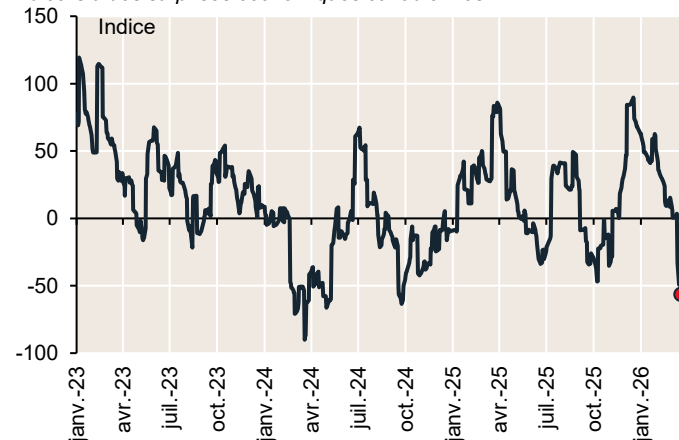


Source : BNC, Statistique Canada, BEA | Nota : Moyenne de l'IPC tronqué et de l'IPC médian au Canada, indicateur PCE de base (hors aliments et énergie) aux É.-U.

■ **Il reste des ressources inutilisées dans l'économie canadienne, et la dynamique récente est préoccupante** ► Des révisions à grande échelle des données du PIB pourraient assombrir le tableau, mais il reste un certain degré de ressources inutilisées dans l'économie canadienne. En janvier, la BdC a évalué l'écart de production entre 0,5 % et 1,5 %, et l'économie n'a guère été performante depuis. Des données économiques récentes contenaient de mauvaises surprises, révélant une économie quelque peu à la peine alors que le taux directeur frisait un niveau pratiquement stimulant.

Mauvaises surprises dans les données économiques

Indice Citi des surprises économiques canadiennes

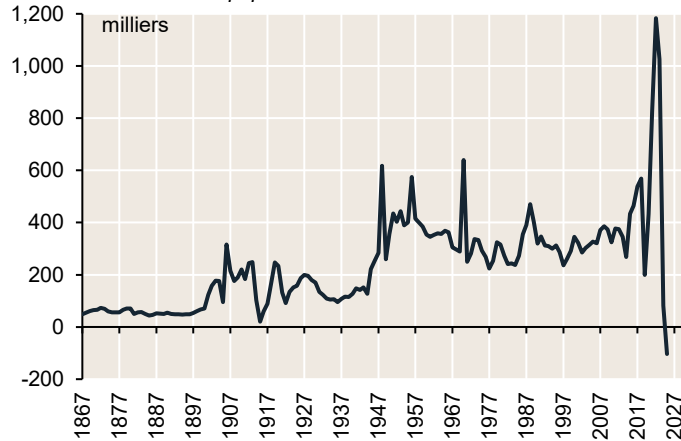


Source : BNC, BBG | Nota : Les chiffres sous zéro représentent des surprises négatives

▪ **Malgré quelques indices contrastés, le marché du travail paraît faible/vulnérable et le restera probablement** ► Avec le coup de frein à l'immigration internationale, la population du Canada connaît une contraction sans précédent, aux conséquences économiques encore incertaines, en dehors d'une baisse de l'inflation engendrée par la demande. Une diminution de la population réduit le taux seuil de la création mensuelle d'emplois et brouille les cartes dans l'évaluation de la santé du marché du travail. Néanmoins, les récentes pertes d'emplois et les taux d'emploi proches des creux cycliques trahissent la fragilité du marché du travail. Les postes vacants ont disparu et les projets d'embauche sont tout au plus timides. Un marché du travail atone atténue les prévisions de croissance des salaires et menace les dépenses de consommation plus généralement – ce qui représente une mise en garde majeure.

Première année de contraction de la population depuis la Confédération

Variation annuelle de la population canadienne



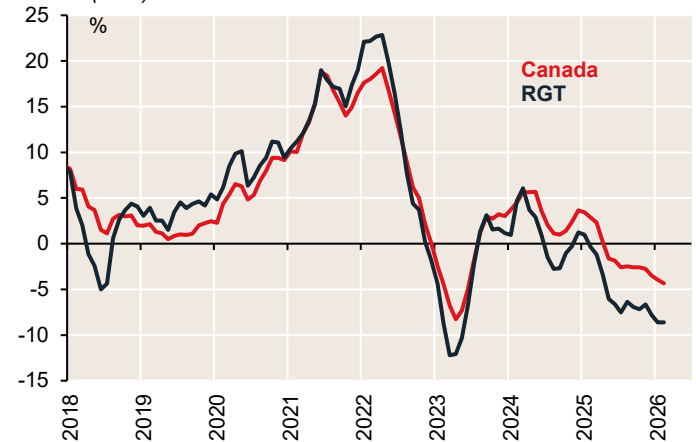
Source : BNC, Statistique Canada

▪ **Des marchés clés du secteur immobilier résidentiel sont restés lents, les acheteurs hésitant à juste titre à s'engager** ► Le Canada est une économie sensible aux taux d'intérêt, où l'immobilier joue un rôle démesuré (pour générer de l'activité économique et soutenir la santé du système financier). Cela rend le récent malaise des marchés immobiliers résidentiels inquiétant, les réductions des taux d'intérêt récents de la BdC n'ayant pas réussi à dynamiser ce secteur clé. La BdC pourrait faire valoir qu'un marché immobilier résidentiel moribond, sur lequel les prix reculent, facilite l'accession à la propriété. Mais, mesurez bien les conséquences de vos vœux.

▪ **La destruction de richesse (effective ou simple menace) érousse l'enthousiasme des consommateurs** ► Toutes choses étant égales par ailleurs, la baisse des prix immobiliers résidentiels pourrait favoriser l'accession à la propriété, mais la destruction de richesse qui l'accompagne n'aide pas la confiance des consommateurs qui, en mars, restait à 50 % sous son pic de 2022. Des hausses des taux d'intérêt pourraient faire plonger encore plus les prix de l'immobilier résidentiel, ce qui pourrait être contre-productif, de notre point de vue (le remède faisant plus de mal que de bien). Par ailleurs, les portefeuilles de placement ont connu une année exceptionnelle en 2025. Mais là aussi, la situation s'est gâtée, et la menace d'un cycle baissier en bourse – comme ceux qui ont accompagné tous les chocs pétroliers depuis 1956 (voir notre Mensuel boursier) – pourrait ajouter une autre dimension malheureuse à la destruction de la richesse des ménages.

Baisse des prix immobiliers = destruction de richesse

Variation annuelle des prix du logement : Canada et région du Grand Toronto (RGT)

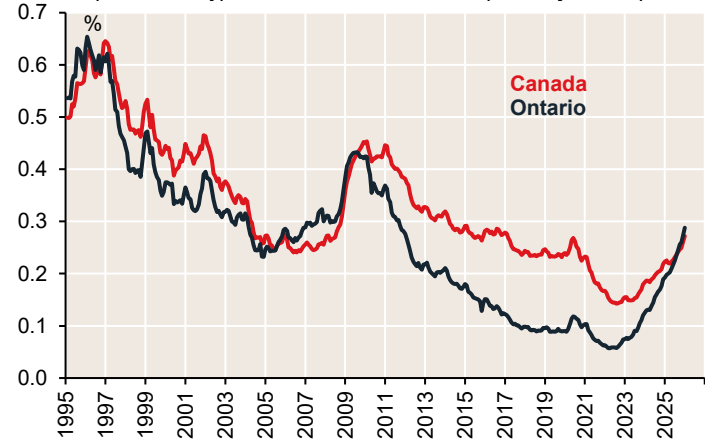


Source : BNC, Indice de prix de maison Teranet-Banque Nationale

▪ **Les propriétaires de logements ont déjà du mal à rembourser leurs emprunts hypothécaires** ► À l'heure actuelle, de plus en plus de Canadiens ont du retard dans le paiement de leurs traites hypothécaires. Les paiements en souffrance dépassent les niveaux d'avant la pandémie (graphique). La plupart des crédits hypothécaires canadiens ont bien été renouvelés. Mais, il semble que les nouveaux taux, plus élevés, des emprunts contractés ou que les emprunteurs vont devoir contracter menacent de siphonner du revenu disponible qui aurait été consacré à d'autres besoins. Les taux de défaillance des prêts hypothécaires qui clignotent au rouge devraient mettre une banque centrale sur ses gardes.

Les retards de paiements hypothécaires augmentent

Part des paiements hypothécaires en souffrance depuis 90 jours ou plus



Source : BNC, CBA

▪ **La confiance des entreprises et les intentions d'investissement sont généralement entravées par l'incertitude du commerce international** ► Oui, nous parlons de l'ACEUM et des relations commerciales entre le Canada et les États-Unis, qui grincent encore et sont très incertaines. Cela constitue indubitablement une grande source d'incertitude et, tant que l'accès préférentiel du Canada aux États-Unis ne sera pas réaffirmé, les entreprises seront peu portées à investir. Même dans le secteur pétrolier, la hausse des prix ne motiverait peut-être pas de grande expansion à court terme. En effet, notre potentiel est freiné par l'incapacité antérieure du Canada d'augmenter les voies d'exportation. C'est en partie pour cela que l'on constate peu d'impulsion économique réelle induite par le choc des prix, voire aucune, malgré le statut du Canada comme pays exportateur de pétrole. Il y aura certes plus de rentrées nominales, mais probablement peu de créations d'emplois et d'investissements (du moins cette année).

▪ **Les politiques budgétaires, bien que théoriquement stimulantes, ciblent de plus en plus les initiatives d'amélioration de la productivité (et sont moins problématiques dans la perspective de l'inflation)** ► Le mot d'ordre est la transformation économique, au fédéral et dans les provinces. Plus les initiatives budgétaires ciblent l'investissement en immobilisations (plutôt que les dépenses opérationnelles ou les initiatives pour les ménages), moins il y aura à craindre d'inflation à court terme. Bien sûr, cette concentration sur l'investissement exige de la patience, puisque les dividendes réels qui en découleront se feront attendre (c.-à-d. ne suivront que dans quelques années). Nous notons que certains gouvernements percevront plus de recettes que ce qui avait été prévu pour 2026-2027. Si ces primes sont affectées à la réduction du déficit ou à la

maîtrise de la dette, la BdC aurait des arguments solides pour ne pas hausser les taux d'intérêt. À l'inverse, toute tentative de canaliser les revenus marginaux vers des mesures de stimulation de court terme pourrait compliquer la donne pour la BdC. De cette manière, notre argument en faveur de la patience dans la conduite de la politique monétaire est conditionné par les choix budgétaires que feront les gouvernements canadiens. C'est peut-être à cela que s'attend le marché au moment de la rédaction de cette note – à savoir une répétition des largesses budgétaires de 2022 –, mais cela contredirait la promesse du budget du gouvernement Carney de « réduire les dépenses pour investir davantage » et, donc, de favoriser l'investissement plutôt que la consommation.



Économie et stratégie

Abonnez-vous à nos publications:
BNCEconomieetStrategie@bnc.ca

Pour nous joindre :
514-879-2529

Stéfane Marion
Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Jocelyn Paquet
Économiste principal
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms
Économiste principal
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme
Économiste principale
alexandra.ducharme@bnc.ca

Daren King, CFA
Économiste principal
daren.king@bnc.ca

Warren Lovely
Stratège principal,
Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich
Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Ethan Currie
Stratège
ethan.currie@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Nathalie Girard
Coordonnatrice senior
n.girard@bnc.ca

Giuseppe Saltarelli
Infographiste
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

Général : Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRI), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada : FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents de l'UE : En ce qui concerne la distribution de ce rapport dans les États membres de l'Union européenne (« UE ») et de l'Espace économique européen (« EEE ») par NBC Paris, le contenu de ce rapport est uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement, une recherche en investissements, une analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers au sens de la Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 (« MIF 2 »). Ce rapport est destiné uniquement aux investisseurs professionnels et aux contreparties éligibles au sens de la directive MIF 2 et son contenu n'a pas été revu ou approuvé par une autorité de l'UE/EEE. NBC Paris est une entreprise d'investissement agréée par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution (« ACPR ») pour fournir des services d'investissement en France et a passé ses services d'investissement dans l'ensemble de l'UE/EEE au titre de la libre prestation de services et a son siège social au 8 avenue Percier, 75008 Paris, France. BNC Marchés financiers, filiale de la Banque Nationale du Canada, est une marque de commerce utilisée par NBC Paris S.A.

FBN n'est pas agréée pour la fourniture de services d'investissement au sein de l'UE/EEE.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.