



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2021



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada¹

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

Les outils de politique monétaire

- Il faut un certain temps – entre six et huit trimestres, habituellement – pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- La Banque conduit normalement la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour (le taux directeur)². Elle dispose également de plusieurs autres 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 supplémentaires 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.
- 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*.

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.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la taxe sur les produits et services et la taxe de vente harmonisée, peuvent 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.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : 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^e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et 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 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le *document d'information* publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

² Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

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

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2021



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2021

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Tiff Macklem, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Paul Beaudry et Toni Gravelle.

Table des matières

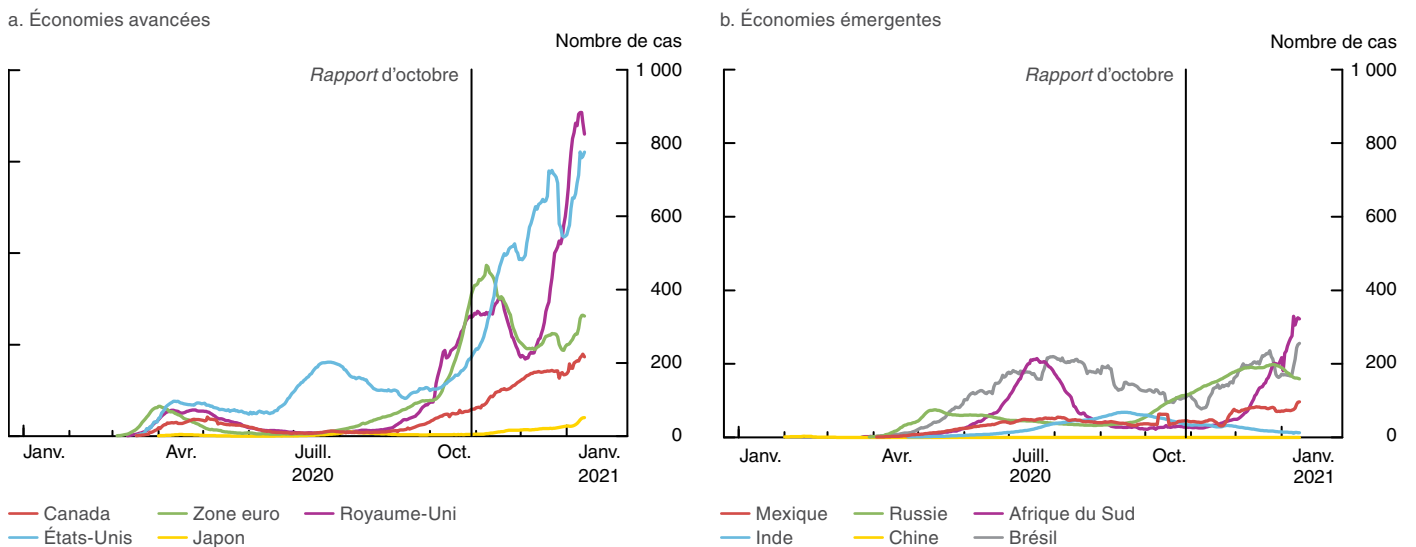
Vue d'ensemble	1
Messages clés.....	2
L'économie mondiale	3
Les conditions sur les marchés financiers sont fortement expansionnistes	4
Les vaccins et les actions des pouvoirs publics stimulent la reprise aux États-Unis	5
La recrudescence de la pandémie a interrompu la reprise dans la zone euro	7
L'économie chinoise poursuit sa reprise vigoureuse	7
La reprise est solide dans les économies émergentes	7
Les produits de base ont renchéri	8
L'économie canadienne	11
Une vague de nouvelles infections pèse sur l'activité.....	13
Encadré 1 : Principaux éléments de la protection	14
La marge de capacités excédentaires demeure considérable	16
L'inflation mesurée par l'IPC se situe près de la limite inférieure de la fourchette cible	18
La croissance devrait être forte, et la récupération prolongée	19
La consommation devrait soutenir la reprise	21
La demande étrangère devrait contribuer au redressement des exportations	22
Les investissements des entreprises augmentent à mesure que l'incertitude se dissipe	23
L'inflation reviendra durablement à 2 % en 2023	24
Encadré 2 : Évolution du bilan de la Banque du Canada	26
Les risques entourant les perspectives d'inflation	29

Vue d'ensemble

La reprise économique est retardée au Canada et dans beaucoup d'autres pays, la multiplication rapide des cas de COVID-19 ayant incité les gouvernements à imposer des mesures plus restrictives pour contenir la pandémie, y compris des confinements (**graphique 1**). Toutefois, le lancement plus rapide qu'escompté des campagnes de vaccination a permis de devancer l'échéancier visant l'atteinte de l'immunité collective, et il améliore les perspectives de croissance à moyen terme. Cela dit, tant que le virus ne sera pas endigué et que la distanciation physique sera nécessaire, la phase de récupération de la reprise économique restera sans doute volatile et inégale. Or, d'importantes mesures de relance budgétaire et monétaire sont encore requises pour aider les ménages et les entreprises.

Graphique 1 : La COVID-19 se propage très rapidement dans les économies avancées

Nombre de nouveaux cas quotidiens par million de personnes, moyenne mobile sur sept jours



Sources : Nations Unies via Haver Analytics, Organisation mondiale de la Santé et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 13 janvier 2021

Les projections économiques de la Banque du Canada dépendent d'importantes hypothèses quant à l'évolution de la pandémie. En particulier, on suppose que la vaccination des populations se déroulera en grande partie comme les gouvernements l'ont annoncé et que l'immunité collective sera atteinte au Canada, dans les autres économies avancées et en Chine d'ici la fin de 2021. Pour ce qui est des pays émergents, on estime que cela sera fait d'ici la mi-2022. Quoique l'incertitude entourant l'évolution du coronavirus et ses effets sur le comportement des agents économiques demeure élevée, elle l'est moins qu'au début de la pandémie, alors qu'on ne savait pas très bien si on pourrait trouver des vaccins efficaces. Les perspectives continuent de dépendre grandement des échéanciers des programmes de vaccination ainsi que de l'évolution du virus et de ses nouveaux variants.

Messages clés

- L'économie canadienne connaissait un regain de dynamisme au dernier trimestre de 2020, mais la recrudescence des infections et la réintroduction de vastes mesures de confinement freinent maintenant l'activité économique et causent de nouvelles difficultés pour les ménages et les entreprises. Ainsi, la croissance au premier trimestre de 2021 devrait être négative.
- Le chômage reste élevé au Canada, surtout parmi les travailleurs du secteur des services à forte proximité physique. Ces personnes seront encore une fois les plus touchées par les mesures de confinement.
- Étant donné que les vaccins ont commencé à être distribués plus tôt que prévu, l'économie canadienne est maintenant placée sur une trajectoire de récupération plus sûre, et la croissance à moyen terme devrait être plus forte. Néanmoins, l'économie continue d'afficher une marge de capacités excédentaires considérable et la reprise complète prendra un certain temps. En conséquence, l'inflation ne devrait pas retourner à la cible de 2 % de façon durable avant 2023¹.

¹ Dans la présente livraison, la période de projection a été prolongée d'un an, de façon à inclure 2023.

L'économie mondiale

De nombreux pays ont encore du mal à endiguer la propagation de la COVID-19. Or, l'imposition de mesures plus restrictives pour contenir la pandémie, y compris des confinements, assombrit les perspectives à court terme, particulièrement dans les économies avancées. Les politiques publiques continuent de jouer un rôle clé en aidant les ménages et les entreprises à composer avec la pandémie. Les autorités américaines ont récemment promulgué une loi prévoyant de nouvelles mesures de relance budgétaire pour remédier à la faiblesse de l'activité et aux difficultés économiques que connaît actuellement leur pays. Dans la plupart des économies avancées, la politique monétaire demeure expansionniste. En outre, plusieurs banques centrales, dont la Banque centrale européenne, ont annoncé un nouvel assouplissement de leur politique monétaire depuis la parution du *Rapport d'octobre*.

On s'attend à ce qu'au cours de la période de projection, l'arrivée précoce des vaccins se traduise par une croissance économique plus rapide à moyen terme dans les pays avancés et par des perspectives plus favorables pour la croissance mondiale comparativement à ce qui était présenté dans le *Rapport d'octobre*. Les marchés financiers mondiaux et les prix des produits de base ont réagi positivement à l'arrivée des vaccins et à l'amélioration des perspectives de la croissance mondiale. La Banque prévoit que les effets directs de la pandémie sur l'économie se dissiperont en 2021 et en 2022, à mesure que les pays atteindront l'immunité collective. Cependant, la pandémie aura des répercussions négatives plus durables.

Dans l'ensemble, la croissance mondiale devrait se chiffrer à environ 5 % en moyenne par année en 2021 et en 2022, avant de ralentir et de s'établir aux alentours de 4 % en 2023 (**tableau 1**). On estime qu'à la fin de 2022 le niveau du produit intérieur brut (PIB) mondial sera environ 2¼ % plus élevé que ce qui était envisagé dans le *Rapport d'octobre*. Une activité économique plus vigoureuse qu'escompté dans plusieurs pays émergents donne à penser que leur économie a été moins sensible aux effets de la pandémie que prévu précédemment. Les mesures de soutien supplémentaires ainsi que l'arrivée plus rapide qu'escompté des vaccins laissent aussi entrevoir une reprise mondiale plus forte et moins d'effets négatifs durables sur le PIB potentiel. Qui plus est, la projection actuelle de la Banque table sur une légère baisse de l'incertitude entourant les échanges commerciaux, compte tenu du changement d'administration aux États-Unis et de l'accord sur le Brexit.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée [†] (en pourcentage)				
		2019	2020	2021	2022	2023
États-Unis	16	2,2 (2,2)	-3,5 (-3,6)	5,0 (3,1)	3,9 (3,4)	2,0
Zone euro	12	1,3 (1,3)	-7,1 (-8,0)	4,4 (4,9)	4,5 (2,4)	2,7
Japon	4	0,3 (0,7)	-5,2 (-5,7)	2,8 (3,7)	1,9 (1,9)	1,0
Chine	17	6,0 (6,2)	1,7 (1,6)	8,4 (8,2)	5,4 (5,5)	5,9
Pays émergents importateurs de pétrole[‡]	34	3,1 (3,0)	-3,4 (-5,6)	6,5 (5,3)	5,3 (6,0)	4,9
Autres pays[§]	17	1,4 (1,3)	-4,3 (-5,0)	2,0 (1,0)	4,0 (2,5)	3,2
Monde	100	2,8 (2,8)	-2,9 (-4,0)	5,6 (4,8)	4,6 (4,3)	3,9

* 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 2019, publiées en octobre 2020 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

† 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 des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

§ Le groupe « Autres pays » comprend toutes les 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

La Banque estime que des capacités excédentaires subsisteront dans la plupart des régions jusqu'à la fin de 2022 et en 2023, ce qui devrait limiter les pressions inflationnistes à l'échelle de la planète. Les États-Unis font figure d'exception : l'activité économique y a été plus résiliente face à la pandémie, en raison surtout des mesures moins restrictives imposées pour contenir le virus et de l'importante détente budgétaire et monétaire mise en œuvre. On s'attend, par conséquent, à ce que l'écart de production aux États-Unis se résorbe vers la fin de 2021 et à ce que l'inflation atteigne 2 % à la fin de 2022.

Les conditions sur les marchés financiers sont fortement expansionnistes

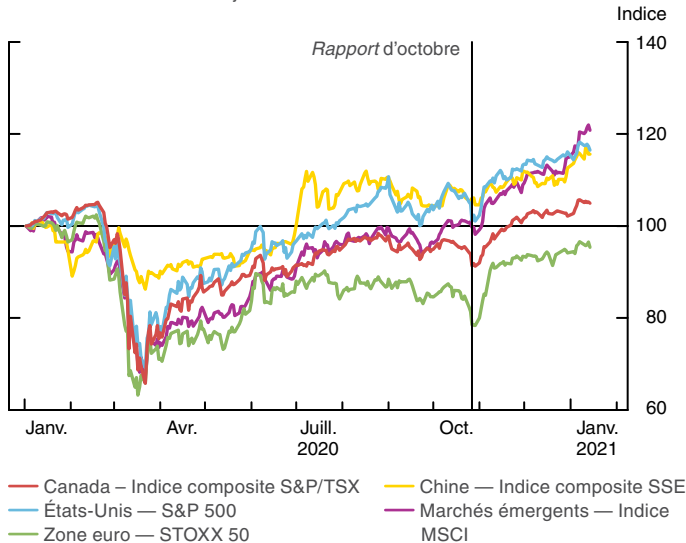
Les cours mondiaux des actions ont monté en raison des nouvelles positives concernant les vaccins, et ont même propulsé plusieurs indices à des sommets historiques dernièrement (**graphique 2**). Les rendements des obligations d'État de la plupart des économies avancées se maintiennent à de très bas niveaux, ce qui cadre avec la conduite de politiques monétaires expansionnistes. Toutefois, les rendements nominaux des obligations américaines à 10 ans se sont accrus d'environ 30 points de base depuis la parution du *Rapport* d'octobre, ce qui témoigne principalement des hausses des attentes d'inflation et de la prime de risque d'inflation. L'augmentation des rendements aux États-Unis est attribuable à l'amélioration des perspectives de croissance, qui est liée en partie aux mesures budgétaires de soutien additionnelles décidées par les autorités du pays.

Graphique 2 : Les marchés des actions ont connu une hausse et le dollar canadien continue de s'apprécier par rapport au dollar américain

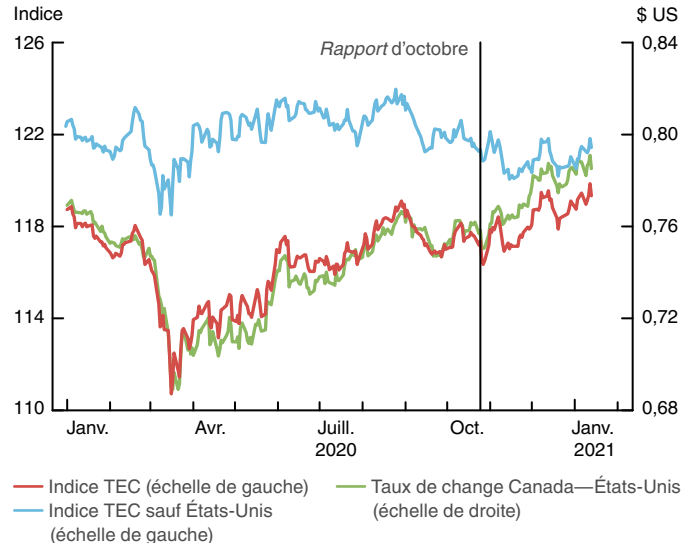
Données quotidiennes

a. Cours des actions

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2020



b. Dollar canadien



Nota : L'indice TEC renvoie à l'indice de taux de change effectif du dollar canadien.

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

Dernière observation : 15 janvier 2021

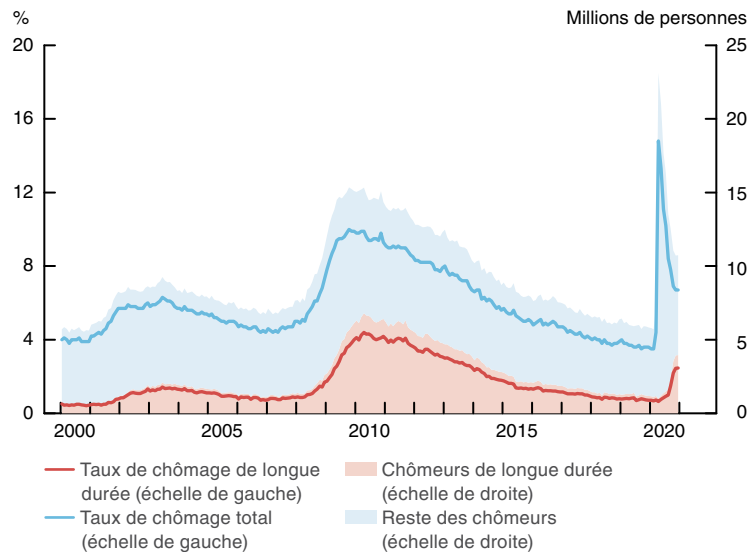
Les conditions sur les marchés des obligations de sociétés et des obligations de pays émergents reflètent aussi les conditions financières favorables. Les écarts ont continué de se resserrer et les flux des investissements de portefeuille vers les économies émergentes ont augmenté depuis octobre. La dépréciation du dollar américain s'est poursuivie par rapport à de nombreuses devises, au moment où l'appétit pour le risque progresse à l'échelle mondiale. En pareil contexte, et grâce à la hausse des prix des produits de base, le dollar canadien s'est encore apprécié d'environ 4 % depuis octobre face à son pendant américain.

Les vaccins et les actions des pouvoirs publics stimulent la reprise aux États-Unis

Au sud de la frontière, la propagation rapide de la COVID-19 et l'imposition de nouvelles mesures visant à la maîtriser freinent la consommation, surtout en ce qui concerne les services. Cela dit, les données afférentes au logement, aux investissements des entreprises et au commerce international dévoilent une reprise relativement robuste dans ces secteurs. Par ailleurs, même si le chômage a diminué, les pertes d'emploi signalées en décembre indiquent que la recrudescence de la pandémie a une incidence négative sur le marché du travail. Le taux de chômage global a baissé et se chiffre maintenant à 6,7 %, mais le taux de chômage de longue durée a augmenté pour s'établir à 2,5 % (**graphique 3**). Les États-Unis comptent encore plus de 10,7 millions de chômeurs.

Graphique 3 : Le taux de chômage de longue durée augmente aux États-Unis

Données mensuelles



Nota : Les chômeurs de longue durée sont les personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus. Le « reste des chômeurs » correspond à l'ensemble des chômeurs moins les personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus.

Source : Bureau des statistiques du travail des États-Unis via Haver Analytics

Dernière observation : décembre 2020

Les autorités ont adopté un plan de relance budgétaire d'environ 900 milliards de dollars américains. On s'attend à ce que les fonds commencent à être distribués durant le premier trimestre de 2021 et à ce que près de la moitié du montant soit versé d'ici le milieu de l'année. La croissance du PIB devrait s'établir à 5 % en 2021, alimentée par l'essor de la consommation découlant des mesures de relance budgétaire, de l'assouplissement des restrictions et des vaccinations. On prévoit que la forte demande et les conditions financières expansionnistes favoriseront la reprise des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel. Ensuite, on s'attend à ce que la croissance ralentisse en 2022 et en 2023, à mesure que la reprise progressera et que les effets des mesures de relance budgétaire s'estomperont.

Selon les estimations de la Banque, la pandémie aura des répercussions à long terme sur l'économie et elle retranchera environ 1¼ % du niveau du PIB potentiel des États-Unis d'ici la fin de 2022. Il est probable que les ménages demeurent assez prudents et maintiennent leur taux d'épargne à un niveau élevé par rapport aux moyennes historiques. En outre, un appétit accru pour l'épargne de précaution devrait modérer la demande jusqu'à la fin de 2023.

Le PIB américain a été revu à la hausse : on s'attend maintenant à ce qu'au quatrième trimestre de 2022, il soit d'à peu près 2½ % plus élevé que ce qui était avancé dans le *Rapport* d'octobre. Cette révision découle des nouvelles mesures de relance budgétaire, du fait que des vaccins sont disponibles plus tôt que prévu, et de l'assouplissement des conditions financières. La diminution des tensions commerciales devrait aussi donner une impulsion supplémentaire.

La recrudescence de la pandémie a interrompu la reprise dans la zone euro

On estime que les confinements ont entraîné une croissance fortement négative dans la zone euro au quatrième trimestre de 2020 et qu'ils pèseront probablement sur la croissance au début de 2021. La détérioration des conditions économiques et le ralentissement de l'inflation ont incité la Banque centrale européenne à annoncer un nouvel assouplissement de sa politique monétaire en décembre. La reprise devrait reprendre de la vigueur au milieu de 2021, au fur et à mesure de l'assouplissement des restrictions et de la distribution à grande échelle des vaccins. La résorption de l'incertitude entourant les négociations sur le Brexit atténue également l'effet modérateur qui s'exerce sur la croissance. La Banque prévoit que le PIB de la zone euro augmentera d'environ 4½ % en 2021 et en 2022, compte tenu du soutien qu'apportent les mesures prises par les autorités et de la diminution des effets directs de la pandémie. De plus, la distribution précoce des vaccins a amélioré considérablement les perspectives à moyen terme concernant la zone euro comparativement à ce qui était indiqué dans le *Rapport* d'octobre.

L'économie chinoise poursuit sa reprise vigoureuse

La reprise continue de se généraliser en Chine. La consommation se renforce et la production industrielle, les exportations et les investissements connaissent une expansion robuste. Les exportations de produits chinois continueront probablement à bénéficier de la résilience de la demande mondiale de biens. La croissance du PIB devrait s'établir aux alentours de 8½ % en 2021, avant de ralentir en 2022 et en 2023, se rapprochant alors essentiellement de celle de la production potentielle. Comme l'épidémie y est relativement bien maîtrisée et que le niveau d'activité revient à la normale, la Chine est moins concernée que d'autres régions par l'arrivée précoce des vaccins. Les prévisions de la Banque en ce qui a trait à la croissance de son PIB sont donc pratiquement les mêmes que celles présentées en octobre. L'atténuation des tensions commerciales et le raffermissement de la demande étrangère favorisent une expansion un peu plus forte, mais le renchérissement du pétrole et l'appréciation de la monnaie chinoise depuis octobre contrebalancent essentiellement ces effets. Dernièrement, les conditions du crédit se sont légèrement resserrées, à la suite de défaillances sur des obligations de sociétés très en vue.

La reprise est solide dans les économies émergentes

Les données récentes indiquent une reprise robuste dans de nombreux pays émergents, ce qui signifie probablement que le virus a eu des effets moins graves qu'on ne le craignait initialement. On suppose toutefois que la vaccination des populations sera plus lente à mettre en œuvre dans la plupart de ces pays que dans les pays avancés. On s'attend, par conséquent, à ce que les effets directs de la pandémie prennent plus de temps à s'estomper. L'activité économique dans les pays émergents importateurs de pétrole devrait croître de 6½ % en 2021 et augmenter en moyenne d'à peu près 5 % en 2022 et en 2023, à mesure que les effets directs de la pandémie se dissiperont et que la demande étrangère augmentera. Les perspectives de croissance concernant ces pays ont été fortement révisées à la hausse par rapport à octobre, compte tenu surtout des données économiques récentes plus vigoureuses que prévu – particulièrement en Inde et dans des pays émergents d'Europe – et d'un assouplissement des conditions financières.

Dans le groupe « Autres pays », plusieurs pays ont imposé de nouvelles mesures de confinement qui freineront probablement l'activité à court terme. On s'attend à ce que la croissance atteigne 2 % en 2021 et monte à 4 % en 2022, du fait que l'immunité conférée par les vaccins réduira le besoin de distanciation physique. Les prix du pétrole demeurent en deçà de leurs niveaux d'avant la pandémie, ce qui pèse sur les perspectives des pays exportateurs de pétrole, lesquels composent le gros de ce groupe. Cela dit, les augmentations récentes des prix du pétrole et l'accord sur le Brexit, qui atténue l'incertitude, contribuent à réviser à la hausse les chiffres de la croissance présentés dans le *Rapport* d'octobre.

Les produits de base ont renchéri

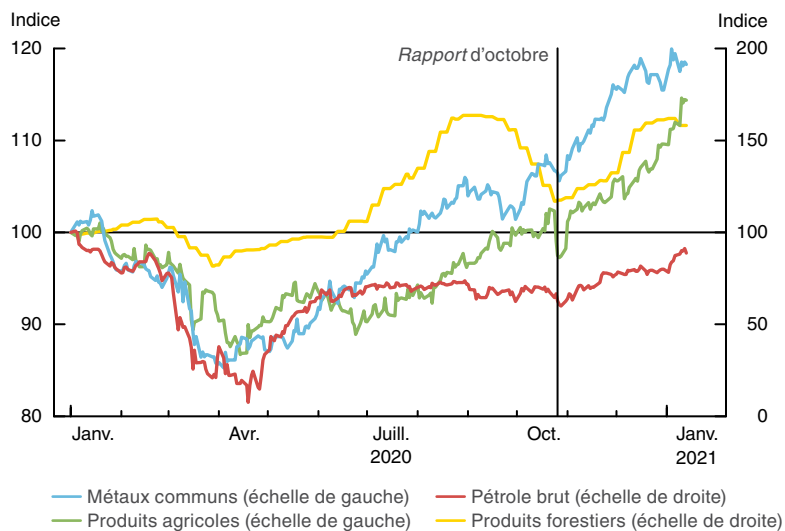
Dernièrement, les prix des pétroles Brent et West Texas Intermediate (WTI) ont atteint environ 50 \$ US le baril en moyenne, soit à peu près 10 \$ US de plus que l'hypothèse formulée dans le *Rapport* d'octobre (**graphique 4**). Le cours du Western Canadian Select (WCS) a augmenté d'environ 5 \$ US pour s'établir en moyenne à 35 \$ US le baril (**encadré 1**, page 14). La production de pétrole au Canada a continué de se redresser, et l'écart entre les cours du WTI et du WCS s'est légèrement accru depuis octobre.

La hausse récente des cours mondiaux du pétrole témoigne de perspectives de croissance mondiale plus favorables, grâce notamment à l'arrivée des vaccins, qui pourraient stimuler la demande d'activités requérant beaucoup de pétrole, comme les voyages. Cette hausse est aussi en partie attribuable aux changements touchant l'offre. En effet, l'Arabie saoudite a annoncé qu'elle réduira sa production de pétrole en février et en mars 2021. En outre, d'autres membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains pays producteurs non membres de l'OPEP ont convenu de maintenir leur production près des niveaux de janvier. Les principaux prévisionnistes estiment que les investissements limités et les pressions s'exerçant sur la rentabilité freineront à moyen terme la production de pétrole de schiste aux États-Unis. Malgré leur récente progression, les cours mondiaux du pétrole restent inférieurs de plus de 10 % à leurs niveaux d'avant la pandémie.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a fortement grimpé depuis la publication du *Rapport* d'octobre, les métaux communs, les produits agricoles et les produits forestiers ayant tous renchéri (**graphique 4**). La demande robuste émanant de la Chine et l'amélioration des perspectives de croissance dans d'autres régions ont fait monter les prix de tous les principaux métaux communs depuis octobre. Les prix du cuivre ont notamment bondi de plus de 15 %. La Chine ayant importé davantage de foin et certaines régions ayant subi de mauvaises récoltes, les prix du canola et du maïs ont fait augmenter l'indice des prix des produits agricoles. Les produits forestiers ont quant à eux renchéri depuis octobre, car ils continuent d'être fortement demandés par le secteur nord-américain du logement.

Graphique 4 : L'amélioration des perspectives de croissance mondiale a entraîné une hausse des prix des produits de base

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2020, données quotidiennes



Nota : Les séries sont des composantes de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada. L'indice des prix du pétrole brut est fondé sur la moyenne pondérée des cours des pétroles de référence suivants : le West Texas Intermediate, le Western Canadian Select et le Brent.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 15 janvier 2021

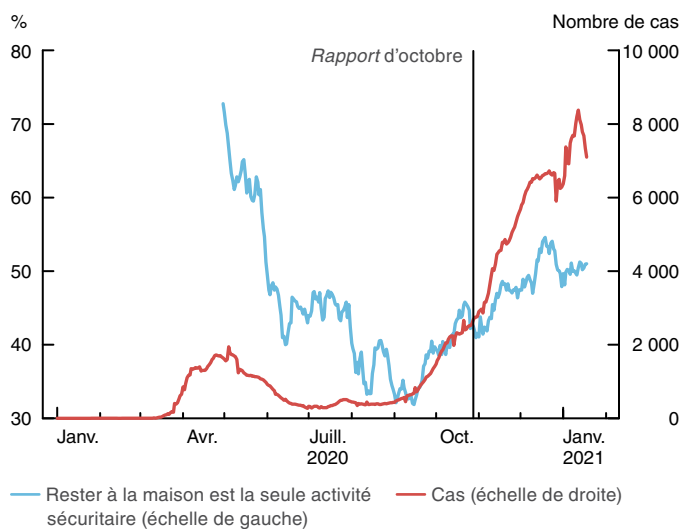
L'économie canadienne

La recrudescence des cas de COVID-19 et le resserrement des mesures visant à endiguer le virus interrompent la croissance et imposent de nouvelles difficultés aux ménages et aux entreprises (**graphique 5**). On prévoit un ralentissement de l'activité économique au premier trimestre. Toutefois, les consommateurs et les entreprises sont maintenant mieux préparés à poursuivre leurs activités tout en respectant les restrictions et les directives de santé publique. La chute et le rebond devraient donc être moins marqués que lors de l'écllosion initiale en 2020. L'arrivée anticipée de vaccins contribue également à une prévision de croissance plus forte plus tard en 2021.

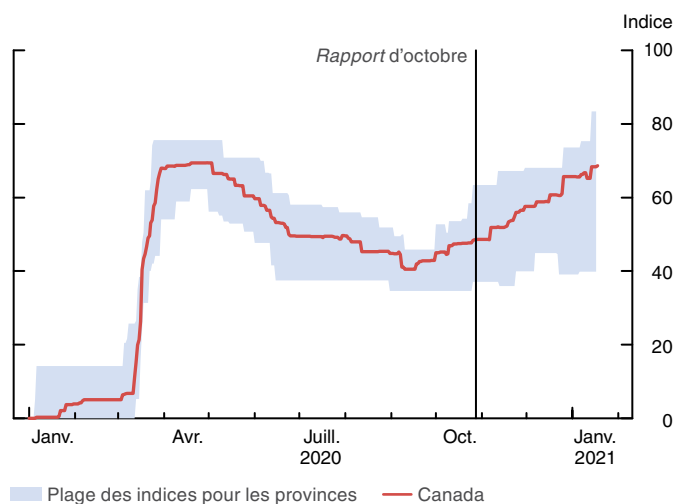
Graphique 5 : Le nombre de cas et la rigueur des restrictions se sont accrus dans l'ensemble du Canada depuis octobre

Données quotidiennes

a. Nouveaux cas de COVID-19 et pourcentage de répondants*,
 moyenne mobile sur sept jours



b. Indice de rigueur des mesures†



* Pourcentage de répondants ayant répondu « Rester à la maison est la seule activité sécuritaire » à la question « Lequel des énoncés suivants décrit le mieux votre volonté d'exercer des activités normales actuellement? » de l'enquête Internet quotidienne sur la confiance menée par la Banque du Canada.

† La Banque du Canada a établi un indice de rigueur des mesures provinciales basé sur la méthode mise au point par la Blavatnik School of Government de l'Université d'Oxford pour créer le recueil d'information sur la COVID-19 ([Oxford COVID-19 Government Response Tracker](#)). La Banque a adapté cette méthode de manière à mieux tenir compte des nuances entre les dispositions prises par les autorités publiques dans chaque province. L'indice canadien est une moyenne des indices provinciaux qui est pondérée en fonction du PIB.

Sources : Organisation mondiale de la Santé, RIWI Corp., Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 18 janvier 2021

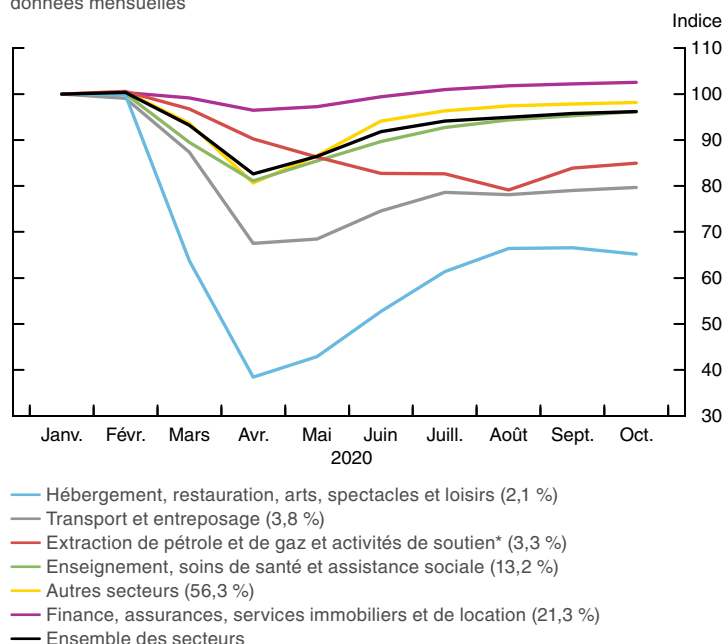
Les secteurs continuent d'être touchés de manière inégale par la pandémie (**graphique 6**). On s'attend une fois de plus à ce que le fardeau des confinements imposés récemment pèse sur les travailleurs et les entreprises des secteurs des services à forte proximité physique, ce qui amplifiera les effets inégaux de la pandémie sur les travailleurs. L'interruption de l'enseignement en présentiel dans certaines provinces pose à nouveau des défis pour de nombreux parents faisant partie de la population active, en particulier les femmes.

À moyen terme, la consommation devrait augmenter à mesure que les vaccins seront administrés à un plus grand nombre et que l'emploi se redressera. Les progrès réalisés au Canada et à l'étranger en vue d'atteindre une immunité collective, qui apaiseront l'incertitude liée à la pandémie et renforceront la confiance des entreprises, favoriseront les investissements et les exportations. Les mesures budgétaires et monétaires contrebalancent en partie les incidences de la pandémie (**encadré 2**, page 26). Selon les annonces récentes du gouvernement fédéral, la politique budgétaire devrait soutenir la croissance jusqu'en 2023.

Après avoir reculé de 5½ % en 2020, l'activité économique devrait croître d'environ 4 % en 2021 et de près de 5 % en 2022 (**tableau 2**). On prévoit ensuite une croissance autour de 2½ % en 2023. Les perspectives à moyen terme sont plus encourageantes que dans le *Rapport* d'octobre en raison de l'effet positif des vaccins, des mesures de relance budgétaire accrues, de la demande étrangère plus forte et des prix plus élevés des produits de base. Parallèlement, la production potentielle a aussi été revue à la hausse compte tenu de l'amélioration de la projection entourant les investissements des entreprises, et des séquelles qui seront ainsi moins importantes sur les entreprises et les travailleurs.

Graphique 6 : Les secteurs les plus durement touchés continuent d'éprouver des difficultés

PIB réel par secteur, secteurs choisis, base 100 de l'indice : janvier 2020, données mensuelles



Nota : Les chiffres entre parenthèses correspondent à l'estimation des parts nominales du PIB total par secteur.

* Les activités de soutien comprennent les activités relatives au secteur minier.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2020

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

	2019	2020	2021	2022	2023
Consommation	1,0 (1,0)	-3,7 (-3,9)	1,7 (2,4)	3,1 (2,3)	1,9
Logement	0,0 (0,0)	0,3 (0,1)	0,7 (0,6)	0,0 (0,0)	0,0
Administrations publiques	0,4 (0,4)	0,0 (0,0)	1,3 (1,3)	0,6 (0,2)	0,4
Investissements en capital fixe des entreprises	0,1 (0,0)	-1,2 (-1,2)	0,3 (0,1)	0,8 (0,7)	0,5
Total partiel : demande intérieure finale	1,5 (1,3)	-4,6 (-5,0)	4,0 (4,4)	4,5 (3,2)	2,8
Exportations	0,5 (0,4)	-3,0 (-3,0)	1,7 (1,3)	1,9 (1,5)	1,0
Importations	-0,2 (-0,2)	3,9 (3,5)	-2,8 (-2,4)	-1,9 (-1,4)	-1,3
Total partiel : exportations nettes	0,3 (0,2)	0,9 (0,5)	-1,1 (-1,1)	0,0 (0,1)	-0,3
Stocks	0,2 (0,1)	-1,8 (-1,2)	1,1 (0,9)	0,3 (0,4)	0,0
PIB	1,9 (1,7)	-5,5 (-5,7)	4,0 (4,2)	4,8 (3,7)	2,5
Pour mémoire (taux de variation) :					
Fourchette de la production potentielle	1,5–2,1 (1,5–2,1)	0,1–1,3 (0,1–1,3)	0,2–1,6 (0,2–1,6)	0,3–1,9 (0,3–1,9)	0,2–2,2 (0,2–2,2)
Revenu intérieur brut réel	1,9 (1,6)	-6,5 (-6,3)	5,2 (4,6)	4,9 (3,6)	2,3
Inflation mesurée par l'IPC	1,9 (1,9)	0,7 (0,6)	1,6 (1,0)	1,7 (1,7)	2,1

* 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.

Une incertitude considérable entoure les perspectives de croissance du PIB à moyen terme ainsi que la trajectoire de la production potentielle. Par conséquent, même si on s'attend à ce que l'écart de production se résorbe en 2023, l'incertitude quant au moment où cela aura lieu est grande.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est accrue par rapport aux bas niveaux observés en 2020. Elle devrait continuer à augmenter à court terme, en raison surtout de la dynamique des prix de l'essence. La Banque s'attend à ce que les capacités excédentaires de l'économie exercent une pression à la baisse sur l'inflation en 2021 et en 2022.

Une vague de nouvelles infections pèse sur l'activité

Selon les estimations, l'activité économique se serait accrue de près de 5 % au quatrième trimestre de 2020. Le PIB devrait cependant reculer d'environ 2½ % au premier trimestre de 2021. À cause de l'évolution de la pandémie, les taux de croissance trimestriels sont irréguliers. La progression était forte au début du quatrième trimestre de 2020, mais a ralenti quand le virus s'est propagé et que les autorités ont resserré les restrictions (**tableau 3**). Au cours des mois à venir, quand la vague actuelle de cas se résorbera et que les restrictions seront de nouveau assouplies, l'activité devrait rebondir fortement.

La Banque s'attend à ce que les confinements imposés récemment entraînent un recul de la consommation au quatrième trimestre de 2020 et au premier trimestre de 2021. Cette faiblesse à court terme de la consommation globale tient à une baisse des achats de biens non essentiels et des dépenses liées aux services pour lesquels il est difficile de respecter la distanciation. Toutefois, comme l'indiquent les résultats de l'enquête de la Banque sur les attentes des consommateurs au Canada, plus de consommateurs font des achats en ligne, ce qui devrait limiter l'effet modérateur sur la consommation de biens par rapport au printemps dernier.

Encadré 1

Principaux éléments de la projection

La projection de la Banque du Canada repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives de l'économie canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci. En voici les principaux éléments :

- Le déploiement efficace des vaccins permet d'atteindre une immunité collective d'ici la fin de 2021 au Canada, dans d'autres économies avancées et en Chine, et d'ici le milieu de 2022 dans d'autres pays émergents.
- Au Canada, plusieurs provinces ont soit resserré ou prolongé les mesures d'endiguement du virus. La Banque postule que les mesures les plus strictes seront assouplies en février. Des restrictions allégées devraient demeurer en place pour un temps et être levées graduellement, à mesure que la pandémie va s'atténuer. Leur durée et leur rigueur dépendent de l'évolution de la pandémie.
- La Banque suppose que les cours du pétrole resteront près des niveaux récents. Elle situe ainsi le prix du baril à 50 \$ US pour le Brent et le West Texas Intermediate, et à 35 \$ US pour le Western Canadian Select, soit environ 10 \$ US et 5 \$ US, respectivement, au-dessus de l'hypothèse formulée dans le *Rapport d'octobre*.
- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision du taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 78 cents américains durant la période de projection, proche du niveau moyen observé récemment et au-dessus des 76 cents américains postulés dans le *Rapport d'octobre*.
- La pandémie et les mesures pour l'endiguer ont des effets négatifs tant persistants que temporaires sur l'économie canadienne¹.
 - L'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle, un concept à plus long terme, fait abstraction des répercussions de courte durée des mesures sanitaires. La Banque estime que les séquelles persistantes de la pandémie sur la main-d'œuvre, l'investissement et la productivité pèseront sur la croissance de la production potentielle (pour des précisions, voir l'annexe 1 du *Rapport d'octobre*). Sur la période 2021-2023, la production potentielle devrait croître d'environ 1,4 % en moyenne par année².
 - Les mesures mises en œuvre par les gouvernements afin de contenir la pandémie ont des effets à court terme importants sur l'offre de biens et services. Plus précisément, l'offre a chuté de façon marquée en 2020 lorsqu'une partie des entreprises ont été forcées de suspendre ou de réduire leurs activités. Les effets de ces mesures sur l'offre devraient demeurer considérables au début de 2021 et s'estomper d'ici la fin de l'année.
 - L'offre est estimée en combinant les estimations des effets temporaires des mesures pour freiner la propagation du virus et l'évaluation de la production potentielle. D'après la Banque, l'écart de production (la différence entre le PIB et l'offre) était de l'ordre de -3,75 à -2,75 % au quatrième trimestre de 2020; il aurait donc été quelque peu plus serré que ce qu'indiquait la fourchette révisée de -4,5 à -3,5 % au troisième trimestre³.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de l'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour le Canada, la projection économique repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point médian de la fourchette estimée de 1,75 à 2,75 %, réévaluée dans le *Rapport d'octobre*.

¹ Comme dans le *Rapport d'octobre*, la Banque fait la distinction entre l'offre et la production potentielle à court terme pour tenir compte du fait que la diminution de l'offre est, en partie, d'assez courte durée.

² Les hypothèses concernant la production potentielle et la croissance de la production potentielle sont plus optimistes que celles publiées dans le *Rapport d'octobre*. Ce changement prend en compte les révisions positives apportées aux données historiques, la hausse des investissements prévus, l'augmentation des cibles d'immigration et la diminution des séquelles de la pandémie.

³ Dans le *Rapport d'octobre*, on situait l'écart de production au troisième trimestre de 2020 entre -4 et -3 %. Depuis, la révision des données historiques et la parution de nouvelles données ont entraîné une correction à la baisse du niveau du PIB et à la hausse des estimations du niveau de la production potentielle pour ce trimestre. Par conséquent, l'estimation de l'écart de production au troisième trimestre de 2020 s'inscrit environ 0,5 point de pourcentage plus bas par rapport au niveau postulé en octobre.

La demande de logements a continué d'être résiliente malgré l'augmentation des cas d'infection et le resserrement des restrictions. L'activité dans le secteur du logement devrait rester vigoureuse au début de 2021, soutenue par les taux d'emprunt bas et la résilience du revenu disponible. Des changements dans les préférences des acheteurs d'habitation ont aussi joué un rôle. À titre d'exemple, la croissance des prix a été plus forte pour les maisons unifamiliales et dans les régions à l'extérieur des centres urbains (**graphique 7**).

On s'attend à ce que les investissements des entreprises et les exportations augmentent au quatrième trimestre de 2020 et au premier trimestre de 2021, étant alimentés par la demande intérieure et mondiale de biens. Contrairement à ce qui s'est passé pendant la crise financière mondiale de 2008-2009, les conditions de financement des entreprises sont également demeurées favorables (**graphique 8**). Au premier trimestre de 2021, les exportations devraient aussi bénéficier du renchérissement des produits de base.

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne
Taux de variation sur un an*

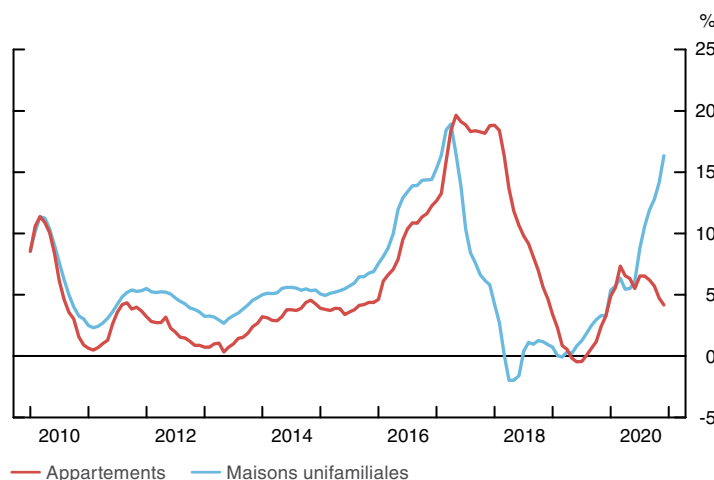
	2020			2021	2019	2020	2021	2022	2023
	T2	T3	T4	T1	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	0,0 (0,0)	0,2 (0,2)	0,7 (0,2)	0,9	2,1 (2,1)	0,7 (0,2)	1,5 (1,3)	1,9 (1,8)	2,1
PIB réel	-12,5 (-13,0)	-5,2 (-4,4)	-4,1 (-4,3)	-2,9	1,7 (1,5)	-4,1 (-4,3)	4,6 (3,8)	2,9 (3,0)	2,7
Taux de variation sur un trimestre (chiffres annualisés)[†]	-38,1 (-38,7)	40,5 (47,5)	4,8 (1,0)	-2,5					

* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 1**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Le quatrième trimestre de 2020 et le premier trimestre de 2021 sont les seuls 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.

Graphique 7 : La pandémie a entraîné un changement des préférences en matière de logement au profit des maisons unifamiliales

Indice des prix des propriétés MLS, taux de variation sur un an, données mensuelles

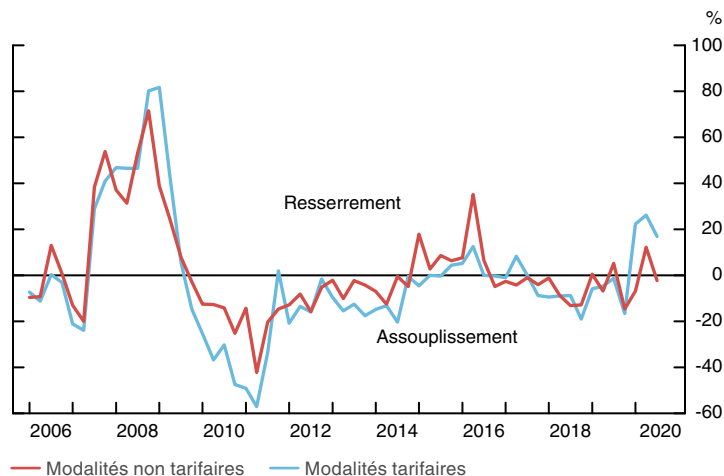


Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2020

Graphique 8 : Les conditions du crédit aux entreprises sont demeurées relativement favorables

Conditions du crédit aux entreprises selon l'enquête auprès des responsables du crédit, solde des opinions, données trimestrielles



Nota : Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage de répondants allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage de ceux qui inclinent vers un assouplissement. Voir l'*Enquête auprès des responsables du crédit* pour des précisions.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2020T3

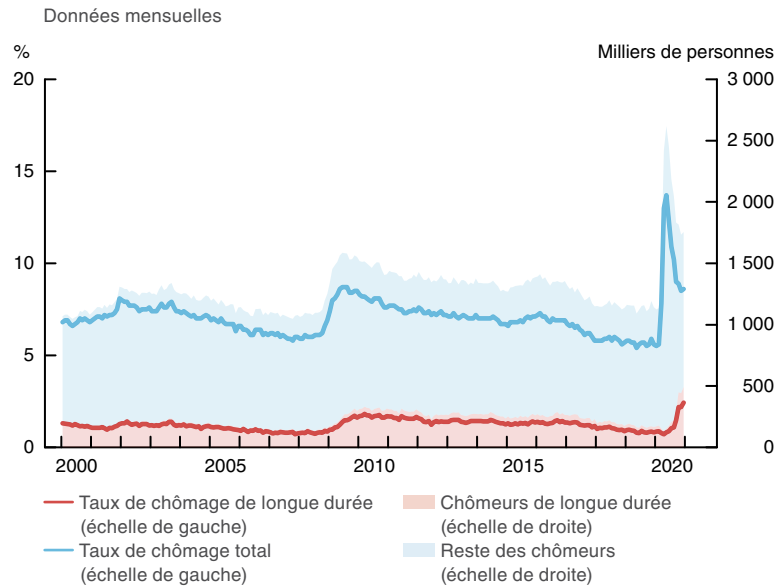
L'estimation de la croissance au quatrième trimestre de 2020 a été revue considérablement à la hausse, soit de près de 4 points de pourcentage. Au début du trimestre, le dynamisme a été plus soutenu que prévu dans le *Rapport* d'octobre et cette vigueur supplémentaire s'est maintenue pendant une bonne partie du trimestre. Par ailleurs, les mesures sanitaires ont été resserrées plus qu'on ne s'y attendait, ce qui a donné lieu à une faiblesse accrue au premier trimestre de cette année. Si les restrictions sont assouplies plus tard au cours du premier trimestre, on peut s'attendre à un rebond marqué au deuxième trimestre.

La marge de capacités excédentaires demeure considérable

La croissance plus faible à la fin de 2020 et au début de 2021 aggravera les conditions déjà difficiles sur le marché du travail pour un grand nombre de Canadiens. Les pertes d'emploi en raison de la pandémie s'établissaient à environ 640 000 en décembre, un nombre qui dépasse de loin le sommet atteint pendant la récession de 2008-2009. Le taux de chômage a diminué par rapport au sommet de 13,7 % atteint en mai 2020, s'établissant à 8,6 % en décembre. Après avoir fortement grimpé ces derniers mois, le taux de chômage de longue durée a quant à lui atteint 2,4 % en décembre, ce qui représente une hausse de 1,5 point de pourcentage environ comparativement au mois de mai (**graphique 9**). Le nombre élevé de personnes qui sont au chômage depuis longtemps est très préoccupant, puisque celles-ci pourraient finir par perdre des compétences et par se retirer du marché du travail.

On s'attend à ce que les travailleurs vulnérables soient le plus fortement touchés par les restrictions imposées récemment. En décembre, le nombre d'emplois faiblement rémunérés se situait encore à seulement 80 % de ce qu'il était avant la pandémie (**graphique 10**). Les jeunes, les femmes et les

Graphique 9 : Le taux de chômage de longue durée augmente au Canada



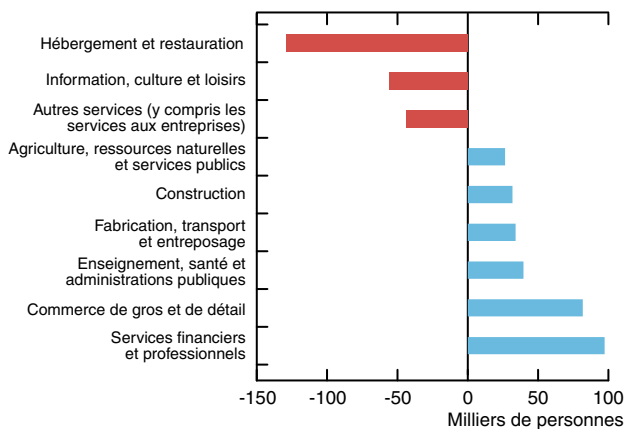
Nota : Les chômeurs de longue durée sont les personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus. Le « reste des chômeurs » comprend les personnes au chômage depuis une durée indéterminée.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : décembre 2020

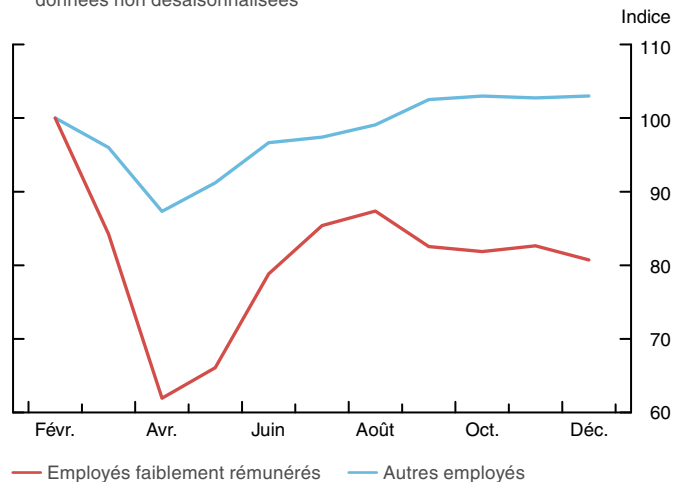
Graphique 10 : Les effets sur l'emploi demeurent inégaux

Données mensuelles

a. Variation de l'emploi entre septembre et décembre 2020, données désaisonnalisées



b. Emploi* par niveau de salaire, base 100 de l'indice : février 2020, données non désaisonnalisées



* Les données concernent uniquement les employés et excluent donc les travailleurs autonomes. Les employés faiblement rémunérés sont ceux dont le salaire horaire est inférieur à 16,03 \$ (soit les deux tiers du salaire horaire médian en 2019, qui s'établissait à 24,04 \$). Des facteurs saisonniers pourraient avoir contribué à la dynamique mensuelle.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2020

employés faiblement rémunérés sont plus susceptibles de travailler dans les secteurs durement frappés, comme ceux de l'hébergement et de la restauration. En outre, les travailleurs au chômage provenant de ces secteurs retrouvent généralement des emplois tout aussi menacés, ce qui constitue un défi supplémentaire. Par exemple, entre 2010 et 2019, près de 70 % des travailleurs de l'hébergement et de la restauration qui ont été licenciés et ont trouvé un autre emploi en moins d'un an se sont replacés dans le même secteur d'activité.

Certaines évolutions du marché du travail ont toutefois été positives. Les gains au chapitre de l'emploi ont dans l'ensemble mieux résisté que prévu à l'augmentation du nombre de cas de COVID-19 en octobre et en novembre, et ce, en dépit des difficultés persistantes dans certains secteurs. Cela pourrait être attribuable aux mesures d'adaptation comme le télétravail. La Subvention salariale d'urgence du Canada aide aussi à maintenir le lien d'emploi. Même si une baisse marquée de l'emploi à temps partiel a été constatée, l'emploi à temps plein a continué d'enregistrer des gains en décembre, ce qui reflète une vigueur sous-jacente dans certains secteurs de l'économie.

D'après les résultats de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises, les indicateurs des pressions sur la capacité de production et sur le marché du travail ont augmenté, et ces pressions accrues étaient concentrées dans le secteur des biens. En effet, environ le quart des entreprises productrices de biens ont fait état de frictions au niveau des chaînes d'approvisionnement liées à la pandémie. La plupart de ces entreprises s'attendent également à une hausse des pressions sur les coûts des intrants au cours de l'année à venir. En revanche, la plupart des entreprises du secteur des services ont signalé que les pressions restent faibles. De façon plus générale, parmi les entreprises qui envisagent d'augmenter leurs effectifs au cours de la prochaine année, environ la moitié ne comptent pas embaucher davantage avant que la pandémie cesse de sévir.

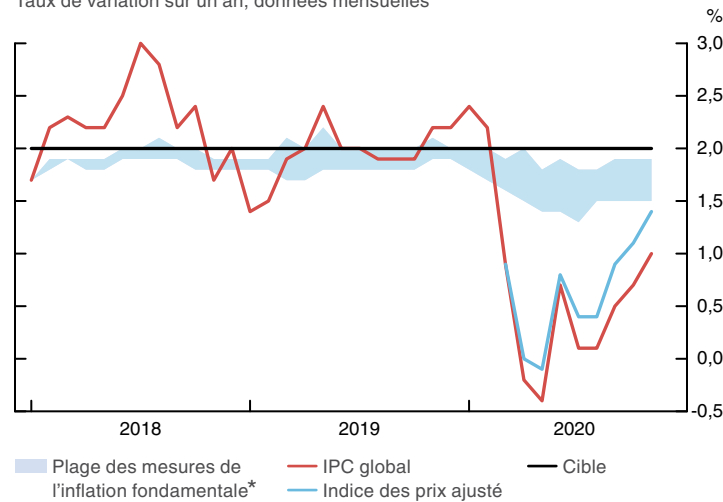
Malgré le fort rebond observé au troisième trimestre et les révisions à la hausse de la croissance au quatrième trimestre, l'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités excédentaires considérable. La Banque estime que l'écart de production s'est rétréci pour se situer entre -3,75 et -2,75 % au dernier trimestre de 2020. Cette marge de capacités excédentaires avoisine celle qui avait été observée au pire de la récession de 2008-2009.

L'inflation mesurée par l'IPC se situe près de la limite inférieure de la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'IPC reste bien en deçà de la cible. Les prix de certaines composantes qui avaient chuté brusquement en raison de la faible demande au début de la pandémie, notamment les prix de l'essence et les tarifs aériens et hôteliers, ont continué d'exercer une pression à la baisse sur l'inflation. L'évolution de l'inflation calculée à l'aide de l'indice des prix ajusté, qui tient compte des changements marqués dans les habitudes de consommation durant la pandémie, ressemble à celle de l'inflation mesurée par l'IPC et montre aussi des signes de faiblesse. L'inflation calculée à l'aide de l'indice des prix ajusté a toutefois dépassé l'inflation mesurée par l'IPC d'environ 0,4 point de pourcentage ces derniers mois (**graphique 11**).

Graphique 11 : L'inflation mesurée par l'IPC et l'inflation fondamentale restent sous la cible

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Nota : La Banque du Canada a récemment mis au point, avec Statistique Canada, un indice des prix ajusté dont la pondération des composantes est déterminée selon des données à haute fréquence sur les dépenses observées depuis mars 2020. Pour en savoir plus, voir l'encadré 2 du [Rapport de juillet 2020](#).

* Ces mesures sont l'IPC-comm, l'IPC-méd et l'IPC-tronq.

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

Dernière observation : novembre 2020

Les mesures de l'inflation fondamentale sont restées inférieures à 2 %. Ces mesures ont été plus élevées que l'inflation mesurée par l'IPC, car elles sont moins influencées par le net recul des prix d'un nombre restreint de composantes, comme l'essence et les services de voyage.

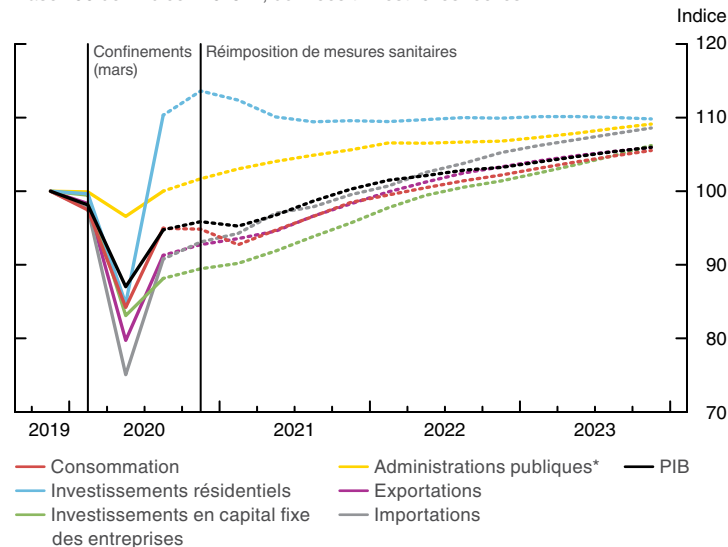
L'inflation mesurée par l'IPC a été supérieure aux pronostics ces derniers mois. Cette vigueur inattendue provient d'une croissance relativement généralisée des prix, mais elle est en partie attribuable à la demande accrue de certains biens de la part des consommateurs. La hausse du coût des intrants liée à la pandémie y est peut-être aussi pour quelque chose. Par exemple, les coûts de logement ont été supérieurs aux attentes, notamment à cause des prix plus élevés que prévu des logements neufs découlant du renchérissement des matériaux de construction. Ces facteurs persisteront sans doute au cours des prochains mois et contribuent à un renforcement du profil d'inflation à court terme. De plus, en mars, les prix de l'essence seront nettement supérieurs aux creux touchés un an plus tôt, même s'ils sont toujours à leurs niveaux actuels, ce qui donnera une impulsion considérable à l'inflation.

La croissance devrait être forte, et la récupération prolongée

La croissance devrait se situer autour de 4 % en 2021 et atteindre près de 5 % en 2022, alors que l'économie se remettra des répercussions importantes de la pandémie (**graphique 12**). La Banque s'attend à ce que les taux de croissance trimestriels continuent d'évoluer de façon irrégulière. En effet, les dépenses refoulées par les restrictions au cours d'un trimestre sont très susceptibles de connaître un rebond au trimestre suivant, après un assouplissement des mesures visant à contenir la pandémie. Ces variations irrégulières devraient s'atténuer avec le temps, à mesure que la proportion

Graphique 12 : Le redressement graduel devrait reprendre à mesure que les vaccins seront administrés

Base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles réelles



* La catégorie « Administrations publiques » comprend les dépenses de consommation et la formation brute de capital fixe du secteur public.

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

de la population immunisée augmentera et que le dynamisme de l'activité deviendra plus soutenu. La croissance devrait ralentir pour avoisiner 2½ % d'ici 2023.

Les perspectives à moyen terme sont plus encourageantes que dans le *Rapport* d'octobre en raison de plusieurs facteurs. La vaccination a commencé plus tôt que prévu, réduisant d'environ six mois le délai estimé par la Banque pour atteindre une immunité collective, qui devrait se produire à la fin de 2021. Par conséquent, l'activité économique se rétablit plus rapidement, et la Banque prévoit moins de séquelles pour les entreprises (p. ex., moins de cas de faillite) et pour les travailleurs (p. ex., moins de pertes de compétences). Elle s'attend également à une augmentation des mesures de relance budgétaire, de la demande étrangère et des prix des produits de base.

La politique budgétaire devrait continuer de soutenir la reprise. Les mesures mises en place par les autorités fédérales et provinciales depuis le début de 2020 – notamment celles concernant les dépenses directes, les transferts et les crédits – équivalent à environ 25 % du PIB nominal au quatrième trimestre de 2019. Dans son énoncé économique de l'automne 2020, le gouvernement fédéral a annoncé des mesures de relance supplémentaires de 70 à 100 milliards de dollars sur trois ans. Bien que les détails n'aient pas encore été publiés, le gouvernement a indiqué que ces mesures soutiendront la croissance une fois la pandémie terminée et que leur ampleur dépendra de la vigueur de la reprise.

La pandémie aura vraisemblablement des effets durables sur la production potentielle, mais il est impossible de les évaluer avec précision. On ne sait pas non plus exactement combien de temps les changements de comportement des consommateurs et des entreprises pourraient durer. Ces facteurs contribuent à l'incertitude entourant les estimations de l'écart de production.

La consommation devrait soutenir la reprise

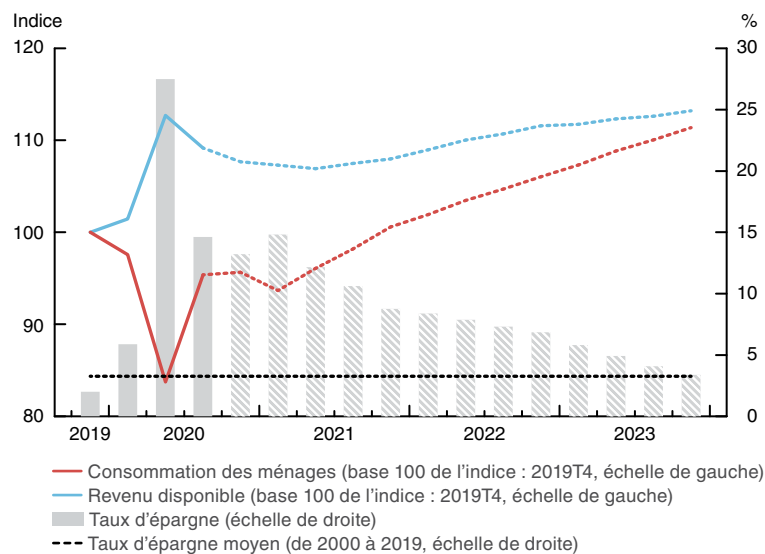
Dans la projection de la Banque, plusieurs facteurs influencent la consommation, notamment l'assouplissement des mesures sanitaires, le regain de confiance des consommateurs et le revenu disponible élevé. Durant la période de projection, la reprise du marché de la main-d'œuvre favorise la hausse du revenu du travail, et les paiements que le gouvernement verse aux ménages diminuent graduellement. On s'attend à ce que la politique monétaire continue de soutenir les dépenses, surtout les achats de biens durables (comme les véhicules automobiles) et de logement.

La consommation étant toujours à des niveaux bien inférieurs à ceux d'avant la pandémie, l'effet modérateur exercé par les mesures de distanciation physique devrait s'estomper, ce qui contribuerait à une forte croissance autour de 4¼ % en moyenne en 2021 et 2022. Un des moteurs importants de cette croissance est le rebond escompté des dépenses de consommation consacrées à des services, comme l'hôtellerie et les voyages.

La Banque suppose que l'épargne accumulée par de nombreux ménages depuis le début de la pandémie n'est pas utilisée pour effectuer davantage de dépenses de consommation. Le taux d'épargne devrait baisser, mais rester un peu plus élevé qu'avant la pandémie (**graphique 13**). Selon cette hypothèse, la pandémie aurait des effets prolongés sur le comportement des consommateurs, comme une augmentation de la demande d'épargne de précaution. Par exemple, près de la moitié des répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du quatrième trimestre de 2020 disent qu'ils prévoient conserver la majorité de leur surplus d'épargne par mesure de précaution. Cette prudence pourrait toutefois ne pas persister, ce qui représenterait un risque à la hausse pour les perspectives de consommation.

Graphique 13 : Le taux d'épargne devrait revenir graduellement près de son niveau d'avant la pandémie, car les ménages demeurent prudents

Valeur nominale, données trimestrielles



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

La forte activité sur le marché du logement devrait diminuer peu à peu. En 2021, la demande de maisons unifamiliales continuera probablement à dépasser l'offre, alimentée par les bas coûts de financement et l'amélioration du marché du travail. Après 2021, on s'attend à ce que l'incidence sur la demande de l'évolution des préférences en matière de logement s'estompe, et à ce que l'activité ralentisse pour se rapprocher d'un niveau en phase avec le taux de formation de nouveaux ménages. Le ralentissement de l'activité devrait se traduire par une modeste baisse de la croissance des prix.

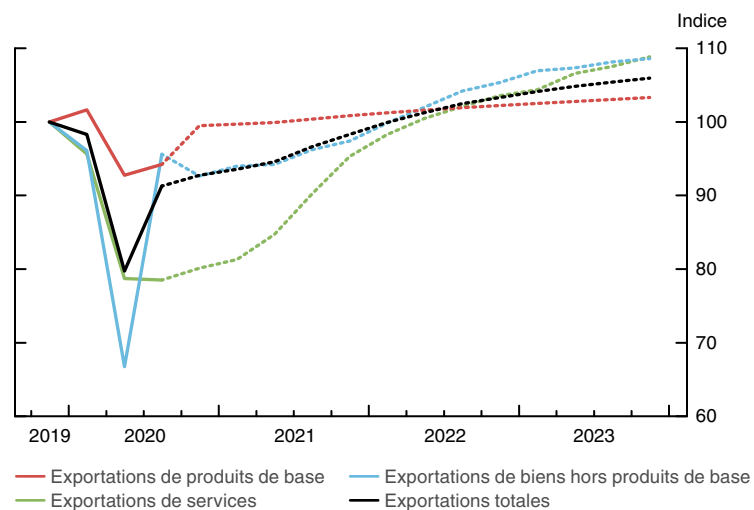
La demande étrangère devrait contribuer au redressement des exportations

La Banque s'attend à ce que la reprise de l'économie mondiale soutienne les exportations en 2021 et en 2022. Les exportations de biens devraient bénéficier du renforcement de la demande étrangère, de la diminution de l'incertitude liée à la pandémie et de l'augmentation des investissements dans le monde (**graphique 14**). L'hypothèse d'un dollar canadien plus élevé a toutefois l'effet d'un vent contraire. Les exportations de services, dont le niveau est faible, devraient rebondir fortement à mesure que seront levées les restrictions de voyage, avant de ralentir plus tard dans la période de projection. Néanmoins, le rebond de certains services, comme les voyages d'affaires, pourrait n'être que partiel si les préférences changent ou si les consommateurs, satisfaits de la technologie, modifient leur comportement.

On s'attend à ce que les cours modérés du pétrole soutiennent la progression continue des exportations d'énergie. Même s'il est peu probable que la capacité pipelinère restreigne les exportations à court terme, les préoccupations liées au transport pourraient resurgir et nuire aux exportations de pétrole à moyen terme.

Graphique 14 : La demande étrangère entraîne une reprise robuste des exportations, mais les exportations de services devraient continuer d'accuser un retard

Base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles réelles



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

Pour ce qui est de la croissance des importations, son évolution durant la période de projection dépend du moment où la demande de biens et de services se redressera. On prévoit une vive remontée en 2021, sous l'effet de la reprise rapide de la demande de biens destinés à la vente au détail (en grande partie importés). On s'attend ensuite à un ralentissement en 2022, la progression de la consommation étant stimulée par le rebond des services (principalement fournis au pays). Le niveau plus élevé du dollar canadien va aussi accroître la concurrence des importations.

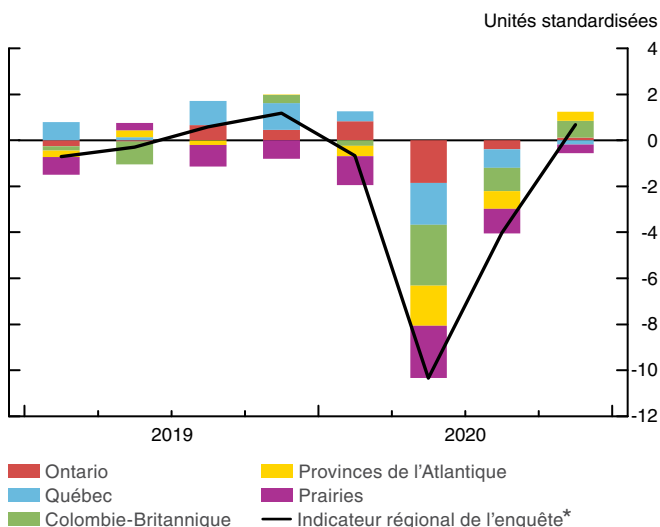
Les investissements des entreprises augmentent à mesure que l'incertitude se dissipe

À l'extérieur du secteur pétrolier et gazier, les investissements devraient nettement se redresser en 2021, par rapport aux bas niveaux actuels. La diminution de l'incertitude devrait permettre aux entreprises de mettre en œuvre leurs projets d'investissement. L'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises a révélé que les répondants envisagent l'avenir avec de plus en plus d'optimisme (**graphique 15**). Environ le cinquième des entreprises ont déclaré qu'elles commencent à investir, ou accélèrent leurs investissements, dans la numérisation et l'automatisation en réponse à la pandémie. La mise en place plus rapide du commerce électronique pourrait aussi avoir des implications durables pour l'économie canadienne. Par exemple, elle devrait mener à des investissements importants en machines et matériel ainsi que dans les entrepôts, mais pourrait peser sur la construction de locaux de vente au détail.

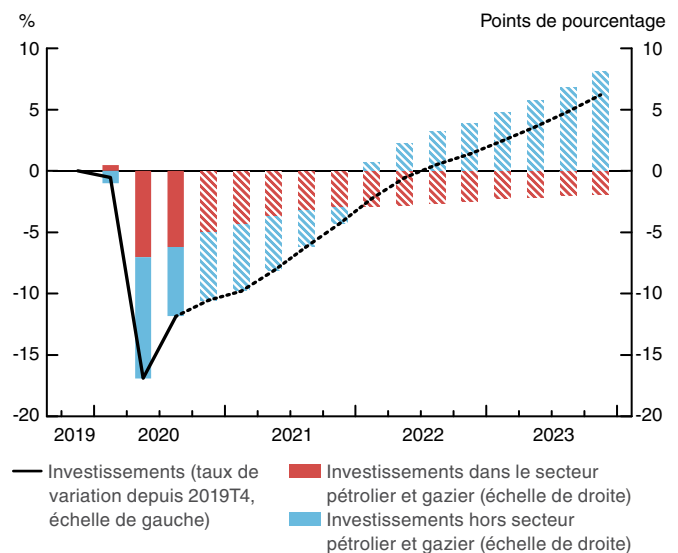
Graphique 15 : La confiance des entreprises s'est améliorée et les investissements devraient se raffermir

Données trimestrielles

a. Indicateur régional de l'enquête sur les perspectives des entreprises et contribution par région



b. Contribution à l'écart entre les investissements réels totaux des entreprises et le niveau des investissements du quatrième trimestre de 2019



* Cet indicateur peut différer de l'indicateur global de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les variations communes étant extraites d'un plus grand nombre de variables. Ces dernières sont plus volatiles puisqu'elles sont basées sur les réponses de plus petits échantillons d'entreprises. Voir l'[Enquête sur les perspectives des entreprises](#) pour des précisions.

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

Dernière observation : 2020T4 (*Enquête sur les perspectives des entreprises*)

La reprise des investissements sera probablement inégale. À peu près le tiers des répondants à l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises, surtout ceux qui offrent des services à forte proximité physique, ne pensent pas que leurs ventes reviendront à leurs niveaux d'avant la pandémie d'ici la fin de 2021. De plus, on s'attend à ce que la reprise des investissements dans le secteur pétrolier et gazier soit très longue, compte tenu de l'incertitude au sujet du redressement de la demande de pétrole à moyen terme, des conditions de financement difficiles et des restrictions en hausse concernant les émissions de carbone.

Les investissements en stocks devraient devenir positifs à la mi-2021, à mesure que les détaillants reconstitueront leurs faibles stocks. Cependant, on s'attend à ce que l'effet favorable sur le PIB soit relativement modeste, étant donné la proportion élevée de biens destinés à la vente au détail qui est importée.

L'inflation reviendra durablement à 2 % en 2023

Dans la projection, la trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPC durant la prochaine année reflète en grande partie la dynamique des prix de l'énergie (**graphique 16**). Les prix de l'essence alimenteront temporairement l'inflation, la faisant passer à environ 2 % au deuxième trimestre, après l'avoir maintenue à un bas niveau pendant un an. Lorsque ces pressions à la hausse se seront dissipées en 2021, on prévoit que l'inflation redescendra dans la moitié inférieure de la fourchette cible. La Banque fait généralement abstraction de telles variations passagères de l'inflation.

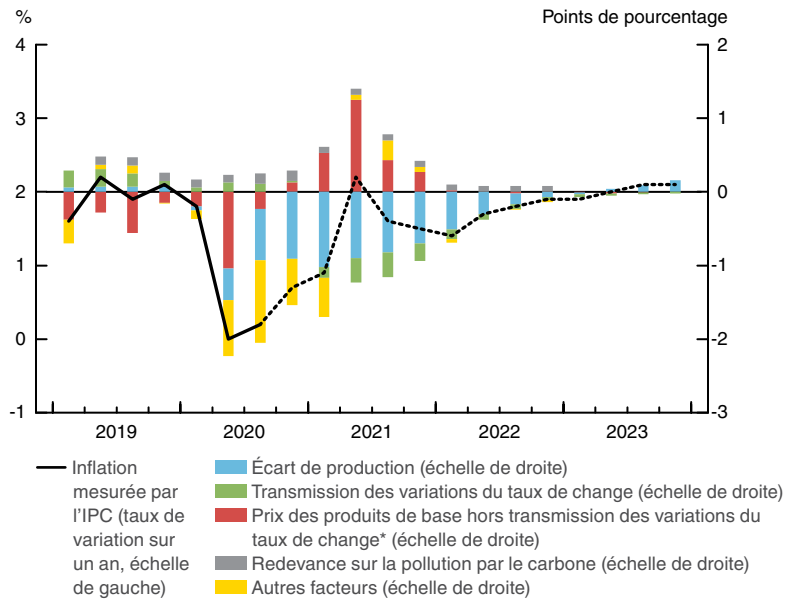
L'effet modérateur qu'exercent actuellement les capacités excédentaires de l'économie constitue le plus important moteur de la dynamique de l'inflation à moyen terme. L'inflation devrait retourner durablement à la cible de 2 % à mesure que les capacités excédentaires se résorberont, mais une grande incertitude entoure le moment où cela se produira. Le scénario de référence prévoit que ce retour à la cible se fera en 2023.

Les risques qui pèsent sur les perspectives d'inflation témoignent du degré élevé d'incertitude quant à l'évolution de la pandémie et ses conséquences sur l'économie. Par exemple, les pressions sur la capacité dans les secteurs où la demande est forte, ou l'augmentation des coûts d'exploitation en raison de la mise en place de mesures de distanciation physique, pourraient être la source de pressions à la hausse plus persistantes sur les prix.

La projection cadre avec l'hypothèse que les attentes d'inflation à moyen et à long terme resteront bien ancrées à la cible de 2 %. La majorité des répondants à l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation se maintiendra, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Les attentes d'inflation des répondants à l'horizon de deux ans demeurent près des niveaux d'avant la pandémie. Comme les années précédentes, les répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du quatrième trimestre de 2020 s'attendent pour la plupart à ce que l'inflation se situe à l'intérieur ou légèrement au-dessus de cette fourchette pendant les deux années à venir. Les compilations de Consensus Economics publiées en décembre 2020 font état d'attentes d'inflation à long terme s'établissant en moyenne à 2,0 % jusqu'en 2030.

Graphique 16 : Mis à part une poussée temporaire, l'inflation restera inférieure à 2 % jusqu'en 2023

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



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

* Cette mesure prend aussi en compte l'incidence sur l'inflation de la relation différente qu'ont les prix de l'essence et les cours du brut.

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

Encadré 2

Évolution du bilan de la Banque du Canada

Bas taux directeur, indications prospectives et programme d'assouplissement quantitatif : ensemble, ces moyens d'action de la Banque du Canada contribuent à garder les taux d'emprunt à de bas niveaux. Et comme expliqué dans le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet, tout cela vient soutenir l'activité économique. En octobre, la Banque a rajusté son programme d'assouplissement quantitatif pour ralentir le rythme de ses achats d'obligations, mais a maintenu le degré de détente monétaire qu'il apporte en se tournant vers des titres à plus longue échéance.

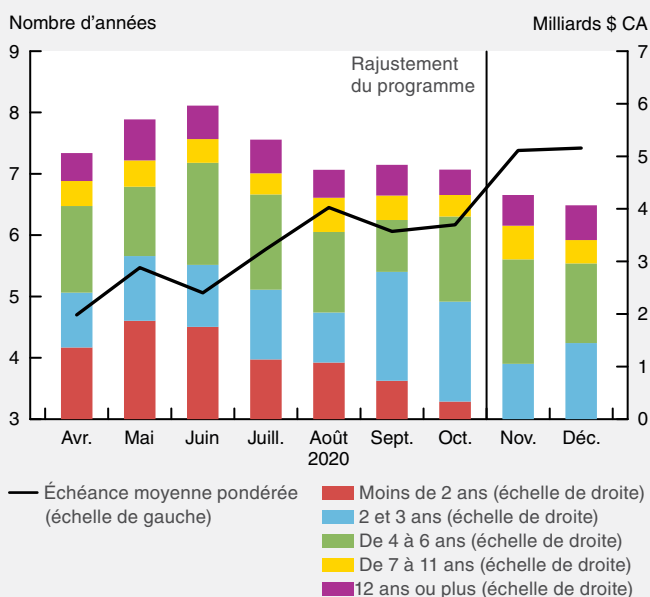
L'échéance moyenne pondérée des titres acquis dans le cadre du programme depuis la parution du *Rapport* d'octobre est de plus de 7 ans¹. En comparaison, elle était d'environ 6 et 5 ans pour les acquisitions faites entre les dates de publication des rapports de juillet et d'octobre, et de ceux d'avril et de juillet, respectivement (**graphique 2-A**). Le rajustement du programme, conjugué à l'arrivée à échéance d'actifs à plus court terme, a eu pour effet d'allonger quelque peu la structure des échéances de l'ensemble des actifs inscrits au bilan de la Banque. Ceux qui arriveront à échéance dans 10 ans ou plus représentent désormais 18 % du bilan, comparativement à 15 % au moment où le *Rapport* d'octobre est paru.

Les obligations du gouvernement du Canada constituent actuellement 55 % des actifs inscrits au bilan de la Banque. Par ailleurs, celle-ci détient maintenant 36 % de l'encours total de ces titres, contre 32 % en octobre². Cette part comprend à la fois les obligations que la Banque a acquises par voie d'adjudication dans le cours normal de ses activités et les achats effectués aux fins d'assouplissement quantitatif. Par rapport à la Banque du Canada, certaines banques centrales détiennent une plus grande part d'obligations d'État – exprimée en pourcentage du produit intérieur brut –, et d'autres une plus petite part (**graphique 2-B**).

Depuis octobre, la Banque a vu son bilan passer de 530 à 548 milliards de dollars. Cet accroissement tient au fait que le rythme de ses achats d'obligations du gouvernement du Canada a dépassé celui de l'arrivée à échéance d'autres actifs venant d'opérations destinées à

Graphique 2-A : L'échéance des titres achetés dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif a augmenté de façon notable

Échéance moyenne pondérée et achats notionnels effectués dans le cadre du programme, moyenne hebdomadaire



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 18 décembre 2020

soutenir le bon fonctionnement des marchés. Ces autres actifs arriveront à échéance à une cadence accélérée au cours des trois prochains mois. Plus de 140 milliards de dollars de bons du Trésor et de prises en pension effectuées dans le cadre des mécanismes élargis de prise en pension à plus d'un jour arriveront à échéance durant cette période, et la taille du bilan de la Banque devrait diminuer en conséquence. Or, la taille du bilan n'est pas, en soi, un bon indicateur de toute la détente monétaire apportée par le programme. En fait, le degré de détente monétaire exceptionnelle est lié aux opérations effectuées pour les besoins du programme d'assouplissement quantitatif.

Pour évaluer le degré de détente monétaire exceptionnelle, il faut prendre en compte les flux d'achat d'obligations du gouvernement du Canada, de même que les échéances et le stock total des titres d'État achetés. Chacun de ces trois éléments joue un rôle important. Pour leur part, les flux d'achat exercent une pression à la baisse continue sur les rendements, ce qui réduit les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises. En ce qui concerne les échéances, plus les titres à plus long terme prédominent dans les achats, plus le risque lié à l'échéance s'atténue sur les marchés.

(suite à la page suivante)

1 Toutes les données sont arrêtées au 31 décembre 2020, sauf celles servant au calcul de l'échéance moyenne pondérée des titres acquis dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif, qui sont arrêtées au 18 décembre 2020. Les chiffres relatifs aux obligations du gouvernement du Canada sont fondés sur la valeur nominale des titres, sauf pour les besoins du **graphique 2-B** (figure de gauche).

2 Les obligations à rendement nominal et les obligations à rendement réel sont comprises dans ces chiffres, alors que seules les obligations à rendement nominal l'étaient dans le *Rapport* d'octobre.

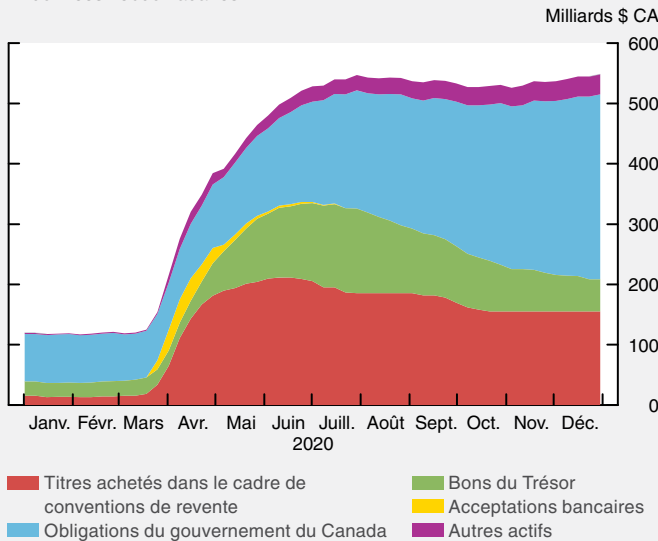
Encadré 2 (suite)

Enfin, le stock d'obligations achetées fournit une indication de l'ampleur de la détente monétaire exceptionnelle. Dans les prochains mois, les avoirs de la Banque en obligations

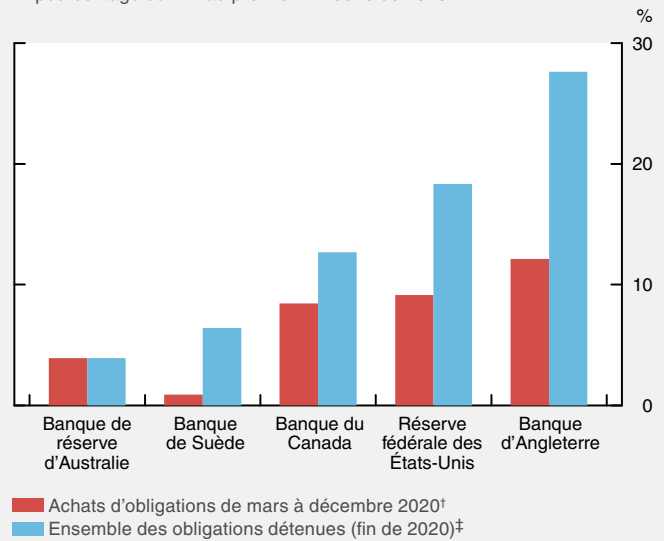
du gouvernement du Canada vont continuer d'augmenter, apportant un soutien accru à la reprise économique.

Graphique 2-B : La taille du bilan de la Banque est stable; en comparaison d'autres banques centrales, l'ensemble des obligations que la Banque détient la situe en milieu de peloton

a. Ensemble des actifs détenus par la Banque du Canada*, données hebdomadaires



b. Obligations d'État achetées et détenues par les banques centrales en pourcentage du PIB au premier trimestre de 2020



* Dans ce graphique, les obligations du gouvernement du Canada achetées sur les marchés primaires sont évaluées au coût amorti. Toutes les autres obligations, y compris les obligations du gouvernement du Canada achetées sur les marchés secondaires, sont évaluées à la juste valeur. Les autres actifs comprennent les bons du Trésor et les obligations des provinces, les obligations de sociétés et le papier commercial. La liste complète des actifs se trouve sur le [site Web de la Banque du Canada](#).

† Les données englobent l'ensemble des achats d'obligations d'État à rendement nominal. Les données relatives à la Banque de Suède comprennent également les achats de titres indexés sur l'inflation. Les données relatives à la Banque de réserve d'Australie sont en date du 11 décembre 2020.

‡ Les données englobent l'ensemble des obligations d'État, y compris les achats effectués lors des adjudications sur les marchés primaires pour la gestion du bilan. Les données sur l'ensemble des obligations détenues par la Banque de Suède sont en date du 30 novembre 2020. Les données relatives à la Banque de réserve d'Australie sont en date du 11 décembre 2020.

Sources : sites Web des banques centrales (rapports de gestion et bilans), Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 30 décembre 2020 (ensemble des actifs)

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'incertitude entourant la projection demeure anormalement élevée. Plusieurs risques décrits dans les rapports précédents se sont matérialisés : les vaccins sont arrivés plus tôt que prévu, les autorités ont réimposé des mesures strictes pour contenir le virus et les gouvernements ont annoncé de nouvelles mesures budgétaires de soutien. Certains risques identifiés précédemment se sont atténués : la politique budgétaire a contribué à réduire les vulnérabilités financières des ménages et les conditions financières se sont assouplies dans de nombreux pays, notamment dans les économies émergentes.

La projection reste fortement tributaire de l'évolution de la pandémie et des efforts de vaccination. La Banque suppose que la vaccination permettra d'acquérir une immunité collective au virus d'ici la fin de 2021. Des problèmes liés à la distribution ou à l'efficacité des vaccins pourraient toutefois contribuer à une nouvelle recrudescence du virus. La propagation de nouveaux variants plus contagieux pourrait également forcer les gouvernements à imposer des mesures de confinement plus strictes.

La sensibilité de l'activité économique à l'évolution du virus, des confinements et des autres mesures de restriction constitue une autre importante source d'incertitude. Les perspectives pourraient être plus favorables que celles présentées dans le scénario de référence si les mesures d'endiguement du virus freinent moins que prévu la croissance économique. Un tel scénario impliquerait des dépenses des ménages et des investissements des entreprises plus élevés. De même, les perspectives pourraient être moins favorables qu'anticipé si les ménages se montrent plus prudents ou si davantage d'entreprises sont poussées à la faillite.

Il existe également une incertitude considérable quant aux conséquences à long terme de la pandémie. Le PIB et la production potentielle pourraient être plus élevés que prévu dans le scénario de référence si les séquelles se révèlent moins importantes. À l'inverse, la croissance du PIB potentiel pourrait s'affaiblir davantage si la pandémie est plus longue ou plus grave qu'escompté, ce qui ferait probablement augmenter les restructurations et les réaffectations de ressources.

Il est aussi possible que la pandémie accélère les tendances structurelles à long terme qu'on observe depuis quelque temps. L'accélération rapide du commerce électronique pourrait entraîner une baisse de la demande de locaux destinés au commerce de détail. Le succès du télétravail pourrait réduire la demande de locaux pour bureaux. L'expérience généralisée des

réunions virtuelles pourrait impliquer moins de voyages d'affaires. Ces types de changements structurels ont souvent des incidences sur l'offre et la demande, celles sur la demande se faisant sentir plus tôt en général.

Même si la pandémie prend la trajectoire prévue dans le scénario de référence, les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs autres risques, tant à la hausse qu'à la baisse. La Banque considère que les risques pesant sur les perspectives économiques et l'inflation sont relativement équilibrés. Toutefois, les risques à la baisse sont plus préoccupants parce que l'inflation est basse et que le taux directeur est à sa valeur plancher estimée. Voici quelques-uns des principaux risques.

1) Dépenses des ménages plus élevées au Canada (↑)

L'épargne des ménages a augmenté de façon spectaculaire depuis le début de la pandémie, surtout dans le cas des ménages à revenu élevé. Cela s'explique probablement par une réduction des possibilités de dépenses et une augmentation de l'épargne de précaution. Si les ménages dépensent l'épargne qu'ils ont accumulée au lieu de l'utiliser pour rembourser leurs dettes ou investir dans des actifs financiers, la consommation et l'investissement résidentiel pourraient être plus soutenus que prévu dans le scénario de référence. On verrait alors une baisse des pressions désinflationnistes.

2) Nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis (↑)

La nouvelle administration américaine a proposé de nouvelles mesures budgétaires de soutien, qui s'ajoutent aux 900 milliards de dollars approuvés depuis la publication du *Rapport* d'octobre. Si les autorités parviennent à un accord pour mettre en place d'autres grandes mesures de relance budgétaire, la croissance de l'économie américaine pourrait être sensiblement plus forte que ne le prévoit le scénario de référence. Cela viendrait soutenir davantage la croissance des exportations canadiennes, les prix de nos exportations de produits de base ainsi que les investissements.

3) Pressions persistantes sur les coûts (↑)

La pandémie perturbe les activités des entreprises dans l'ensemble des secteurs de l'économie. Par exemple, pour éviter d'être confrontées de nouveau à des difficultés de ce genre liées à la chaîne d'approvisionnement, un grand nombre d'entreprises manufacturières apporteront vraisemblablement des changements à leurs processus de production. Elles pourraient notamment relocaliser leur production ou modifier leurs sources d'approvisionnement et chercher à accroître leur résilience. Ainsi, la reprise économique pourrait se dérouler dans un contexte de transformation structurelle des chaînes de valeur mondiales et des processus de production, ce qui causerait des pressions plus persistantes sur les coûts.

4) Pressions financières sur les entreprises (↓)

Dans les secteurs durement touchés par la COVID-19, plus la pandémie durera longtemps, plus nombreuses seront les entreprises susceptibles de connaître des problèmes de liquidité. Cette perspective accentue le risque d'une vague soudaine de cas d'insolvabilité et de faillite, d'un resserrement marqué des conditions du crédit et d'une réduction des prêts bancaires, entraînant des

conséquences négatives pour la croissance. Par ailleurs, dans les secteurs moins éprouvés par la pandémie, les entreprises ont accru leurs réserves de liquidités. Ces entreprises sont peut-être plus prudentes dans leurs décisions d'investissement compte tenu des incertitudes persistantes, des changements structurels potentiels et de la perception que des perturbations sont maintenant plus probables.

5) **Appréciation du dollar canadien (↓)**

Le dollar canadien s'est apprécié de façon soutenue depuis octobre, atteignant son niveau le plus élevé depuis le début de 2018. Cette appréciation tient surtout à la faiblesse généralisée du dollar américain. Le raffermissement du dollar canadien exerce directement une pression à la baisse sur l'inflation en abaissant le prix des importations. Une appréciation supplémentaire du dollar canadien pourrait ralentir la croissance de la production en réduisant la compétitivité des exportations canadiennes et des secteurs d'activité en concurrence avec les importations. Un ralentissement de la croissance de la production accentuerait aussi les pressions désinflationnistes.