



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 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-tronc, 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

Avril 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
Encadré 1 : Principaux éléments de la projection	3
L'économie mondiale	4
Encadré 2 : Révisions de la projection de l'économie mondiale depuis le <i>Rapport</i> de janvier	4
Les prix du pétrole sont nettement plus élevés	6
Les rendements obligataires augmentent dans un contexte d'amélioration des perspectives mondiales	7
Des mesures de relance budgétaire substantielles stimulent la croissance aux États-Unis	8
De nouveaux confinements pourraient freiner la reprise dans la zone euro	9
La croissance devrait ralentir en Chine et dans les marchés émergents	9
L'économie canadienne	11
Encadré 3 : Révisions de la projection de l'économie canadienne depuis le <i>Rapport</i> de janvier	12
L'activité économique résiste mieux à la hausse du nombre de cas	14
Encadré 4 : Les moteurs de la vigueur du marché canadien du logement	15
La marge de capacités excédentaires est importante dans certains secteurs	17
Des facteurs temporaires stimulent l'inflation mesurée par l'IPC	19
Encadré 5 : Divergence des mesures de l'inflation fondamentale durant la crise de la COVID-19	20
Les gains de productivité ont un effet positif sur la production potentielle	22
Le fort rebond de l'économie en 2021 devrait être suivi d'une croissance modérée	22
Les dépenses des ménages devraient soutenir la reprise	23
La demande étrangère devrait contribuer à une reprise solide des exportations	25
Les investissements des entreprises devraient augmenter	26
Les capacités excédentaires de l'économie pèseront sur l'inflation en 2021 et 2022	27
Évolution du bilan de la Banque	29
Les risques entourant les perspectives d'inflation	32
Annexe 1 : La production potentielle	34
La croissance de la production potentielle mondiale devrait s'accélérer	34
Amélioration de la croissance de la productivité tendancielle du travail au Canada	35

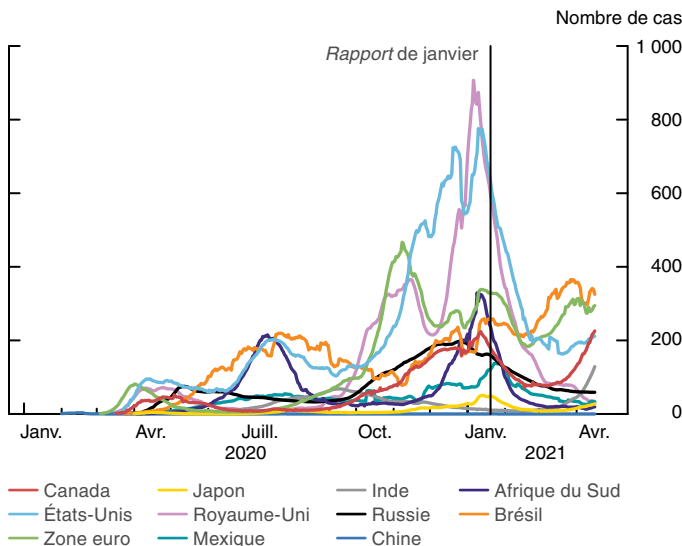
Vue d'ensemble

La confiance dans la reprise économique au Canada et dans d'autres grandes économies s'est améliorée. Toutefois, la propagation de variants du coronavirus entraîne de nouveaux confinements dans de nombreux pays, ce qui pèse sur l'activité à court terme.

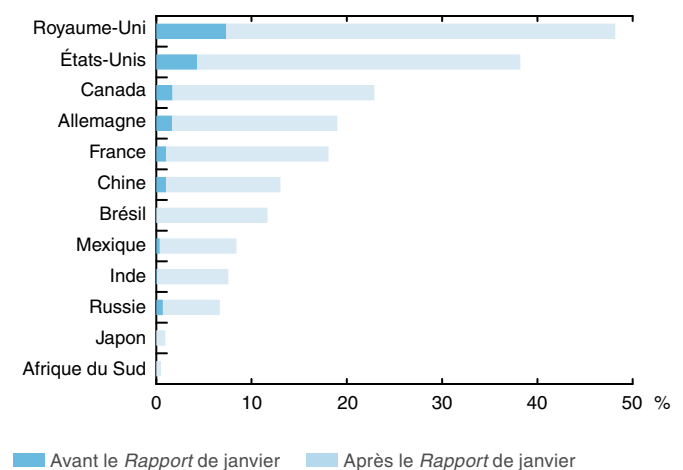
L'activité économique a été plus résiliente que prévu ces derniers mois, les consommateurs et les entreprises ayant appris à mieux composer avec les mesures sanitaires. Dans certains pays, la vaccination anti-COVID progresse aussi plus rapidement qu'on ne s'y attendait précédemment (**graphique 1, encadré 1**). De nouvelles mesures de relance budgétaire ont été annoncées, notamment aux États-Unis. Dans l'ensemble, les perspectives pour les économies canadienne et mondiale ont été revues à la hausse.

Graphique 1 : Le nombre de nouveaux cas de COVID-19 augmente, mais la vaccination s'accroît aussi

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



b. Pourcentage de la population ayant reçu au moins une dose d'un vaccin contre la COVID-19*



* Les données sur la vaccination en Chine correspondent au nombre de doses de vaccin administrées en pourcentage de la population.

Sources : Organisation mondiale de la santé, sources nationales par l'intermédiaire du site Our World in Data et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 16 avril 2021 (graphique a);
13-16 avril 2021 (graphique b)

La reprise complète des économies prendra du temps, et les conséquences de la pandémie restent inégales. L'incertitude demeure en outre élevée, notamment en ce qui a trait à l'incidence des nouveaux variants. Dans ce contexte, les politiques budgétaire et monétaire apportent un soutien important à l'activité économique au Canada et dans le reste du monde.

Messages clés

- L'économie canadienne a fait preuve d'une résilience impressionnante durant la deuxième vague de la pandémie, et les estimations de la croissance au premier trimestre ont été sensiblement revues à la hausse.
- Néanmoins, de nombreux Canadiens sont encore sans travail, en particulier les employés à bas salaires, les jeunes et les femmes. Bien que les derniers chiffres de l'emploi soient encourageants, le rétablissement complet de la situation pourrait prendre beaucoup de temps.
- La résurgence actuelle de la pandémie constitue un nouveau revers. Les systèmes de santé sont surchargés, et les personnes qui travaillent dans des secteurs à forte proximité physique seront les plus touchées par le renforcement des restrictions. On s'attend à ce que la troisième vague ait un impact important mais passager. Ses effets seraient plus profonds et plus durables sans la capacité d'adaptation observée durant la deuxième vague et le nombre croissant de personnes vaccinées.
- Au vu de la plus grande résilience des économies canadienne et mondiale, des progrès de la vaccination, du soutien renouvelé des mesures budgétaires et monétaires ainsi que de la hausse des prix des produits de base, l'ensemble des perspectives économiques pour le Canada ont été revues à la hausse par rapport à celles qui avaient été présentées dans le *Rapport* de janvier.
- En tenant compte de ces perspectives plus favorables et de la numérisation accrue, la Banque estime maintenant que la pandémie nuira moins à la production potentielle qu'elle ne l'avait estimé précédemment.
- À court terme, l'inflation pourrait augmenter temporairement et avoisiner la limite supérieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %, en raison surtout des effets de glissement annuel et de la dynamique des prix de l'essence. La Banque fait habituellement abstraction de telles variations transitoires.
- Étant donné les perspectives économiques plus favorables, la Banque s'attend maintenant à ce que la marge de capacités excédentaires se résorbe et que l'inflation retourne à la cible de façon durable au cours du second semestre de 2022. Le moment précis où ces évolutions se produiront est cependant encore plus incertain que d'habitude, du fait de l'incertitude qui pèse sur la production potentielle et des conséquences très inégales de la pandémie.

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 :

- Les campagnes de vaccination progressent partout dans le monde. La Banque suppose que l'immunité collective au virus sera atteinte au milieu de 2021 aux États-Unis; plus tard en 2021 au Canada, dans d'autres pays avancés et en Chine; et en 2022 dans d'autres pays émergents.
- Les restrictions plus sévères imposées au Canada en raison de la flambée des cas de COVID-19 vers la fin du premier trimestre et au début du deuxième devraient commencer à s'assouplir d'ici la fin mai. La Banque s'attend à ce que la prudence des consommateurs diminue graduellement durant les derniers mois de l'année. Une certaine prudence persistera toutefois pendant le reste de la période de projection.
- Dans sa projection, la Banque tient compte de mesures de relance budgétaire fédérales d'un montant de 85 milliards de dollars, soit le point médian de la fourchette de 70 à 100 milliards de dollars annoncée dans l'*Énoncé économique de l'automne de 2020*. En janvier, elle avait estimé ce montant à 70 milliards de dollars, ce qui correspond à la limite inférieure de la fourchette.
- La Banque suppose que les cours du pétrole resteront près des niveaux récents. Elle situe ainsi le prix du baril à 65 \$ US pour le Brent, à 60 \$ US pour le West Texas Intermediate et à 50 \$ US pour le Western Canadian Select, soit environ 15 \$ US, 10 \$ US et 15 \$ US, respectivement, au-dessus de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de janvier.
- 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 80 cents américains durant la période de projection, proche du niveau moyen observé récemment et au-dessus des 78 cents américains postulés dans le *Rapport* de janvier.
- 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. Sur la période 2021-2023, la Banque estime que la production potentielle progressera d'environ 1,6 % en moyenne par année, soit d'à peu près 0,5 point de pourcentage de plus que postulé en octobre 2020 (**annexe 1**). Cette révision s'explique par des investissements prévus plus élevés, notamment dans l'automatisation et la numérisation, et par des séquelles moins lourdes de la pandémie.
- Les mesures mises en œuvre par les gouvernements afin de contenir la pandémie ont des effets à court terme considérables sur l'offre de biens et services. Plus précisément, l'offre a chuté de façon marquée au début de 2020 lorsqu'une partie des entreprises ont été forcées de suspendre ou de réduire leurs activités. L'ampleur estimative des effets de ces mesures sur l'offre a été révisée à la baisse pour le deuxième semestre de 2020 et pour 2021. Ces effets devraient se dissiper 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, la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel dépassait celle de l'offre révisée au premier trimestre. Ainsi, l'écart de production (la différence entre le PIB et l'offre) était de l'ordre de -3,0 à -2,0 % au premier trimestre de 2021; il aurait donc été quelque peu plus serré que celui qu'indiquait la fourchette révisée de -4,25 à -3,25 % au quatrième trimestre.
- Le taux d'intérêt 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 présent *Rapport*, la Banque a revu son estimation du taux d'intérêt neutre, mais la fourchette estimative reste de 1,75 à 2,75 %². La projection économique repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point médian de cette fourchette.

1 Comme dans les trois rapports précédents, 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 Pour des précisions, voir T. Carter, X. S. Chen, A. Jaffery, C. Hajzler, J. Lachaine, P. Shannon, S. Sarker, G. Westwood et B. Yan (2021), *Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale et du taux neutre aux États-Unis : avril 2021*, note analytique du personnel n° 2021-5, Banque du Canada, et D. Brouillette, G. Faucher, M. Kuncel, A. McWhirter et Y. Park (2021), *Production potentielle et taux neutre au Canada : mise à jour de 2021*, note analytique du personnel n° 2021-6, Banque du Canada.

L'économie mondiale

Face à la pandémie, l'économie mondiale a fait preuve d'une capacité de résilience plus grande qu'on ne l'avait estimé précédemment, si bien que les perspectives économiques mondiales ont été revues à la hausse par rapport à celles qui avaient été présentées dans le *Rapport* de janvier (**encadré 2**). Tout est en place pour qu'on puisse observer un redressement marqué de l'activité économique mondiale à la mi-2021, grâce aux mesures de soutien prises par les autorités et à l'expansion des programmes de vaccination anti-COVID qui permettront un renforcement de la croissance, en particulier dans les secteurs des services. En ce moment, toutefois, la propagation de nouveaux variants et les reconfinements s'ajoutent à la fragilisation des chaînes d'approvisionnement et pèsent sur l'activité dans de nombreux pays.

Encadré 2

Révisions de la projection de l'économie mondiale depuis le *Rapport* de janvier

Les perspectives économiques mondiales se sont nettement améliorées depuis la livraison du *Rapport* de janvier. Le niveau du produit intérieur brut (PIB) mondial a été revu à la hausse, et on s'attend maintenant à ce qu'il soit 1,6 % plus élevé en 2021 et qu'il reste 0,5 % plus élevé en 2023. Parmi les principaux facteurs qui ont motivé ces révisions, notons ceux-ci :

- Des données plus favorables que prévu au quatrième trimestre de 2020 et au premier trimestre de 2021 ont entraîné une révision à la hausse de la projection du PIB de la plupart des régions, particulièrement des groupes « Économies émergentes » et « Autres pays ». Dans l'ensemble, le PIB mondial a été 1,3 % plus élevé au premier trimestre de 2021 que ce qui était postulé dans le *Rapport* de janvier.
- Des mesures de relance budgétaire supplémentaires ont stimulé la production américaine et mondiale. Aux États-Unis, le plan de relance budgétaire de 900 milliards de dollars américains annoncé en

décembre 2020 a été exécuté plus rapidement que prévu. De plus, l'American Rescue Plan – le « plan de sauvetage américain » – devrait faire augmenter le PIB américain et le PIB mondial de 2,4 % et d'environ 0,5 % respectivement d'ici la fin de 2021.

Aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages a été plus élevée qu'escompté ces derniers mois. Par conséquent, on estime maintenant qu'elle s'est établie à 1,7 % au premier trimestre, soit 0,5 point de pourcentage de plus que ce qu'on entrevoyait en janvier. En outre, compte tenu de la croissance plus forte découlant de l'American Rescue Plan, l'inflation américaine devrait enregistrer une hausse allant jusqu'à 0,3 point de pourcentage, et ainsi passer à 2,4 % d'ici la fin de 2023.

Le rythme de la reprise économique varie énormément d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, l'adoption accélérée d'un train de mesures budgétaires d'une ampleur exceptionnelle et le déploiement rapide des vaccins devraient porter la croissance dans ce pays à 7 % en 2021. Dans la plupart des autres régions, la reprise devrait être plus lente qu'aux États-Unis. Globalement, la Banque prévoit qu'après une contraction de 2,4 % en 2020, la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial enregistrera une forte progression pour s'établir à 6,8 % en 2021 (**tableau 1**). On s'attend à ce que le taux de croissance de l'économie mondiale se modère ensuite, pour avoisiner 4 % en 2022, à mesure que le rebond de l'activité perdra en intensité et que les effets des mesures de relance budgétaire s'atténueront.

La reprise à l'échelle mondiale a fait grimper les prix des produits de base. Les récentes hausses des prix de l'énergie avivent l'inflation dans plusieurs pays. Les effets de glissement annuel devraient aussi contribuer à l'augmentation des chiffres de l'inflation dans les prochains mois. Ces effets tiennent au net recul de certains prix qui s'est produit voici un an. En raison de ces facteurs transitoires, ainsi que des tensions inflationnistes engendrées par la reprise rapide de l'économie américaine, l'inflation aux États-Unis devrait se situer au-dessus de 2 % en moyenne sur l'horizon de projection.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

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

Les prix du pétrole sont nettement plus élevés

Les perspectives de hausse de la demande, conjuguées aux restrictions de l'offre, ont fait grimper les prix du pétrole depuis la parution du *Rapport* de janvier. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate (WTI) et du Western Canadian Select (WCS) dépassent de 10 à 15 \$ US les niveaux postulés en janvier (**encadré 1**).

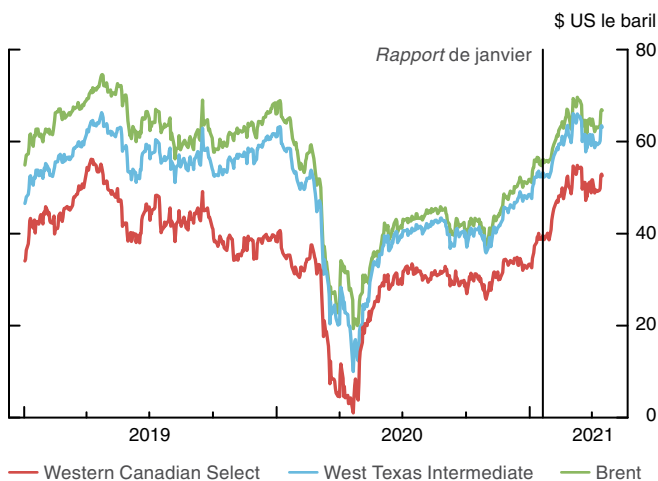
Les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et plusieurs autres grands exportateurs de pétrole (regroupés sous le nom d'OPEP+) ont décidé de prolonger jusqu'en avril la plupart des restrictions de leur production déjà convenues et d'augmenter graduellement la production à compter de mai. Pour leur part, les producteurs américains ont peu contribué à accroître l'offre jusqu'à présent, malgré la hausse des prix observée ces derniers mois. Les niveaux des capacités inutilisées demeurent très élevés (**graphique 2**).

À court terme, les risques entourant l'hypothèse de stabilisation des prix pétroliers sont pour la plupart orientés à la hausse, étant donné que la demande de pétrole pourrait augmenter plus rapidement que l'offre sous l'effet du raffermissement de la croissance mondiale. Cependant, sur l'horizon de projection, ces risques sont à peu près contrebalancés par le risque que l'exploitation soudaine et rapide des capacités de production inutilisées fasse baisser les prix pétroliers.

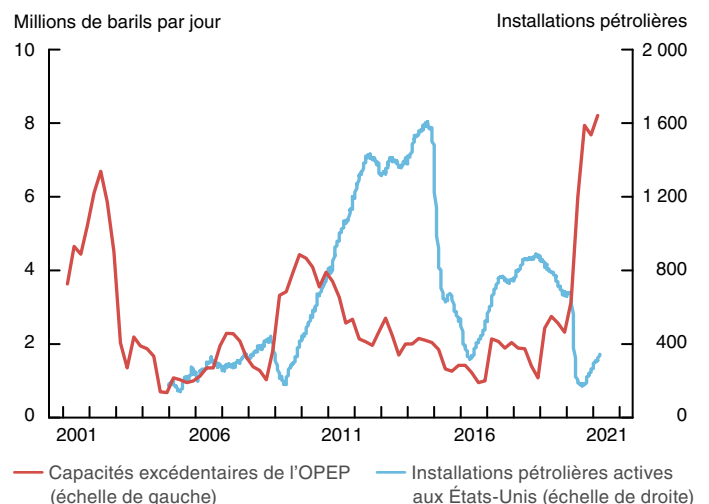
L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a augmenté de 11 % depuis la publication du *Rapport* de janvier. La vigueur de la demande de logements en Amérique du Nord a fait monter d'environ 35 % les prix déjà élevés du bois d'œuvre, qui atteignent des niveaux record. Les métaux communs ont pour leur part renchéri de 7 %, en raison notamment de l'amélioration attendue de la croissance mondiale.

Graphique 2 : Les prix du pétrole ont fortement augmenté, mais les capacités excédentaires sont élevées

a. Prix du pétrole, données quotidiennes



b. Capacités excédentaires de l'OPEP et installations pétrolières aux États-Unis, données trimestrielles et hebdomadaires



Nota : Les données du prix du pétrole du 20 avril 2020 sont exclues, car des perturbations sur le marché à terme du pétrole ont entraîné ce jour-là des valeurs négatives d'environ -48 \$ US pour le West Texas Intermediate et -38 \$ US pour le Western Canadian Select. Pour toutes les autres dates, les données sur les prix sont incluses dans le graphique. OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

Sources : Baker Hughes, Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis et Bloomberg Finance LP

Dernières observations : 16 avril 2021 (prix du pétrole); 2021T1 (capacités excédentaires de l'OPEP); 16 avril 2021 (installations pétrolières aux États-Unis)

Les rendements obligataires augmentent dans un contexte d'amélioration des perspectives mondiales

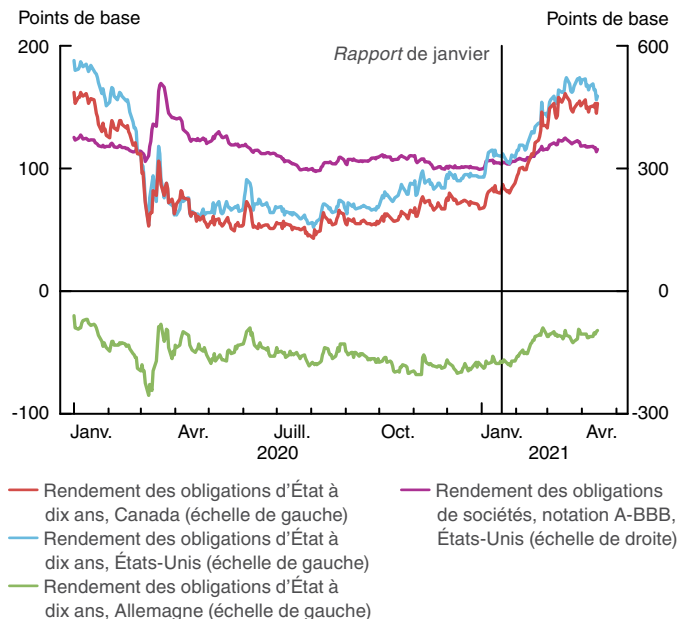
Les rendements nominaux des obligations de référence américaines à dix ans se sont accrus d'environ 50 points de base depuis janvier. Les mesures des attentes d'inflation issues du marché aux États-Unis sont en hausse depuis plusieurs mois. Portés par le relèvement des perspectives de croissance, les rendements réels ont augmenté et comptent pour plus de la moitié de la hausse totale du rendement des obligations américaines à dix ans enregistrée depuis janvier. Cependant, les rendements réels à dix ans restent encore négatifs et à des niveaux proches de leurs creux historiques. Les rendements des obligations d'État d'autres pays, y compris le Canada, se sont accrus depuis janvier, les marchés financiers réagissant aussi à l'amélioration des perspectives de croissance (**graphique 3**).

L'appétit des investisseurs pour le risque est resté relativement élevé, ce qui a contribué au maintien de conditions financières expansionnistes. Dans la plupart des économies avancées, les indices boursiers ont progressé depuis janvier et demeurent près des sommets atteints récemment. Les écarts de taux sur les obligations de société se sont beaucoup rétrécis depuis le début de la pandémie et, comme en janvier, ils avoisinent les niveaux qui prévalaient avant la pandémie. Certains pays émergents ont cependant connu des conditions financières plus tendues ces derniers mois.

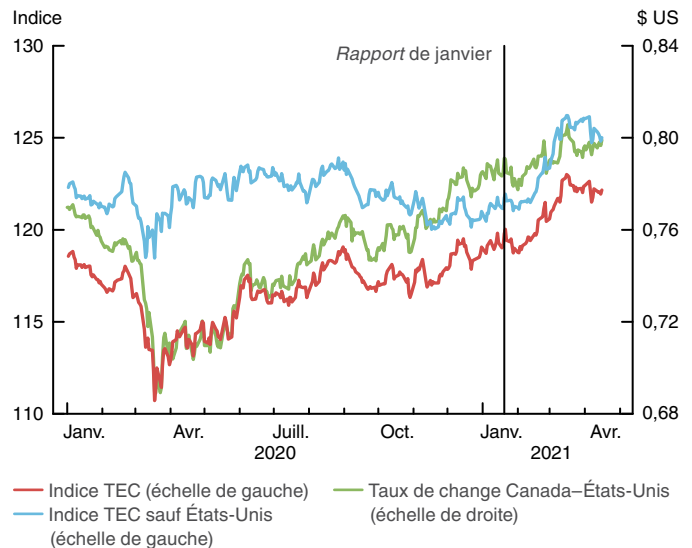
Graphique 3 : Les rendements des obligations ont augmenté dans la plupart des régions, et le dollar canadien s'est apprécié

Données quotidiennes

a. Rendements des obligations



b. Dollar canadien



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

Sources : département du Trésor des États-Unis, Banque centrale d'Allemagne, BofA Securities et Banque du Canada via Haver Analytics

Dernière observation : 16 avril 2021

Le dollar américain s'est renforcé par rapport aux devises de la plupart des partenaires commerciaux des États-Unis depuis la parution du *Rapport* de janvier, et le dollar canadien s'est apprécié d'environ 1 % par rapport au billet vert. Les hausses des prix du pétrole et d'autres produits de base ont contribué au récent raffermissement du huard.

Des mesures de relance budgétaire substantielles stimulent la croissance aux États-Unis

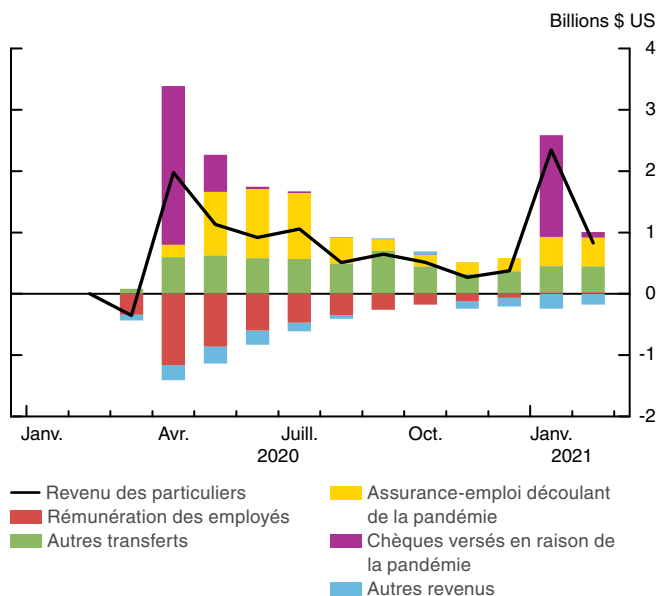
Le train de mesures budgétaires de 900 milliards de dollars US que le gouvernement américain a annoncé en décembre dernier a fait remonter les revenus et la consommation au début de 2021 (**graphique 4**). En outre, le plan de sauvetage américain (*American Rescue Plan*) qui a été adopté en mars apporte un soutien budgétaire supplémentaire substantiel de 1 900 milliards de dollars US, principalement sous forme de dépenses publiques et de transferts aux ménages. La plupart des chèques ayant été distribués, la Banque estime que la croissance du PIB américain pourrait atteindre 10 % en taux annualisé au second trimestre.

Les progrès de la vaccination contre la COVID-19 permettent d'assouplir les mesures de confinement, de renforcer la confiance et de soutenir la croissance (**graphique 1**). Le rythme rapide de vaccination devrait également contribuer à limiter les séquelles sur le PIB potentiel (**annexe 1**).

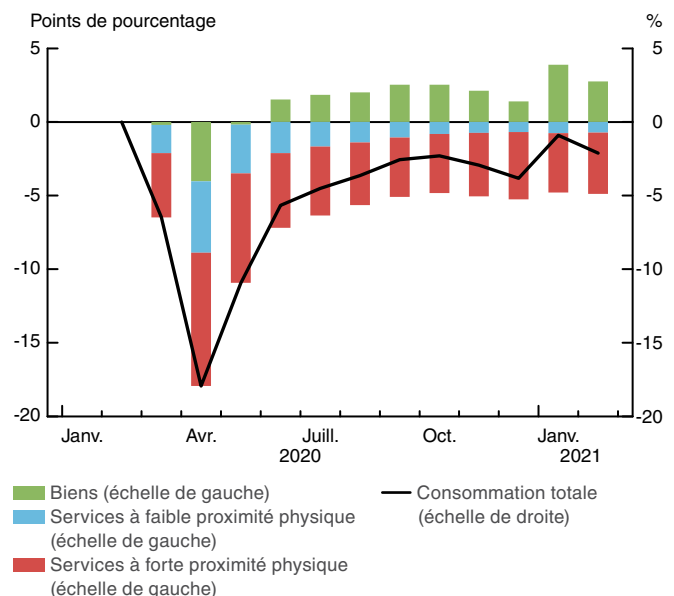
Graphique 4 : La croissance du revenu des particuliers et de la consommation aux États-Unis a été soutenue par les mesures de relance budgétaire

Variation par rapport à février 2020, données mensuelles désaisonnalisées

a. Revenu nominal des particuliers, données annualisées



b. Dépenses de consommation réelles des particuliers



Nota : Les « autres transferts » incluent l'assurance-emploi ordinaire, la sécurité sociale et les transferts liés à la santé. Les « autres revenus » correspondent à la somme des revenus de propriété, des revenus locatifs et des rentrées de fonds provenant d'actifs, moins les contributions au régime public d'assurance sociale. Les « services à forte proximité physique » désignent les secteurs du transport, de la restauration et de l'hébergement, des loisirs, des soins personnels, de l'entretien ménager et des services sociaux et religieux. Les « services à faible proximité physique » regroupent les autres services.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2021

Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le PIB des États-Unis progressera de 7 % cette année. La consommation – y compris la demande de services à forte proximité physique – est le principal moteur de la croissance, dans un contexte où l'économie redémarre et les transferts fiscaux continuent de soutenir les revenus. La robustesse de la demande, le soutien apporté par le plan de sauvetage américain et le faible niveau des taux d'intérêt devraient également stimuler la croissance des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel. Ces composantes sont des sources de demande importantes pour les exportations canadiennes. En 2022, la croissance du PIB des États-Unis devrait ralentir et passer à environ 4 %, étant donné que les effets des mesures de relance budgétaire s'estomperont. Puisque ces effets se sont fait sentir rapidement, leur contribution à la croissance du PIB devrait être négative en 2023, cette dernière tombant alors à 1,3 %.

L'inflation mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages devrait augmenter pour avoisiner 3 % à court terme, en raison des hausses des prix de l'énergie, des coûts des soins de santé et des frais de logement, ainsi que des effets de glissement annuel. L'accroissement rapide de la production devrait à la fois absorber les capacités excédentaires et créer une demande excédentaire, ce qui devrait maintenir l'inflation un peu au-dessus de 2 % jusqu'en 2023 et cadrer ainsi avec la stratégie de ciblage de l'inflation moyenne de la Réserve fédérale.

De nouveaux confinements pourraient freiner la reprise dans la zone euro

La propagation de nouveaux variants du coronavirus dans la zone euro a entraîné des confinements supplémentaires et a sans doute contribué à une croissance négative du PIB au premier trimestre. Il se peut aussi que les perturbations causées par les pénuries de semi-conducteurs entravent l'activité économique à court terme. Dans ce contexte, plusieurs gouvernements ont décidé d'accroître leurs mesures de soutien budgétaire. La croissance devrait s'accélérer au milieu de 2021, dès lors que davantage de gens seront vaccinés, que les confinements seront assouplis et que les mesures de relance seront maintenues. Elle devrait ensuite ralentir, les effets des mesures de relance budgétaire s'estompant progressivement à partir de 2022. Les effets de glissement annuel combinés à d'autres facteurs sont actuellement à l'origine d'un gonflement passager de l'inflation dans la zone euro. Toutefois, la sous-utilisation persistante des capacités de production et les attentes d'inflation modérées devraient maintenir l'inflation en dessous de 1,5 % à moyen terme.

La croissance devrait ralentir en Chine et dans les marchés émergents

Après avoir fortement progressé à la fin de 2020, l'activité économique a ralenti en Chine au début de l'année, en raison entre autres de l'imposition de nouvelles mesures de confinement à certains endroits. Les exportations de produits chinois continuent à bénéficier de la vigueur de la demande mondiale de biens, tandis que la consommation intérieure augmente encore de manière modérée. L'immunisation de plus en plus répandue devrait soutenir quelque peu la croissance en 2021. Mais son incidence sera probablement plus ténue qu'ailleurs, parce que la pandémie est déjà bien maîtrisée dans ce pays et que l'activité y est moins restreinte. Les mesures de soutien économique devraient commencer à être retirées

progressivement. La Banque prévoit que l'économie chinoise progressera à un rythme de 9½ % en 2021, puis à peu près conformément à son estimation de la croissance de la production potentielle en 2022 et 2023.

Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole a connu une robuste croissance à deux chiffres à la fin de l'an dernier, mais elle s'inscrit à la baisse depuis le début de 2021, plusieurs pays devant appliquer de nouvelles restrictions face à la propagation rapide de variants du coronavirus. Certains pays émergents ont resserré leur politique monétaire ces derniers temps, car la perte de valeur de leurs monnaies contribuait à la hausse de l'inflation. On s'attend à ce que la croissance ralentisse dans le groupe des pays émergents en 2022 et 2023, lorsque les effets de rebond initiaux se seront estompés. La lenteur des campagnes de vaccination devrait modérer la reprise jusqu'en 2023.

Dans le groupe « Autres pays », l'activité a été plutôt résiliente en dépit de quelques confinements récents. La croissance du PIB devrait augmenter au milieu de 2021, à la faveur du redémarrage des économies, et les récentes hausses des prix du pétrole devraient profiter aux pays qui en exportent. Le rythme de croissance devrait ralentir en 2022 et 2023, à mesure que l'activité se normalisera et que les mesures de relance prendront fin.

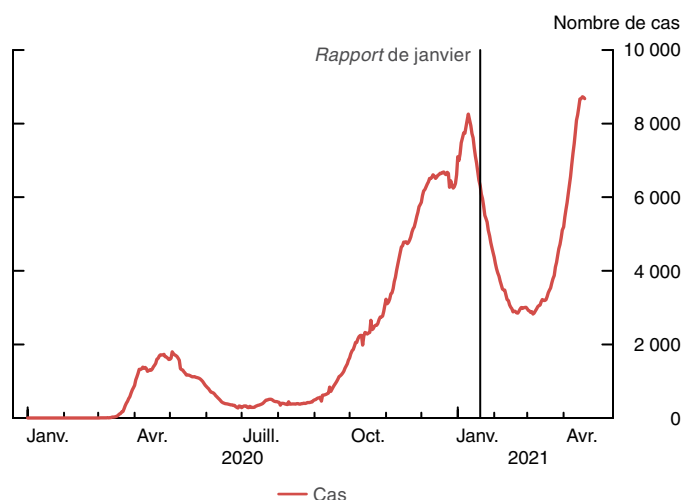
L'économie canadienne

L'économie canadienne continue à se remettre des effets dévastateurs de la pandémie. L'activité économique s'est révélée beaucoup plus résiliente durant la deuxième vague, ce qui témoigne de la capacité d'adaptation des consommateurs et de l'ingéniosité des entreprises, qui ont su fonctionner malgré les restrictions. Ainsi, la Banque estime que la croissance a été nettement plus élevée au premier trimestre de 2021 qu'elle l'avait prévu dans le *Rapport de janvier*.

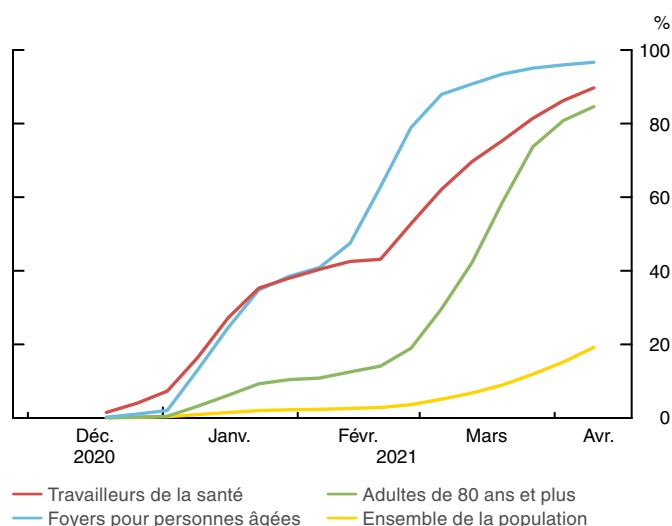
La vaccination, les mesures de soutien budgétaires et monétaires, la forte demande étrangère et les prix plus élevés des produits de base devraient contribuer à une croissance robuste en 2021, et ce, en dépit des nouvelles restrictions qui limiteront la croissance à court terme (**graphique 5**). Néanmoins, une incertitude considérable quant à l'évolution de la pandémie demeure, en raison surtout de la propagation rapide de variants plus contagieux du virus.

Graphique 5 : Le nombre de nouveaux cas augmente, mais la vaccination s'accroît aussi

a. Nouveaux cas de COVID-19, moyenne mobile sur sept jours, données quotidiennes



b. Pourcentage cumulatif des populations clés ayant reçu au moins une dose de vaccin au Canada, données hebdomadaires



Sources : Agence de la santé publique du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 19 avril 2021 (nombres de cas); 10 avril 2021 (vaccins)

Encadré 3

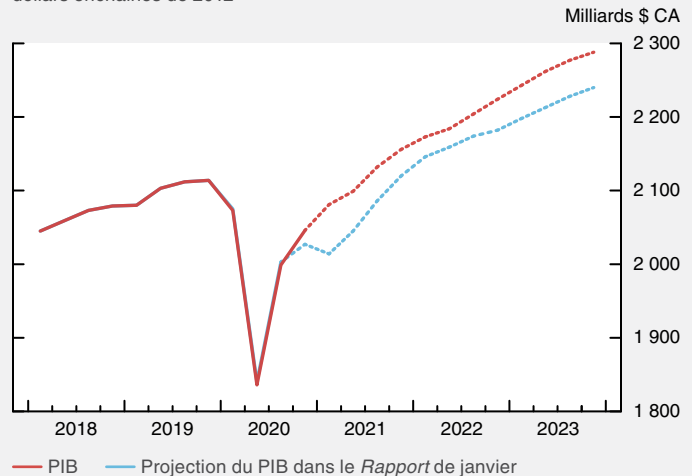
Révisions de la projection de l'économie canadienne depuis le *Rapport de janvier*

Le profil de croissance du produit intérieur brut (PIB) est plus favorable que la Banque ne le prévoyait en janvier (**graphique 3-A**). La croissance du PIB en 2021 a été revue à la hausse de 2½ points de pourcentage, et avoisine 6½ % (**tableau 2**). Par conséquent, le niveau du PIB réel est plus élevé d'environ 2½ % en 2021, 1½ % en 2022 et 2 % en 2023. Les données économiques ont été plus vigoureuses que prévu au pays et à l'étranger, en particulier les données canadiennes sur le logement et l'emploi.

- La croissance du PIB pour le premier trimestre de 2021 a été revue à la hausse d'environ 9½ points de pourcentage, et on s'attend maintenant à ce qu'elle avoisine 7 % (**tableau 3**). Elle devrait se situer autour de 3½ % au deuxième trimestre – le niveau du PIB à la fin de ce trimestre serait alors supérieur de quelque 2½ % aux estimations antérieures.
- L'amélioration des termes de l'échange, la production potentielle plus forte et de nouvelles mesures de relance budgétaire, conjuguées à un regain de confiance des consommateurs plus tôt que prévu, contribueront à un profil de la demande intérieure plus favorable.
- La demande étrangère plus forte, les prix plus élevés des produits de base et le raffermissement de la confiance des entreprises devraient faire grimper les exportations et les investissements à des niveaux plus élevés que prévu dans le *Rapport de janvier*.

Graphique 3-A : La prévision de croissance du PIB a été revue à la hausse pour le Canada

Données trimestrielles désaisonnalisées (taux annuels), dollars enchaînés de 2012



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

Comparativement à janvier, la projection concernant l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a été révisée à la hausse de 0,7 point de pourcentage pour 2021 et de 0,2 point de pourcentage pour 2022 et 2023. L'inflation mesurée par l'IPC a été supérieure aux pronostics ces derniers mois, en raison notamment des prix plus élevés du pétrole. Cette source de pression inflationniste supplémentaire se maintient tout au long de 2021. Les révisions à la hausse pour 2022 et 2023 reflètent surtout l'amélioration des perspectives.

La reprise complète de l'économie prendra du temps. En effet, une croissance vigoureuse et durable est nécessaire pour surmonter les graves répercussions économiques de la pandémie. Une importante marge de capacités excédentaires subsiste dans les secteurs des services à forte proximité physique, où sont concentrés les travailleurs et les entreprises les plus durement touchés. Et la situation dans ces secteurs va empirer avant de s'améliorer, car plusieurs provinces observent une hausse des taux d'infection et resserrent les mesures sanitaires.

À moyen terme, la reprise de la consommation devrait se raffermir quand les restrictions seront allégées et les emplois récupérés. Les progrès réalisés au Canada et à l'étranger en vue d'atteindre une immunité collective vont aussi contribuer à réduire l'incertitude et à améliorer la confiance des ménages et des entreprises, ce qui favorisera les investissements des entreprises et les exportations. Par conséquent, la reprise devrait devenir plus généralisée.

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

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

Dans l'ensemble, les perspectives sont plus optimistes que celles présentées dans le *Rapport* de janvier (**encadré 3**). La Banque prévoit maintenant que l'activité économique croîtra à un rythme robuste d'environ 6½ % en 2021. La croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait ensuite ralentir pour avoisiner 3¾ % en 2022 et 3¼ % en 2023 (**tableau 2**).

Une incertitude considérable entoure les perspectives de croissance du PIB et de la production potentielle à moyen terme. De nombreuses questions restent sans réponse précise, notamment en ce qui a trait au caractère durable des changements de préférences des consommateurs, à l'ampleur des séquelles sur le marché du travail, aux implications de la faiblesse des investissements au début de la pandémie et aux gains de productivité découlant du déploiement accéléré des nouvelles technologies numériques. Puisque ces facteurs sont susceptibles d'avoir des incidences tant sur l'offre que sur la demande, il est particulièrement difficile d'estimer quand l'écart de production se résorbera.

La marge de capacités excédentaires et la dynamique des prix de l'essence sont les principaux facteurs qui ont une incidence sur l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC). En 2021, les pressions à la hausse sur l'inflation exercées en grande partie par les prix plus élevés de l'essence devraient dépasser temporairement les pressions à la baisse attribuables aux capacités excédentaires de l'économie. La Banque s'attend à ce que l'inflation avoisine 2 % par la suite.

L'activité économique résiste mieux à la hausse du nombre de cas

L'activité économique devrait croître d'environ 5¼ % en moyenne au premier semestre de 2021 (**tableau 3**), après avoir affiché une progression plus vive que prévu atteignant 9,6 % au quatrième trimestre de 2020. Même si la croissance globale est forte, l'activité dans les secteurs les plus durement touchés reste faible à court terme du fait de la plus récente vague de la pandémie et des mesures sanitaires connexes (**graphique 6**).

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

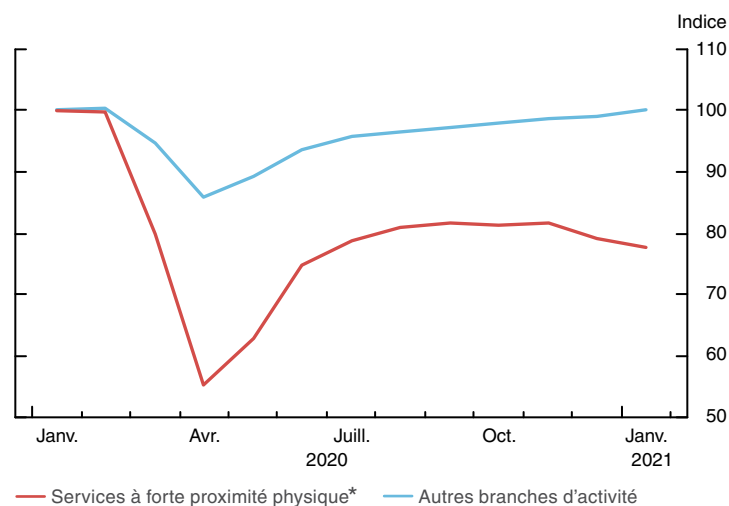
	2020		2021			2019	2020	2021	2022	2023
	T3	T4	T1	T2		T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)	0,2 (0,2)	0,7 (0,7)	1,5 (0,9)	2,9		2,1 (2,1)	0,7 (0,7)	2,2 (1,5)	2,0 (1,9)	2,4 (2,1)
PIB réel (taux de variation sur un an)	-5,3 (-5,2)	-3,2 (-4,1)	0,4 (-2,9)	14,3		1,7 (1,7)	-3,2 (-4,1)	5,4 (4,6)	3,1 (2,9)	2,9 (2,7)
PIB réel (taux de variation sur un trimestre, chiffres annualisés)[†]	40,6 (40,5)	9,6 (4,8)	7,0 (-2,5)	3,5						

* 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*.

† Les premier et deuxième trimestres de 2021 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. Les taux de variation sur un an au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme. Ils représentent les taux de croissance projetés de l'IPC et du PIB réel au cours d'une année donnée. Par conséquent, ils peuvent être différents des taux de croissance des moyennes annuelles présentés au **tableau 2**.

Graphique 6 : L'activité économique demeure faible dans les secteurs les plus touchés

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



* Les « services à forte proximité physique » incluent le commerce de détail, les arts, le divertissement, les loisirs, l'hébergement et la restauration, le transport aérien, les transports en commun, les transports terrestres de voyageurs et d'autres services. Ces services représentent environ 9 % du PIB.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2021

La construction et les reventes de logements, stimulées par le revenu disponible relativement élevé et les bas taux d'emprunt, ont atteint des sommets. La pandémie a aussi amené les acheteurs à préférer les résidences plus spacieuses et celles situées à l'extérieur des centres-villes. La vigueur des facteurs fondamentaux de la demande, conjuguée à l'offre relativement restreinte, continue à alimenter la solide croissance des prix des logements (**encadré 4**).

Encadré 4

Les moteurs de la vigueur du marché canadien du logement

L'activité et la croissance des prix sur le marché du logement ont continué d'être exceptionnellement fortes. Les reventes à l'échelle nationale ont atteint un sommet, les stocks de logements existants n'ont jamais été aussi bas, et les prix ont augmenté rapidement. Tout cela s'est produit malgré un taux de chômage élevé et une baisse des niveaux d'immigration. Plusieurs facteurs liés à l'offre et à la demande expliquent cette vigueur du marché.

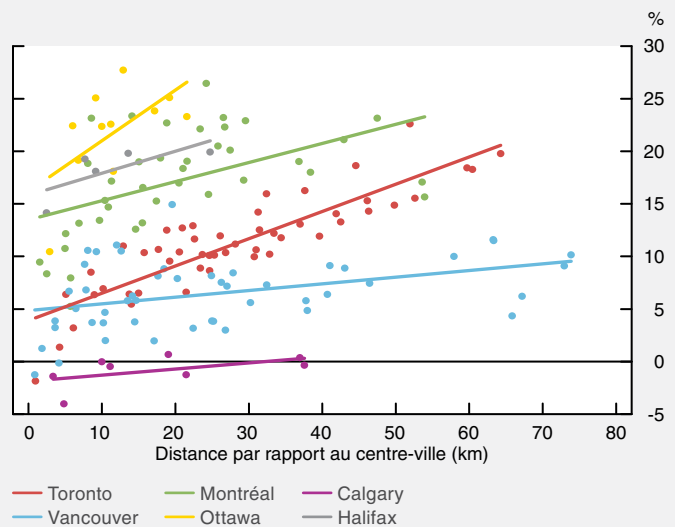
La demande a été soutenue par un revenu disponible relativement élevé et la faiblesse des taux hypothécaire. Les pertes d'emploi ont augmenté durant la pandémie, mais elles ont surtout concerné les travailleurs faiblement rémunérés, qui ont plus tendance à être locataires que propriétaires. Le télétravail et le fait qu'on passe plus de temps chez soi ont contribué à renforcer la demande de maisons unifamiliales plus grandes et d'habitations situées dans les banlieues et les milieux ruraux (**graphique 4-A**). Ce déplacement de la demande entraîne notamment une hausse de la construction de logements neufs dans les régions où il y a moins de contraintes d'offre, comme une disponibilité limitée des terrains.

À court terme, cependant, l'offre ne peut pas s'ajuster entièrement à une augmentation soudaine de la demande de logements de cette ampleur. Il faut du temps pour que de nouveaux logements arrivent sur le marché. Au cours de la dernière année, le rythme des nouvelles constructions a été freiné par les mesures de confinement ainsi que les pénuries de matériaux et de travailleurs qualifiés. Ces facteurs exercent aussi des pressions à la hausse sur les coûts de construction. De plus, certains vendeurs potentiels ont été réticents à faire visiter leur habitation en raison de la pandémie, ce qui a restreint l'offre de propriétés existantes à vendre.

Cette forte hausse de la demande, jumelée à une offre relativement restreinte de logements neufs et existants,

Graphique 4-A : Les prix des logements ont augmenté plus rapidement hors des centres-villes

Croissance sur un an des prix des logements au quatrième trimestre 2020 et distance par rapport au centre-ville



Nota : Chaque point représente une région de tri d'acheminement (une unité géographique délimitée à partir des trois premiers caractères des codes postaux canadiens). Les lignes sont des droites de tendance exprimant la relation moyenne, dans chaque ville, entre la croissance des prix des logements et la distance depuis le centre-ville.

Sources : Teranet et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2020T4

a concouru à la croissance rapide des prix. Au fil du temps, l'offre devrait s'ajuster. Un grand nombre de permis de construire ont été délivrés, une part croissante visant les maisons unifamiliales. Les mises en chantier ont aussi enregistré une forte hausse depuis quelques mois, principalement dans les milieux ruraux (**graphique 4-B**). En fin de compte, cette offre accrue et la modération prévue de la demande devraient contribuer à rééquilibrer les marchés du logement et à rendre la dynamique des prix plus soutenable.

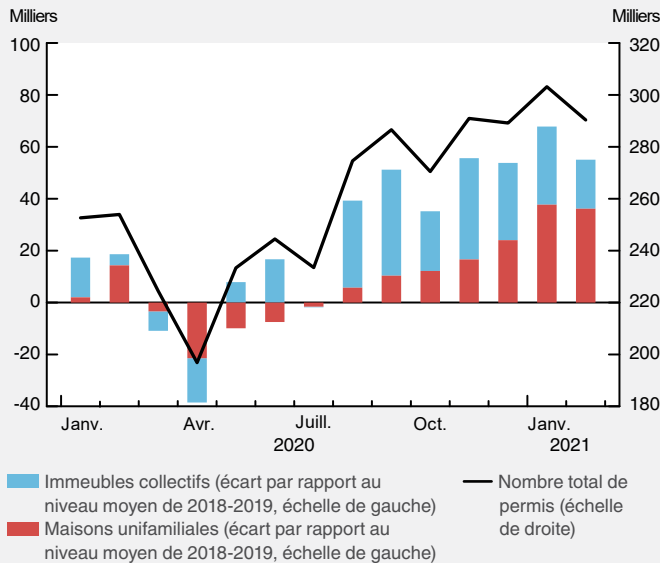
(suite à la page suivante)

Encadré 4 (suite)

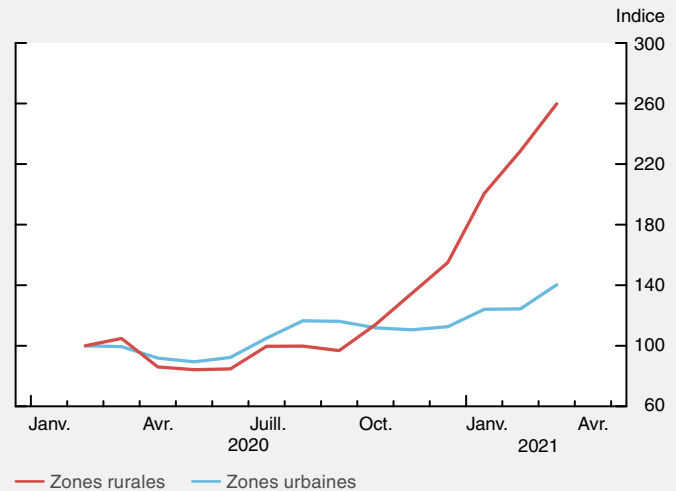
Graphique 4-B : Les constructeurs répondent à la demande

Données mensuelles, désaisonnalisées au taux annuel

a. Permis de construire par type de bâtiment, unités



b. Mises en chantier par zone, moyenne mobile sur trois mois, base 100 de l'indice : février 2020



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2021 (permis de construire); mars 2021 (mises en chantier)

La vigueur du marché du logement repose sur une hausse fondamentale de la demande, mais l'expérience montre que les comportements qui reposent initialement sur des facteurs fondamentaux peuvent devenir plus spéculatifs et extrapolatifs. Cela pose plusieurs risques. Des prix élevés pourraient entraîner des niveaux excessifs d'emprunt et de prêt, rendant certains ménages et institutions financières plus vulnérables en cas de ralentissement économique. Les modifications à la ligne directrice B-20 proposées récemment par le

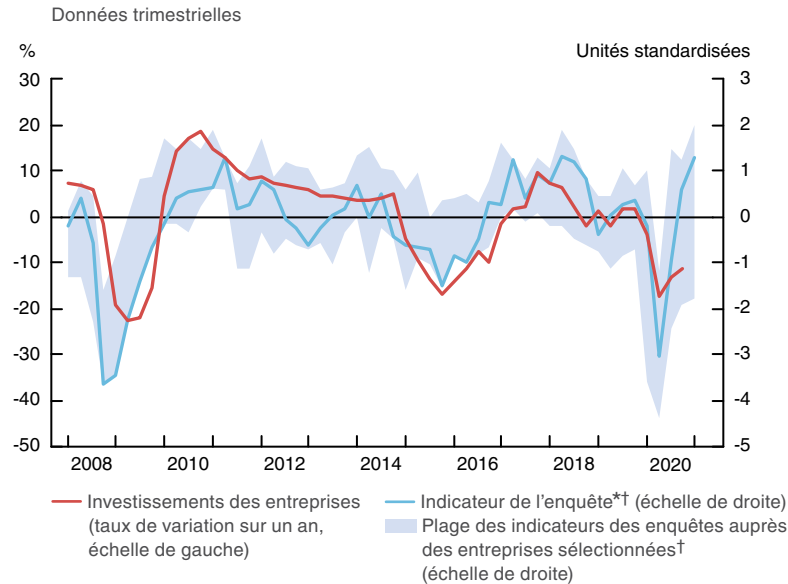
Bureau du surintendant des institutions financières sont des mesures bienvenues pour contribuer à réduire ces risques.

Si trop de logements sont construits par rapport à une demande plus soutenable à long terme, le cycle de l'activité dans le secteur pourrait être amplifié excessivement. Cela pourrait conduire à un recul des prix des habitations, de l'investissement résidentiel et des dépenses de consommation.

La Banque estime que les dépenses de consommation sont restées stables au premier trimestre et qu'elles ne devraient que légèrement augmenter au deuxième trimestre. On s'attend à ce que la progression de la vaccination et l'allègement des restrictions raffermissent encore la confiance. Toutefois, une croissance robuste de la consommation n'est pas à prévoir avant le troisième trimestre.

Les perspectives de croissance des exportations et des investissements des entreprises au premier semestre de 2021 se sont améliorées, compte tenu du renforcement de la demande étrangère et du renchérissement des produits de base. En outre, la confiance des entreprises s'est accrue et les conditions de financement qui leur sont offertes restent favorables (**graphique 7**). Par contre, les exportations de véhicules automobiles se contracteront considérablement, mais de façon temporaire, en raison de la pénurie mondiale de semi-conducteurs.

Graphique 7 : La confiance des entreprises continue de s'améliorer



* Cette mesure se fonde sur les réponses fournies aux principales questions de l'enquête sur les perspectives des entreprises.

† La plage des indicateurs et l'indicateur de l'enquête sur les perspectives des entreprises sont représentés par leur écart par rapport à leur moyenne historique, établi selon leur écart-type respectif.

Sources : Statistique Canada, Banque de développement du Canada
Conference Board du Canada, Fédération canadienne de
l'entreprise indépendante, IHS Markit, Ivey School of Business,
Comptables professionnels agréés du Canada, Exportation et
développement Canada, Banque du Canada et calculs de la
Banque du Canada

Dernières observations : 2020T4,
(investissements des entreprises);
2021T1 ou données les plus récentes
(indicateur de l'enquête sur les perspectives
des entreprises et plage des indicateurs
des enquêtes sélectionnées)

La marge de capacités excédentaires est importante dans certains secteurs

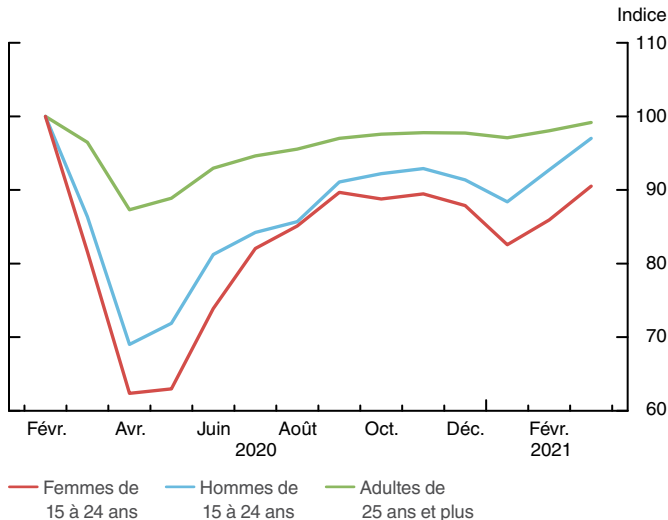
Les conditions du marché du travail restent difficiles pour de nombreux Canadiens. Le marché a affiché de solides gains en février et en mars 2021, après les lourdes pertes d'emplois subies au cours des mois précédents. Les variations à ce chapitre s'expliquent surtout par les modifications des restrictions sanitaires. Le resserrement des mesures, en avril, devrait entraîner une autre vague de pertes d'emplois – surtout parmi ceux qui sont faiblement rémunérés et à temps partiel – avant que l'emploi rebondisse plus tard durant le second trimestre.

Les secteurs où le chômage demeure le plus élevé sont notamment ceux de l'hébergement, de la restauration et du commerce de détail. Les travailleurs faiblement rémunérés, les femmes et les jeunes restent les plus touchés (**graphique 8**). La plus récente poussée de cas de COVID-19 retardera probablement la reprise des secteurs à forte proximité physique, ce qui prolongera la période de redressement inégal du marché du travail.

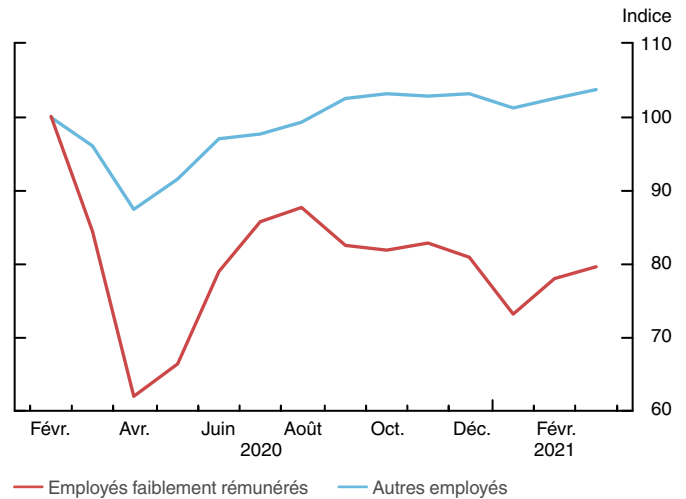
Graphique 8 : Les effets sur l'emploi demeurent inégaux

Données mensuelles

a. Emploi par âge et sexe, base 100 de l'indice : février 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 : mars 2021

Il faudrait qu'autour de 300 000 personnes supplémentaires soient embauchées rien que pour retrouver le niveau d'emploi d'avant la pandémie¹. Toutefois, étant donné la croissance démographique, ce sont plutôt environ 475 000 postes qui devraient être créés pour que le taux d'emploi revienne au niveau prépandémie. Le taux de chômage a quant à lui diminué par rapport au sommet de 13,7 % atteint en mai 2020, s'établissant à 7,5 % en mars 2021. En dépit de cette amélioration, la proportion des chômeurs qui sont sans emploi depuis 27 semaines ou plus demeure élevée, à environ 30 %. Ce fort pourcentage est particulièrement préoccupant, puisque de longues périodes de chômage ont été associées à une perte de compétences et à une plus faible participation au marché du travail.

Des indicateurs de l'enquête du printemps 2021 sur les perspectives des entreprises témoignent d'une marge de capacités excédentaires répartie inégalement entre les secteurs. Les entreprises faisant face à une forte demande ont été nombreuses à signaler des contraintes de capacité. Cependant, les réponses à l'enquête donnent à penser que les perspectives restent peu reluisantes dans des secteurs comme ceux de l'hébergement, de la restauration et des loisirs.

Si l'on examine l'économie dans son ensemble, on constate qu'une importante marge de capacités excédentaires subsiste malgré la forte croissance estimative au premier trimestre de 2021. D'après la Banque, l'écart de production s'est rétréci pour se situer entre -3,0 et -2,0 % au premier trimestre (**encadré 1**). L'incertitude entourant cette fourchette demeure élevée.

¹ Le nombre estimatif de 300 000 est fondé sur le nombre d'emplois affiché en mars 2021.

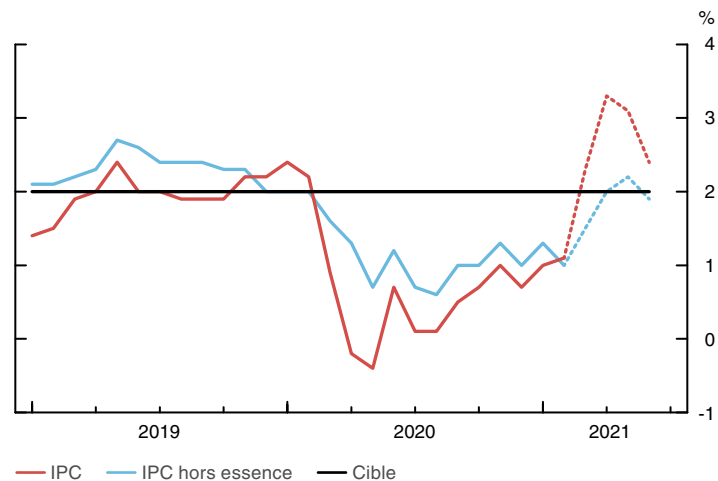
Des facteurs temporaires stimulent l'inflation mesurée par l'IPC

Au cours des prochains mois, l'inflation devrait monter temporairement autour de la limite supérieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %. Cette augmentation temporaire reflète la chute marquée des prix de certains biens et services, attribuable à la contraction soudaine de la demande au début de la pandémie. Il en résulte des effets de glissement annuel : l'inflation mesurée par l'IPC semble plus importante sur un an parce que les prix de l'essence, des véhicules automobiles et de l'hébergement des voyageurs ont baissé au début de 2020. En outre, le renchérissement du pétrole depuis décembre a fait passer les prix de l'essence au-dessus de leur niveau d'avant la pandémie (**graphique 9**). Pour formuler la politique monétaire, la Banque fait abstraction de telles variations passagères de l'inflation.

Les mesures de l'inflation fondamentale sont restées égales ou inférieures à 2 % et ont divergé depuis la première vague. Deux mesures, l'IPC-méd et l'IPC-tronq, surestiment probablement l'inflation sous-jacente, étant donné les variations de prix inhabituelles qui se sont produites depuis le début de la pandémie (**encadré 5**).

Graphique 9 : Les prix de l'essence devraient entraîner une hausse de l'inflation mesurée par l'IPC

Taux de variation sur un an, données mensuelles



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

Dernière valeur du graphique : juin 2021

Encadré 5

Divergence des mesures de l'inflation fondamentale durant la crise de la COVID-19

La pandémie influe de façon unique sur les prix et les mesures de l'inflation globale et fondamentale. Plus précisément, les effets économiques de la COVID-19 ont été très inégaux. D'importants changements se sont produits dans les habitudes de consommation et ont occasionné par le fait même des variations de prix extrêmes¹. De plus, dans les secteurs les plus touchés de l'économie, comme les services de voyage, la baisse de la demande a entraîné une chute marquée des prix. Ces secteurs continuent de montrer des signes d'une marge de capacités excédentaires considérable. En contraste, une hausse prononcée des prix a été observée pour certaines composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) en raison de la vigueur relative de la demande dans le contexte de l'offre limitée.

Compte tenu des changements particuliers de l'offre et de la demande ainsi que des mouvements de prix provoqués par la pandémie et les mesures de confinement, d'autres mesures de l'inflation fondamentale peuvent fournir des indications additionnelles précieuses sur l'évaluation de l'inflation sous-jacente².

L'IPC-moyenne tronquée et l'IPC-médiane pondérée

L'IPC-moyenne tronquée (IPC-tronq) et l'IPC-médiane pondérée (IPC-méd) font abstraction des variations de prix extrêmes pouvant être causées par des facteurs propres à certaines composantes. De fait, l'IPC-tronq exclut les composantes dont les variations de prix se situent dans les quintiles inférieur et supérieur de la distribution au cours d'un mois donné. Pour sa part, l'IPC-méd écarte toutes les variations de prix mensuelles, à l'exception de celles de la composante située au point médian de la distribution. En temps normal, ce tri permet d'avoir une meilleure idée des pressions inflationnistes globales en atténuant l'effet des grandes variations de prix de différentes composantes.

Ces mesures n'ont pratiquement pas changé depuis que la crise de la COVID-19 a éclaté (**graphique 5-A**, figure de gauche). Au début de la pandémie, l'IPC-méd

et l'IPC-tronq avaient tous deux exclu les composantes qui affichaient des chutes prononcées et soudaines de prix, lesquelles se sont fait sentir dans les secteurs de l'économie les plus durement frappés. Ce faisant, les mesures avaient accordé une plus grande importance aux composantes qui n'avaient subi aucune répercussion (comme l'impôt foncier). Toutefois, lorsque les prix des composantes fortement touchées ont arrêté de chuter et ont commencé à se redresser graduellement, l'IPC-méd et l'IPC-tronq ont été portées à tenir compte de ces hausses, ce qui a créé une asymétrie. Leur composition étant fondée sur les variations mensuelles des prix, ces mesures ignorent le fait que les hausses de prix partaient de niveaux particulièrement bas. En conséquence, l'IPC-méd et l'IPC-tronq ont probablement surestimé l'inflation sous-jacente.

L'IPC-composante commune

L'IPC-composante commune (IPC-comm) suit les mouvements communs des prix parmi les différentes catégories du panier de l'IPC. Ces mouvements indiquent les fluctuations de la demande globale. Les pondérations sont estimées au moyen d'une méthode statistique appelée « modèle d'analyse factorielle », qui sert à détecter ces variations communes. Ainsi, les variations de prix idiosyncratiques sont réparties également.

En raison de la manière dont il est conçu, l'IPC-comm tend à rendre compte de la marge globale de capacités excédentaires au sein de l'économie lorsque les habitudes de consommation ne changent pas de façon considérable. Étant donné que les pondérations s'ajustent très lentement au fil du temps, l'IPC-comm traite les variations de prix de manière symétrique, à la baisse comme à la hausse.

De plus, l'IPC-comm est plus sensible aux effets de glissement annuel que les deux autres mesures privilégiées puisqu'il est calculé à partir des variations de prix sur un an. Notamment, le recul marqué des prix de l'électricité, des vêtements et des chaussures a représenté environ les trois quarts de la baisse de l'IPC-comm entre février et avril 2020. Un an plus tard, les effets de glissement annuel agissent en sens opposé et devraient ajouter environ 0,2 point de pourcentage à la remontée de l'IPC-comm de février à avril 2021.

(suite à la page suivante)

1 Pour en savoir plus, voir l'encadré 2 du [Rapport sur la politique monétaire de juillet 2020](#).

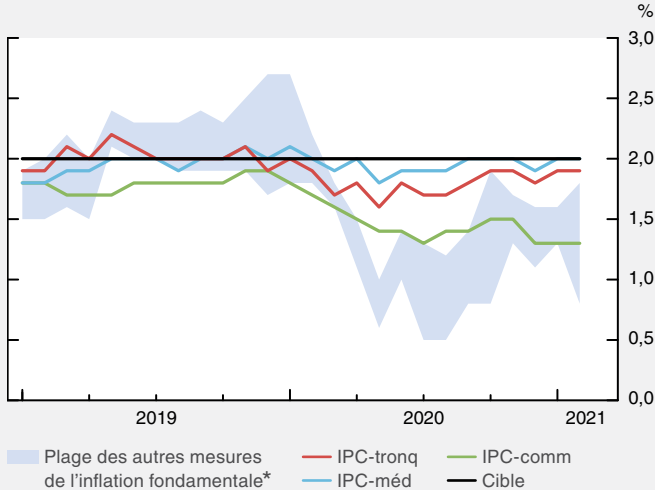
2 Les autres mesures de l'inflation fondamentale examinées sont tirées des analyses de M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2015), *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada*, document d'analyse du personnel n° 2015-12, Banque du Canada, et de H. Lao et C. Steyn (2019), *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation in Canada: An Update*, document d'analyse du personnel n° 2019-9, Banque du Canada.

Encadré 5 (suite)

Graphique 5-A : Les mesures de l'inflation fondamentale ont divergé

Taux de variation sur un an, données mensuelles

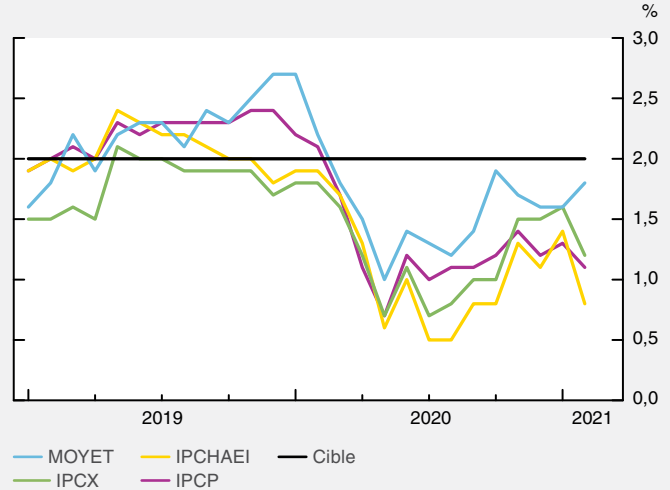
a. IPC-tronq, IPC-comm et IPC-méd



* IPCX, IPCHAEI, IPCP, MOYET

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

b. Autres mesures de l'inflation fondamentale



Dernière observation : février 2021

Un ensemble élargi de mesures de l'inflation fondamentale

Les autres mesures de l'inflation fondamentale suppriment ou réduisent l'incidence de certaines composantes relativement volatiles, mais le font chacune d'une façon différente.

L'IPCX et l'IPCHAEI excluent tous deux un ensemble fixe de composantes qui ont été volatiles par le passé, comme l'alimentation et l'énergie dans le cas de l'IPCHAEI, ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. D'autres pays évaluent couramment l'inflation sous-jacente en utilisant des mesures semblables à exclusion de composantes. L'IPCP inclut toutes les composantes, mais attribue une pondération plus faible à celles qui ont été plus volatiles auparavant. Les pondérations de ces trois mesures sont fixées pour deux ans.

La mesure MOYET n'a pas de pondérations fixes³. Elle fait cependant abstraction des grandes variations de prix sur un an au lieu de celles désaisonnalisées sur un mois, ce qui devrait la rendre moins sensible aux effets de glissement annuel.

Toutes ces mesures se sont fortement repliées au début de la pandémie et sont demeurées en général assez basses (**graphique 5-A**, figure de droite). Contrairement

à l'IPC-tronq et l'IPC-méd, cet ensemble de mesures de l'inflation fondamentale n'est pas sujet au biais potentiel à la hausse associé à l'exclusion des baisses fortes et rapides des prix et à l'inclusion des augmentations plus faibles et plus graduelles des prix. Présentement, ces mesures se situent dans une large fourchette allant de 0,8 à 1,8 %, près de l'IPC-comm.

³ La mesure MOYET ne tient pas compte des prix dont le taux de variation sur un an se situe à 1,5 écart-type au-dessus ou au-dessous de l'inflation globale.

Les gains de productivité ont un effet positif sur la production potentielle

La Banque revient à son calendrier habituel et fournit, dans ce rapport, son évaluation annuelle de la production potentielle (**annexe 1**). Le profil de croissance de la production potentielle est plus favorable qu'on ne le prévoyait en octobre 2020, en raison de l'amélioration des perspectives économiques et de la résilience plus forte qu'escompté de l'activité. Malgré cette réévaluation à la hausse, la production potentielle reste inférieure aux niveaux estimés avant la pandémie.

La Banque s'attend à ce que la croissance de la production potentielle se raffermisse au cours de la période de projection. La reprise robuste et continue des investissements devrait renforcer la croissance de la productivité tendancielle du travail. Parallèlement, la croissance du facteur travail tendanciel devrait être à peu près stable, le vieillissement de la population et les séquelles de la pandémie sur le marché du travail contrebalançant les gains attribuables à l'immigration.

La pandémie et les changements structurels qui en résultent devraient avoir des effets durables sur la production potentielle et le PIB. Ces changements comprennent une expansion des investissements dans les technologies numériques, comme le révèlent les résultats de l'enquête du printemps 2021 sur les perspectives des entreprises, ainsi que le passage au télétravail et au magasinage en ligne.

Il est impossible d'évaluer les effets de ces changements et leur persistance avec précision. La forte croissance sur un an de la productivité du travail, qui s'est établie à 4 % au quatrième trimestre de 2020, pourrait témoigner notamment de gains de productivité réels et permanents découlant de l'adoption de nouvelles technologies par les entreprises ou de l'amélioration de leur façon de travailler. Toutefois, étant donné que les pertes d'emplois se sont concentrées dans les occupations faiblement rémunérées et à faible productivité, un effet de composition a temporairement accru la croissance mesurée de la productivité.

Le fort rebond de l'économie en 2021 devrait être suivi d'une croissance modérée

Après une nette reprise soutenue par la consommation en 2021, la croissance devrait se modérer en 2022 et 2023 et devenir de plus en plus généralisée et autosuffisante. Selon les projections de la Banque, l'activité économique sera alimentée par la forte demande étrangère, les prix relativement élevés des produits de base, le regain de confiance et les politiques budgétaire et monétaire.

Le moment de la reprise diffère selon les composantes de la demande. Le logement et les dépenses publiques ont déjà dépassé les niveaux enregistrés avant la pandémie, et la croissance de ces composantes devrait ralentir. En revanche, la consommation, les investissements et les exportations n'ont pas encore atteint leur niveau prépandémie et leur croissance devrait d'abord se renforcer, avant de ralentir plus tard dans la période de projection.

Les dépenses des ménages devraient soutenir la reprise

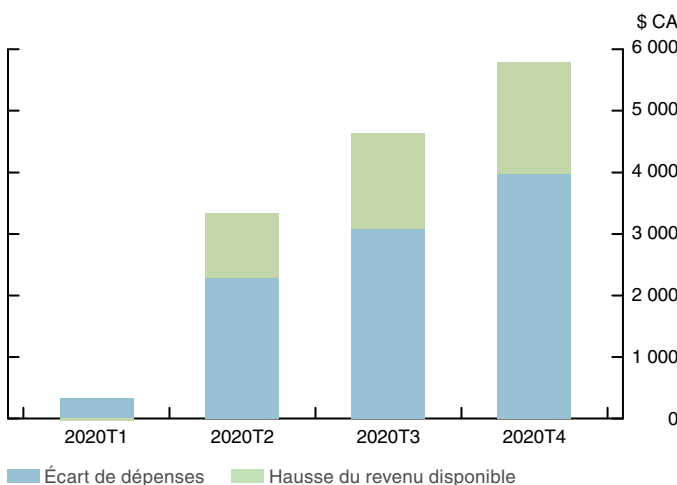
On s'attend à ce que la consommation rebondisse au deuxième semestre de 2021, lorsque les dépenses pour des services à forte proximité physique augmenteront. La croissance des dépenses de consommation devrait rester vigoureuse durant la période de projection. Les dépenses prévues sont soutenues par le regain de confiance des consommateurs, le revenu disponible relativement élevé et les bas taux d'intérêt. Le revenu disponible devrait dépendre de moins en moins des prestations gouvernementales à mesure que le revenu du travail et l'emploi continueront de se raffermir.

En moyenne, les ménages canadiens ont accumulé beaucoup plus d'épargne que d'habitude durant la pandémie (**graphique 10**). La Banque continue de supposer qu'ils décideront de ne pas dépenser ces économies pour acheter des biens et des services, et qu'ils les utiliseront plutôt pour réduire leur dette, acheter un logement ou investir. Une demande accrue d'épargne de précaution devrait en outre persister quelque temps. Le taux d'épargne devrait donc diminuer progressivement et rester légèrement supérieur à son niveau d'avant la pandémie jusqu'à la fin de la période de projection (**graphique 11**). Un rebond plus prononcé des dépenses de consommation et un taux d'épargne plus bas constituent un risque à la hausse pour les perspectives.

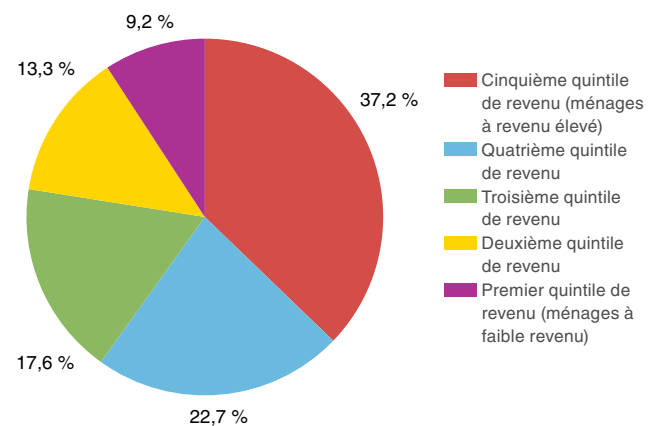
L'ajustement prolongé du marché du travail est un des facteurs qui pourraient inciter certains consommateurs à la prudence et soutenir notamment la demande d'épargne de précaution. Il faudra peut-être beaucoup de temps à certaines entreprises des secteurs durement touchés pour se redresser et réembaucher des travailleurs. En fait, les effectifs dans certains secteurs ne retourneront peut-être jamais à leur niveau d'avant la pandémie. Les travailleurs pourraient devoir se trouver un emploi dans d'autres secteurs, ce qui pourrait prendre un certain temps et exiger l'acquisition d'autres compétences.

Graphique 10 : Les Canadiens ont accumulé en moyenne un surplus d'épargne de 5 800 \$ en 2020

a. Surplus d'épargne par habitant, désaisonnalisé*



b. Proportion de l'épargne accumulée par quintile de revenu en 2020†



* Les écarts de dépenses et les hausses du revenu disponible représentent des écarts par rapport aux tendances linéaires calculées pour la période de 2016 à 2019. Le graphique montre l'accumulation de l'épargne trimestre par trimestre en 2020. La barre du quatrième trimestre montre le total pour 2020.

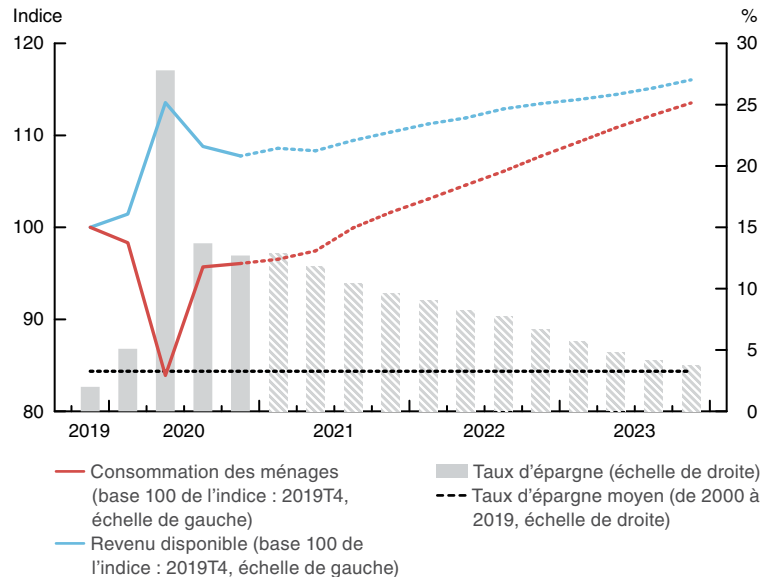
† Le surplus d'épargne par quintile de revenu est calculé au moyen de simulations. Pour de plus amples renseignements, voir l'étude de J. MacGee, T. M. Pugh et K. See (2020), *The Heterogeneous Effects of COVID-19 on Canadian Household Consumption, Debt and Savings*, document de travail du personnel n° 2020-51, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2020T4 (surplus d'épargne par habitant)

Graphique 11 : Le taux d'épargne devrait diminuer progressivement

Valeur nominale, données trimestrielles



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

Le niveau d'activité dans le secteur du logement devrait reculer quelque peu, mais demeurer nettement plus élevé qu'avant la pandémie durant la période de projection. La préférence des acheteurs pour les logements plus spacieux continuera vraisemblablement d'influencer le marché du logement après la pandémie, vu l'augmentation permanente attendue du télétravail. Des niveaux plus élevés d'immigration devraient en outre contribuer à une forte croissance démographique plus tard dans la période de projection. Stimulées par ces sources de demande, la construction résidentielle et les dépenses de rénovation devraient être élevées. Les très hauts niveaux de vente de logements devraient par contre se modérer. Cela est attribuable en partie au fait que certains acheteurs pourraient avoir avancé leur achat pour profiter des bas taux hypothécaires, en particulier parce qu'ils s'attendent à des hausses de prix².

² Les résultats de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du premier trimestre de 2021 indiquent que les attentes relatives à la croissance des prix des logements ont continué à monter dans tout le pays.

La demande étrangère devrait contribuer à une reprise solide des exportations

On prévoit qu'une forte reprise aux États-Unis soutiendra une croissance robuste des exportations (**graphique 12**). Les exportations de biens devraient se raffermir compte tenu de l'amélioration de la demande mondiale et des prix plus élevés d'un large éventail de produits de base. Ces effets positifs dépasseront sans doute largement les incidences négatives de l'appréciation récente du dollar canadien. La relance vigoureuse de la production industrielle américaine devrait stimuler la demande d'exportations canadiennes de machines et de matériel, ainsi que de produits de base non énergétiques. Parallèlement, les exportations de véhicules automobiles resteront probablement inférieures aux niveaux d'avant la pandémie, en raison surtout des réductions annoncées des mandats de production.

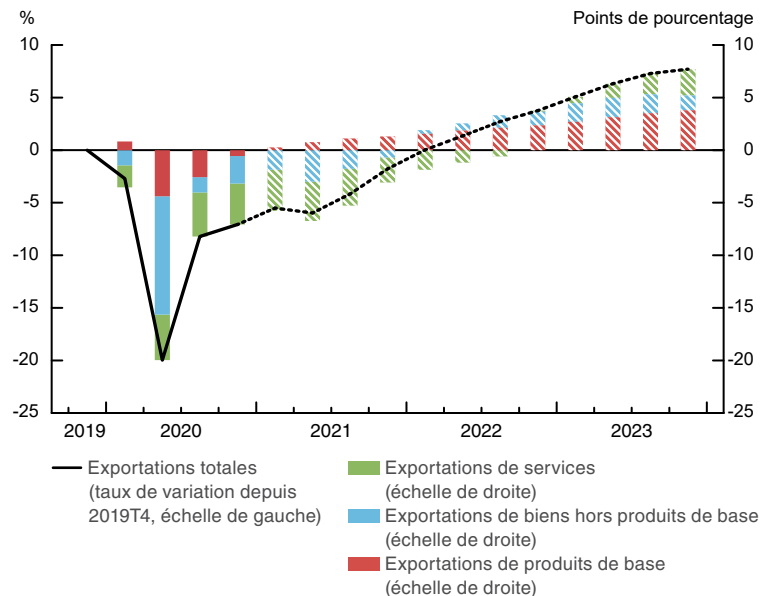
Les exportations de services, dont le niveau est faible, devraient rebondir à mesure que seront assouplies les restrictions de voyage. Des résultats d'enquêtes indiquent toutefois que la reprise sera longue pour certains services, comme les voyages d'affaires³. Les entreprises pourraient réduire leurs budgets de déplacements et privilégier davantage les téléconférences et une réduction de leur empreinte carbone.

Les niveaux actuels des prix du pétrole et la solide demande de pétrole brut canadien par des raffineries américaines devraient soutenir une croissance modérée des exportations d'énergie. La Banque s'attend à ce que les exportations de pétrole brut par train soient plus fréquentes à court terme, jusqu'à l'augmentation des capacités pipelinières à la fin de 2021.

Les importations devraient croître en phase avec la forte demande intérieure.

Graphique 12 : La demande étrangère entraîne une reprise solide des exportations

Contribution à l'écart entre les exportations totales réelles et leur niveau du quatrième trimestre de 2019, en points de pourcentage, données trimestrielles



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

³ Par exemple, 61 % des répondants à la plus récente enquête du Conference Board du Canada auprès de dirigeants d'entreprises (février 2021) s'attendent à ce que leurs voyages d'affaires restent indéfiniment inférieurs à leur niveau d'avant la pandémie.

Les investissements des entreprises devraient augmenter

La croissance des investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier devrait se redresser en 2021, à mesure que la demande intérieure et étrangère augmente et que les pressions sur la capacité montent (**graphique 13**). Les résultats de l'enquête du printemps 2021 sur les perspectives des entreprises ont révélé que le quart des répondants reprennent les projets d'investissement qu'ils avaient amorcés ou mis de côté, y compris les dépenses consacrées à l'automatisation et à la numérisation. La mise en place plus rapide du commerce électronique devrait favoriser une hausse des investissements en machines et en matériel, ainsi que dans les entrepôts et structures connexes.

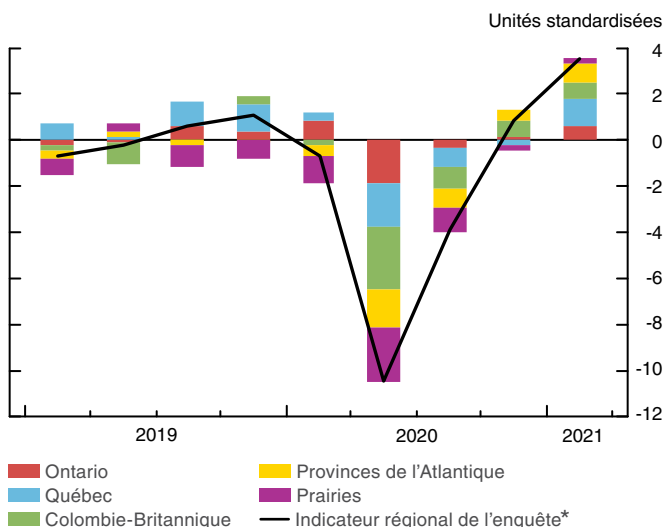
Toutefois, la reprise des investissements des entreprises sera probablement inégale. Le télétravail et les achats en ligne étant plus répandus, la demande de locaux pour des bureaux et des commerces de détail pourrait diminuer.

Portés par la hausse récente des prix du pétrole et du gaz naturel, les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient se raffermir. Aux prix actuels, la plupart des projets pétroliers existants couvrent les dépenses d'exploitation et de transport des entreprises qui les pilotent. Cependant, la volonté de réduire l'effet de levier, l'incertitude entourant l'évolution des prix et l'attention accrue portée aux changements climatiques continueront d'être un défi pour le secteur. Les investissements dans le secteur devraient donc se maintenir en deçà de leur niveau d'avant la pandémie durant la période de projection.

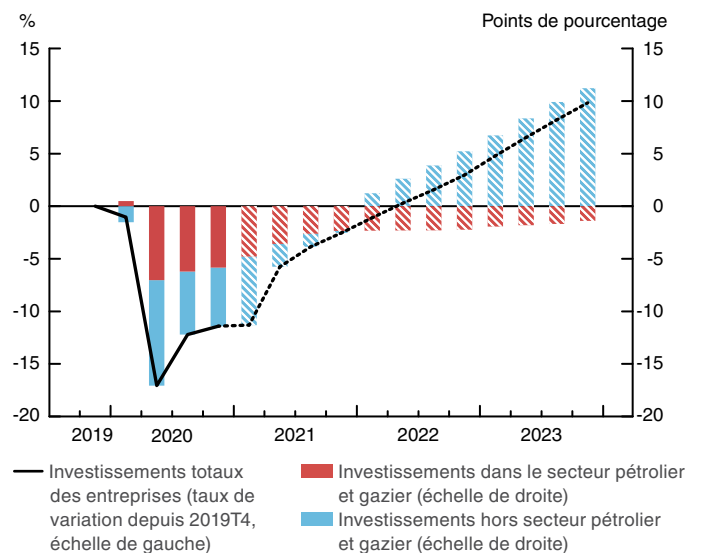
Graphique 13 : La confiance des entreprises s'est encore renforcée et les investissements devraient se raffermir

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 : 2021T1
(enquête sur les perspectives des entreprises)

On prévoit que les investissements en stocks augmenteront et contribueront environ 1 point de pourcentage à la croissance du PIB réel en 2021. Les détaillants devraient continuer à reconstituer leurs faibles stocks à la suite du déstockage sans précédent qui s'est produit en 2020.

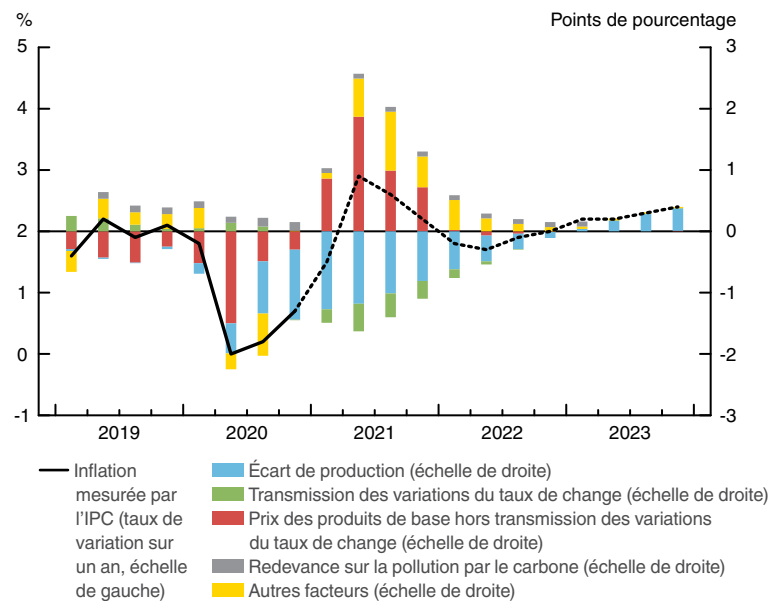
Les capacités excédentaires de l'économie pèseront sur l'inflation en 2021 et 2022

Après être montée autour de 3 %, le haut de la fourchette de maîtrise de l'inflation, l'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser pour se rapprocher de 2 % au cours du deuxième semestre de 2021. Cette baisse témoigne pour l'essentiel de la diminution des effets de glissement annuel attribuables aux prix de l'essence.

La Banque s'attend à ce que l'inflation recule davantage durant la première moitié de 2022. Ce recul s'explique par le fait que les prix des produits de base n'exercent plus de pressions à la hausse, alors que les capacités excédentaires continuent de peser sur l'inflation. L'inflation devrait avoisiner 2 % au second semestre de 2022 quand les capacités excédentaires se résorberont, mais une grande incertitude entoure le moment où cela se produira (**graphique 14**).

Graphique 14 : Les capacités excédentaires dans l'économie devraient peser sur l'inflation en 2021 et 2022

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.

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

L'incertitude qui pèse sur les perspectives d'inflation est plus élevée que d'habitude. C'est notamment parce que le virus et les confinements ont touché de manière différente les divers secteurs, entreprises et groupes de travailleurs, ce qui laisse planer un rare degré d'incertitude sur la marge actuelle de capacités excédentaires au sein de l'économie. Comme nous l'avons dit plus tôt, il est très difficile d'estimer quand l'écart de production se résorbera. De plus, la concentration des pertes d'emplois dans des secteurs où les perspectives de réaffectation hors secteur sont généralement faibles pourrait signifier que les ressources inutilisées sur le marché du travail seront absorbées plus lentement que d'ordinaire, ce qui est susceptible d'exercer des pressions à la baisse continues sur l'inflation.

Cette 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 du printemps 2021 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. Comparativement à l'enquête précédente, davantage de répondants pensent que l'inflation sera dans la moitié supérieure de cette fourchette. L'opinion des entreprises montre qu'elles anticipent une forte demande, soutenue par les mesures budgétaires et monétaires ainsi que par les futurs allègements des restrictions. Comme les années passées, les répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du premier trimestre de 2021 s'attendent pour la plupart à ce que l'inflation se situe à l'intérieur ou légèrement au-dessus de la fourchette cible de 1 à 3 % pendant les deux années à venir. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier 2021 font état d'attentes d'inflation à long terme s'établissant en moyenne à 2 % jusqu'en 2031.

Évolution du bilan de la Banque

Depuis mars 2020, la Banque se sert d'outils de bilan pour fournir des liquidités exceptionnelles et accroître la détente monétaire au sein de l'économie canadienne. Au début de la pandémie, les programmes et facilités qu'elle a mis en place visaient principalement à rétablir le bon fonctionnement des marchés et à renforcer la liquidité de financement afin de maintenir l'accès au crédit⁴. Initialement, les achats effectués par l'intermédiaire du Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada étaient destinés à réduire les tensions sur ce marché. Ces achats ont aussi accru l'efficacité d'autres mesures prises par la Banque.

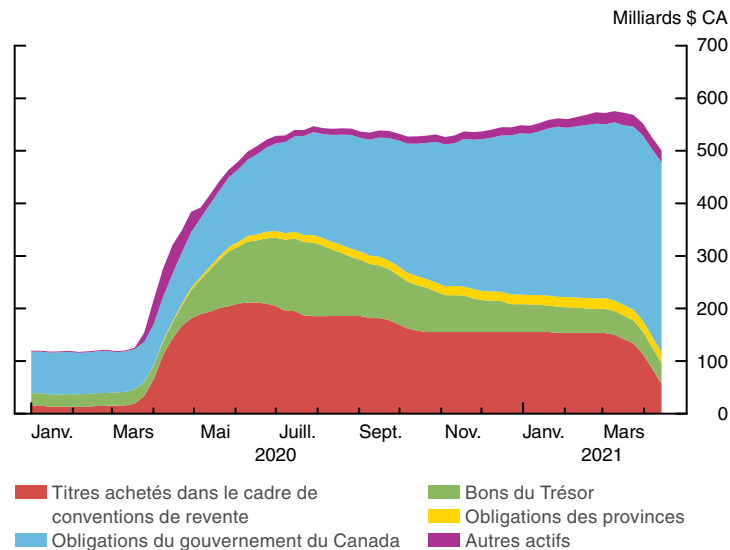
À mesure que les conditions de liquidité s'amélioraient sur le marché des obligations du gouvernement du Canada, la détente monétaire est devenue le principal objectif des achats d'obligations. Le stock cumulatif de titres acquis dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif, ainsi que le flux et la composition des achats, continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'emprunt, ce qui favorise l'activité économique. De plus, l'assouplissement quantitatif opéré renforce la détente monétaire qui découle des indications prospectives de la Banque, laquelle s'est engagée à maintenir le taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à ce que les capacités excédentaires de l'économie se résorbent, pour que la cible d'inflation soit atteinte de manière durable.

L'évolution de la taille et de la composition du bilan de la Banque reflète ce changement d'objectif du programme d'achats d'obligations du gouvernement du Canada, qui est passé du bon fonctionnement des marchés à l'accroissement de la détente monétaire (**graphique 15**). Les facilités de liquidité et autres programmes d'achat d'actifs ont restauré le fonctionnement des marchés et ont été progressivement éliminés depuis octobre. En conséquence, la valeur totale de l'actif du bilan de la Banque devrait baisser d'ici la fin d'avril et s'établir à environ 475 milliards de dollars, comparativement à 575 milliards de dollars en février. Ce recul s'explique surtout par l'arrivée à échéance de plus de 140 milliards de dollars d'actifs à court terme, dont environ 120 milliards de dollars sous forme d'opérations élargies de prise en pension à plus d'un jour. Parallèlement à la réduction de la valeur totale de l'actif, le niveau des soldes de règlement a aussi baissé : il devrait passer de presque 400 milliards de dollars au début mars à environ 290 milliards de dollars d'ici la fin d'avril. Récemment, la Banque a annoncé que les derniers programmes qui étaient destinés à appuyer le

4 Pour des précisions sur les différents programmes, voir *COVID-19 : Mesures visant à soutenir l'économie et le système financier*.

Graphique 15 : La composition du stock total de titres détenus par la Banque a changé

Actif total de la Banque du Canada*, données hebdomadaires



* 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](#).

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 14 avril 2021

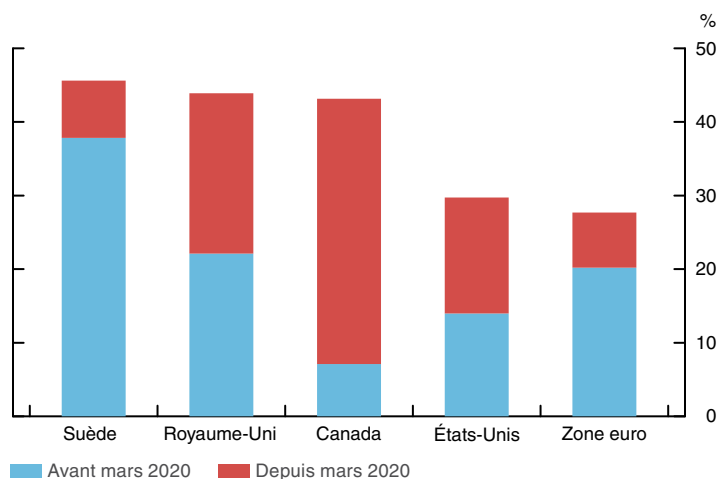
fonctionnement des marchés prendront fin aux dates prévues, en avril et en mai. L'institution suspendra également ses opérations de prise en pension à plus d'un jour, ce qui limitera encore plus la croissance de son bilan⁵.

Comme la reprise en cours nécessite toujours des mesures exceptionnelles de détente monétaire, la Banque maintient ses achats d'obligations dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif. Les obligations du gouvernement du Canada constituent actuellement l'actif le plus important inscrit au bilan de la Banque. En effet, elles représentent plus de 70 % de l'actif total, comparativement à 55 % en janvier. Qui plus est, la proportion de l'encours total de ces titres détenus par l'institution a augmenté et s'élève maintenant à environ 42 %. Depuis mars 2020, la Banque a acheté plus de 35 % de l'encours total des obligations d'État, soit un pourcentage plus élevé que d'autres banques centrales (**graphique 16**). Le degré de détente monétaire qu'elle a procuré est donc important, compte tenu de la taille du marché obligataire et de l'économie du pays.

5 Voir T. Gravelle (2021), *Apaiser les tensions sur les marchés : le rôle du bilan de la Banque du Canada*, discours prononcé par vidéoconférence devant l'Association CFA Toronto, 23 mars.

Graphique 16 : Les obligations d'État détenues par la Banque ont fortement augmenté par rapport à celles d'autres banques centrales

Obligations d'État détenues en proportion de l'encours total d'obligations d'État



Nota : Tous les achats d'obligations d'État à rendement nominal comprennent les achats effectués lors des adjudications sur les marchés primaires pour la gestion du bilan. Les données les plus récentes de la zone euro remontent à mars 2021. Les données relatives à la Banque de Suède et à la zone euro peuvent également comprendre les achats de titres indexés sur l'inflation. Les données les plus récentes sur l'encours sont en date de février 2021, sauf celles de la zone euro, qui sont en date du troisième trimestre de 2020.

Sources : Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne, Banque de Suède, Bloomberg, Réserve fédérale des États-Unis et Banque du Canada

Dernière observation : voir la note

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'incertitude entourant la projection demeure anormalement élevée. La projection reste considérablement tributaire de l'évolution de la pandémie, principalement des campagnes de vaccination et de la progression des variants du coronavirus.

Plusieurs risques décrits dans les rapports précédents se sont matérialisés. Plus précisément, le délai pour atteindre l'immunité collective aux États-Unis s'est écourté, le taux de vaccination au Canada a augmenté, et des données canadiennes solides au premier trimestre indiquent une meilleure résilience de l'économie aux mesures de confinement. De plus, l'administration américaine a approuvé d'importantes mesures de relance budgétaire. Toutefois, une troisième vague de contaminations au Canada a amené les autorités provinciales à imposer à nouveau des confinements.

Les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs risques, tant à la hausse qu'à la baisse. La Banque présente un ensemble de risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont considérés comme les plus importants parmi tous ceux pris en compte dans le scénario de référence. La Banque juge que ceux-ci sont relativement équilibrés.

1) Une troisième vague plus grave et une pandémie plus persistante (↓)

Depuis janvier, certains risques à la hausse liés à la capacité de limiter les répercussions de la pandémie se sont réalisés et sont désormais intégrés dans le scénario de référence. Par conséquent, les risques associés à la pandémie sont désormais orientés à la baisse. La propagation de variants plus contagieux pourrait être plus grave qu'escompté, conduisant les autorités à imposer des mesures de confinement plus strictes et prolongées. De plus, les vaccins pourraient être moins efficaces que prévu pour enrayer la pandémie. Il faudra peut-être aussi plus de temps pour atteindre l'immunité collective. Une troisième vague plus grave ou une pandémie plus persistante entraîneraient une faiblesse accrue de la production et de l'emploi, ainsi que d'autres répercussions néfastes et persistantes sur la confiance. Si la période de faible activité économique se prolonge, certains risques qui se sont atténués au fil du temps, tels que les séquelles sur le marché du travail et les pressions financières sur les entreprises, pourraient ressurgir.

2) 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 par une réduction des possibilités de dépenses et une augmentation de l'épargne de précaution. Les ménages pourraient dépenser une partie de cette épargne accumulée dans des biens et services au lieu de l'utiliser pour rembourser leurs dettes ou investir dans des actifs financiers. Ils pourraient aussi revenir plus rapidement à leur taux d'épargne d'avant la pandémie. Dans un cas comme dans l'autre, la consommation et l'investissement résidentiel seraient plus soutenus, ce qui alimenterait les pressions inflationnistes⁶.

3) Croissance plus soutenue aux États-Unis (↑)

La croissance de l'économie américaine pourrait être sensiblement plus forte si la population dépense une partie du surplus d'épargne accumulé durant la pandémie. En outre, de nouvelles mesures de relance budgétaire pourraient être instaurées, notamment dans le cadre du plan américain pour l'emploi.

4) Pressions sur les coûts plus persistantes (↑)

Les entreprises sont confrontées à une hausse des coûts, dont ceux des matières premières nécessaires à la fabrication de leurs produits. Des pénuries possibles de main d'œuvre dans certains secteurs et professions pourraient aussi jouer un rôle. Un autre facteur possible d'augmentation des coûts réside dans les ajustements que les entreprises pourraient apporter à leurs chaînes d'approvisionnement et à leurs processus de production pour composer avec les effets de la pandémie. Dans un contexte de forte demande, les entreprises pourraient constater qu'elles sont plus à même d'augmenter les prix pour répercuter la hausse des dépenses sur les consommateurs ou reconstituer leurs marges.

5) Production potentielle plus élevée au Canada (↓)

Le profil de croissance de la production potentielle au Canada est plus favorable que celui présenté dans le *Rapport* d'octobre 2020. Toutefois, en raison de la nature du choc et de l'incertitude élevée, la production potentielle pourrait être encore plus élevée qu'escompté. La forte croissance de la productivité en 2020 pourrait indiquer que l'accélération de l'automatisation et de la numérisation a joué un rôle plus important que prévu, ce qui implique une hausse de la productivité tendancielle au cours des derniers trimestres et durant la période de projection. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la production potentielle atténue les pressions inflationnistes dans l'économie.

6) Recul des exportations (↓)

Les exportations canadiennes pourraient être plus faibles que dans le scénario de référence. Le dollar canadien a atteint son niveau le plus élevé depuis le début de 2018. La baisse de compétitivité associée à l'appréciation du dollar canadien pourrait peser davantage sur les exportations du pays. Parallèlement, les dispositions américaines privilégiant les achats intérieurs (« Buy American ») pourraient empêcher les exportateurs canadiens de profiter de la forte demande aux États-Unis.

⁶ Pour une analyse détaillée de ce risque, voir L. Schembri (2021), *COVID-19, épargne et dépenses des ménages*, discours prononcé par vidéoconférence devant Restaurants Canada, Toronto, 11 mars.

Annexe 1 : La production potentielle

Les estimations de la Banque concernant la production potentielle au Canada et dans le monde ont été révisées à la hausse par rapport à celles présentées dans le *Rapport* d'octobre 2020 (**tableau A1-1** et **tableau A1-2**). Malgré ces importantes révisions positives, le niveau projeté de la production potentielle demeure inférieur aux niveaux estimés par le personnel de la Banque avant la pandémie. D'ici 2023, la Banque s'attend à ce que le niveau de la production potentielle au pays soit environ 1 % en deçà de l'estimation faite avant la pandémie⁷.

La croissance de la production potentielle mondiale devrait s'accélérer

La pandémie de COVID-19 a entraîné un net ralentissement de la croissance de la production potentielle en 2020, partout dans le monde (**tableau A1-1**). Toutefois, la Banque s'attend à ce que la croissance de la production potentielle mondiale se redresse pour passer de 2,3 % en 2020 à 3,0 % en 2022 et en 2023, à mesure que s'estomperont les effets perturbateurs de la pandémie⁸.

L'amélioration de la croissance tendancielle de la productivité totale des facteurs dans l'ensemble des régions explique une bonne partie de ce redressement. Les effets modérateurs exercés par les protocoles de distanciation physique devraient se dissiper. En outre, la pandémie a accéléré la réaffectation de la main-d'œuvre et des capitaux vers des entreprises plus productives et favorisé l'adoption plus rapide de technologies numériques. La Banque s'attend aussi à ce que la croissance du facteur travail tendanciel augmente, surtout dans les économies avancées. Par contre, les vents contraires existants liés au vieillissement de la population dans la plupart des régions devraient continuer à peser sur la croissance de la production potentielle pendant la période de projection.

⁷ Pour obtenir l'estimation pré-pandémie du niveau de 2023, on prolonge de deux ans (à 2022 et à 2023) la projection de janvier 2020 de la production potentielle et on utilise l'estimation de la croissance potentielle pour 2021 fournie dans le *Rapport* de janvier 2020.

⁸ Pour plus de précisions, voir T. Carter, X. S. Chen, A. Jaffery, C. Hajzler, J. Lachaine, P. Shannon, S. Sarker, G. Westwood et B. Yan (2021), *Évaluation de la croissance de la production potentielle mondiale et du taux neutre aux États-Unis : avril 2021*, note analytique du personnel n° 2021-5, Banque du Canada.

Tableau A1-1 : Croissance projetée de la production potentielle

	Croissance projetée* (en pourcentage)				
	2019	2020	2021	2022	2023
Canada					
<i>Exclusion faite des effets temporaires de la pandémie</i>	1,9 (1,8)	1,4 (0,7)	1,5 (0,9)	1,3 (1,1)	2,0
<i>Incluant les effets temporaires de la pandémie</i>	1,9 (1,8)	-1,1 (-1,7)	3,7 (3,0)	1,6 (1,5)	2,0
Monde	3,2 (3,3)	2,3 (2,1)	2,7 (2,4)	3,0 (2,7)	3,0
États-Unis	1,8 (1,8)	1,2 (1,1)	1,3 (1,1)	1,8 (1,5)	1,8
Zone euro	1,4 (1,4)	0,9 (0,8)	1,1 (1,0)	1,2 (1,1)	1,1
Japon	1,0 (0,9)	0,5 (0,4)	0,6 (0,6)	0,7 (0,6)	0,7
Chine	6,2 (6,1)	5,5 (5,1)	5,5 (5,3)	5,4 (5,3)	5,4
Pays émergents importateurs de pétrole†	4,0 (4,1)	2,5 (2,3)	3,2 (2,9)	3,8 (3,4)	3,8
Autres pays‡	1,9 (1,8)	1,3 (0,9)	1,5 (1,3)	1,8 (1,5)	1,9

* Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2020 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

Par rapport à l'évaluation d'octobre 2020, la croissance de la production potentielle a été révisée à la hausse dans toutes les régions. Cette révision tient surtout aux répercussions favorables de la vaccination sur l'économie mondiale. En effet, la disponibilité de vaccins et leur livraison plus rapide que prévu – notamment dans les économies avancées –, ont permis de réduire la durée estimative de la pandémie. Cela devrait se traduire par un moins grand nombre de chômeurs de longue durée et de sorties permanentes de la population active, et aussi réduire les coûts associés aux mesures de distanciation physique imposées aux entreprises. Les effets économiques défavorables de la pandémie ont également été moins graves qu'anticipé dans plusieurs régions. En particulier, les effets négatifs persistants sur le stock de capital et la productivité tendancielle sont maintenant jugés moins importants que ceux estimés dans le *Rapport* d'octobre.

Amélioration de la croissance de la productivité tendancielle du travail au Canada

Le profil de croissance de la production potentielle au Canada a également été révisé à la hausse par rapport à l'évaluation d'octobre 2020, compte tenu de l'amélioration des perspectives économiques et de la résilience plus forte que prévu de l'économie face à la pandémie (**tableau A1-2**). De 2021 à 2023, la croissance de la production potentielle est, en moyenne, de 0,5 point de pourcentage plus élevée que dans le *Rapport* d'octobre⁹.

⁹ Pour en savoir plus, voir D. Brouillette, G. Faucher, M. Kuncel, A. McWhirter et Y. Park (2021), *Production potentielle et taux neutre au Canada : mise à jour de 2021*, note analytique du personnel n° 2021-6, Banque du Canada.

Tableau A1-2 : Croissance projetée de la production potentielle sans les effets des restrictions dues à la pandémie
Taux de variation sur un an*†

	Croissance de la production potentielle	Facteur travail tendanciel	Productivité tendancielle du travail	Fourchette de la croissance de la production potentielle
2010-2018	1,8 (1,8)	0,9 (0,9)	0,9 (0,9)	
2019	1,9 (1,8)	1,3 (1,2)	0,6 (0,6)	1,6-2,2
2020	1,4 (0,7)	0,8 (1,1)	0,6 (-0,3)	0,8-2,0
2021	1,5 (0,9)	0,4 (0,7)	1,1 (0,1)	0,8-2,2
2022	1,3 (1,1)	0,7 (0,7)	0,7 (0,5)	0,4-2,2
2023	2,0 (1,2)	0,7 (0,6)	1,3 (0,6)	1,0-3,0
2024	2,2	0,7	1,4	1,2-3,2

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'octobre 2020 du *Rapport sur la politique monétaire*.

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

Cette révision s'explique principalement par un profil d'investissement plus favorable, qui a stimulé la croissance de la productivité tendancielle du travail pendant la période de projection. Les niveaux d'investissement des entreprises devraient être supérieurs à ceux auxquels la Banque s'attendait en octobre, à la faveur d'une diminution de l'incertitude et d'un renforcement attendu de la demande une fois la pandémie terminée. Les investissements publics en capital sont également révisés à la hausse pour tenir compte des dépenses publiques plus élevées et des révisions positives apportées aux données historiques.

La Banque ne postule plus que la productivité totale des facteurs sera affectée par la pandémie. Les conditions économiques plus favorables laissent entrevoir moins de destruction d'entreprises et de capital immatériel. En outre, l'automatisation et la numérisation, qui progressent plus rapidement depuis le début de la pandémie, stimulent la croissance de la productivité totale des facteurs. Ces effets sont valables tant pour l'année passée que pour les années à venir.

La croissance de la production potentielle devrait se redresser tout au long de la période de projection, grâce à une plus forte croissance de la productivité tendancielle du travail. En particulier, les investissements poursuivront leur remontée à un rythme soutenu.

La Banque s'attend à ce que la croissance du facteur travail tendanciel soit stable de 2022 à 2024, sous l'effet de deux forces opposées. La croissance démographique devrait augmenter après 2021, soutenue par des cibles d'immigration plus élevées et un retour prévu, en 2022, aux niveaux d'afflux de résidents non permanents observés avant la pandémie. Cependant, les séquelles sur le marché du travail et le vieillissement de la population contrebalancent les gains produits par la croissance démographique plus robuste.