



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2022





# La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

## Le ciblage de l'inflation et l'économie

- L'objectif de la politique monétaire au Canada est de favoriser le bien-être économique et financier des Canadiens. L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que la meilleure façon d'atteindre cet objectif est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. Cela permet de préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribue à la croissance soutenue de l'économie, à la création d'un marché du travail vigoureux et inclusif ainsi qu'à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2021, le gouvernement du Canada et la Banque du Canada ont renouvelé le régime flexible de ciblage de l'inflation pour une autre période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2026<sup>1</sup>.
- La cible d'inflation a été de nouveau fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %, l'inflation étant mesurée par le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC).
- Le gouvernement et la Banque ont convenu que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique et financier des Canadiens est de rester axée sur la stabilité des prix. Ils ont également convenu que la politique monétaire devrait continuer de soutenir l'atteinte du niveau d'emploi durable maximal, tout en reconnaissant que celui-ci n'est pas directement mesurable et qu'il est en grande partie déterminé par des facteurs non monétaires qui peuvent fluctuer dans le temps.
- Enfin, le gouvernement et la Banque se sont entendus sur le fait qu'étant donné la nécessité de bien ancrer les attentes d'inflation pour atteindre à la fois la stabilité des prix et le niveau d'emploi durable maximal, l'objectif central de la politique monétaire est le maintien de l'inflation à un niveau bas et stable au fil du temps.

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

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

## Les outils de politique monétaire

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

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

## Les communications

- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur l'économie et l'inflation. D'habitude, ses décisions en matière de politique monétaire sont annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.
- La Banque s'est engagée à expliquer dans quelles circonstances elle met à profit la flexibilité du régime de ciblage de l'inflation.
- Vu l'incertitude entourant le niveau d'emploi durable maximal, la Banque tiendra compte d'un large éventail d'indicateurs du marché du travail<sup>2</sup> et informera systématiquement les Canadiens de la façon dont elle aura pris en considération l'évolution de l'emploi dans ses décisions de politique.

## Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils et occasionner des fluctuations considérables de l'inflation mesurée par l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC – elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- La Banque privilégie trois mesures de l'inflation fondamentale : l'IPC-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<sup>e</sup> centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; enfin, l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

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

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

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse [banqueducanada.ca](https://banqueducanada.ca).

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

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



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire

---

Janvier 2022

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

---

# Table des matières

---

<b>Vue d'ensemble</b> .....	1
Messages clés .....	1
Encadré 1 : Principaux éléments de la projection.....	2
<b>L'économie mondiale</b> .....	4
Encadré 2 : Révisions des projections économiques depuis le Rapport d'octobre.....	5
Les conditions financières mondiales se resserrent un peu. ....	6
La forte croissance enregistrée récemment aux États-Unis devrait ralentir.....	6
La reprise devrait se poursuivre dans la zone euro sur fond de nouvelles restrictions.....	8
La faiblesse du secteur de l'immobilier pèse sur la croissance en Chine.....	8
Bas taux de vaccination et resserrement des politiques dans les pays émergents.....	8
Les prix des produits de base sont élevés et volatils .....	9
<b>L'économie canadienne</b> .....	10
Un grand dynamisme à l'approche de 2022 .....	11
Les conditions du marché du travail se sont resserrées .....	14
Les capacités excédentaires de l'économie se sont résorbées.....	15
Encadré 3 : Capacités excédentaires au quatrième trimestre de 2021 .....	16
Une inflation mesurée par l'IPC élevée.....	19
Encadré 4 : Les pressions haussières sur les prix des aliments vont persister.....	20
Une croissance forte durant la période de projection .....	22
Une reprise tirée par la consommation .....	22
La demande étrangère devrait soutenir une solide croissance des exportations.....	23
Les investissements des entreprises devraient augmenter.....	24
L'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser durant la seconde moitié de l'année .....	25
<b>Évolution du bilan de la Banque du Canada</b> .....	27
<b>Les risques entourant les perspectives d'inflation</b> .....	28

---

## Vue d'ensemble

---

La reprise économique vigoureuse s'est poursuivie au cours de la deuxième moitié de 2021 au Canada et dans le monde. Vu la croissance plus rapide que prévu et les solides gains au chapitre de l'emploi, la Banque estime que les capacités excédentaires se sont pour ainsi dire résorbées.

Le variant omicron du virus de la COVID-19 est apparu vers la fin de l'automne et a entraîné le rétablissement des mesures sanitaires ainsi qu'une prudence accrue chez les ménages. Ces conditions ralentissent temporairement l'activité économique à l'échelle planétaire. Les effets économiques du variant seront probablement limités au Canada par les taux élevés de vaccination et la capacité d'adaptation constante des entreprises et des ménages (**encadré 1**).

Les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales se sont généralisées et accentuées et ont poussé l'inflation à la hausse dans la plupart des économies avancées et émergentes. En réaction aux pressions inflationnistes, certaines banques centrales ont déjà remonté leur taux directeur, et d'autres ont manifesté leur intention de le faire.

### Messages clés

- L'économie canadienne connaissait un fort dynamisme à l'approche de 2022.
- Une panoplie de mesures et d'indicateurs laissent supposer que les capacités excédentaires se sont résorbées. Les estimations de l'écart de production vont également dans ce sens.
- Les mesures sanitaires et l'absence de nombreux travailleurs provoquées par le variant omicron freinent l'activité économique au premier trimestre de 2022, mais les conséquences sur l'économie devraient être moins graves que lors des vagues précédentes.
- Comme la pandémie et les perturbations de l'offre qu'elle engendre devraient s'atténuer, on s'attend à ce que les dépenses des consommateurs reprennent de la vigueur et que les exportations et les investissements des entreprises augmentent de façon marquée.
- Les effets des perturbations de l'offre dans le monde et au pays causent actuellement une pression à la hausse sur les prix. Les pressions inflationnistes associées à la forte demande, aux pénuries et aux prix élevés de l'énergie devraient diminuer au cours de l'année. La Banque prévoit que l'inflation reculera relativement rapidement jusqu'à environ 3 % d'ici la fin de 2022.

- À moyen terme, il est présumé que la hausse de la productivité stimulera la croissance de l'offre et que la croissance de la demande ralentira. L'inflation devrait diminuer progressivement en 2023 et 2024 jusqu'à avoisiner 2 %
- La Banque juge que les risques entourant sa projection de l'inflation sont relativement équilibrés. Cependant, comme l'inflation est au-dessus de la fourchette cible et qu'on s'attend à ce qu'elle y reste un certain temps, les risques à la hausse sont davantage préoccupants.

## 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 dans de nombreuses régions du monde. La Banque suppose que la majeure partie des restrictions sanitaires et des mesures de distanciation physique seront abandonnées au cours de 2022. Certaines de ces restrictions et mesures devraient persister plus longtemps dans les pays émergents car les taux de vaccination y sont moins élevés.
- La plupart des restrictions sanitaires au Canada devraient être assouplies au premier trimestre de 2022. La Banque présume que les effets de la pandémie sur la demande iront en s'atténuant sur l'horizon de projection, en particulier la prudence affichée par les consommateurs et les réticences à voyager.
- Comme dans la projection d'octobre, la Banque suppose que les ménages allouent à des dépenses de consommation 40 milliards de dollars de plus pris sur leur surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie.
- L'information contenue dans l'ensemble des budgets fédéral et provinciaux publiés est prise en compte dans la projection.
- La Banque suppose que les cours du pétrole resteront près des niveaux récents. Elle situe ainsi le prix du baril à 80 \$ US pour le Brent, 75 \$ US pour le West Texas Intermediate et 65 \$ US pour le Western Canadian Select, comme c'était le cas dans le *Rapport* d'octobre.

- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision sur le taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 79 cents américains durant la période de projection, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment et à peine plus bas que les 80 cents américains postulés dans le *Rapport* d'octobre.
- La pandémie a des effets négatifs tant transitoires que durables sur l'offre au sein de l'économie canadienne<sup>1</sup>.
  - L'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle, un concept à plus long terme, fait abstraction des effets temporaires de facteurs comme les mesures sanitaires, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les problèmes d'appariement sur le marché du travail. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque suppose un taux de croissance de la production potentielle d'environ 1,6 % en moyenne par année sur la période 2021-2023. Elle hausse cependant le niveau de la production potentielle de 0,3 % à la suite de révisions positives des données historiques concernant les investissements, le stock de capital et le produit intérieur brut (PIB). Elle prévoit néanmoins que le niveau de la production potentielle à la fin de 2023 restera inférieur d'environ 0,8 % à l'estimation pré-pandémie<sup>2</sup>.

(suite à la page suivante)

1 Comme dans les rapports récents, la Banque fait la distinction, à court terme, entre l'offre et la production potentielle pour tenir compte de la durée relativement brève d'une partie de la diminution de l'offre causée par les mesures sanitaires, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et les problèmes d'appariement sur le marché du travail.

2 La projection de janvier 2020 ne comprenait pas d'estimation de la production potentielle pour 2023. Ainsi, pour obtenir l'estimation pré-pandémie du niveau de 2023, on prolonge de deux ans (jusqu'à 2023) la projection de janvier 2020 de la production potentielle en utilisant l'estimation de la croissance potentielle pour 2021 qui était fournie dans le *Rapport* de janvier 2020.

### Encadré 1 (suite)

- Dans sa projection, la Banque suppose aussi que l'offre de biens et de services subit le contrecoup de plusieurs facteurs transitoires. D'abord, les perturbations des chaînes d'approvisionnement ont des répercussions à court terme importantes sur l'offre. Ensuite, les disparités entre les besoins des employeurs et les compétences des sans-emplois, exacerbées par l'impact inégal de la pandémie, contribuent à la hausse temporaire du chômage de longue durée. La Banque postule que l'incidence conjuguée de ces deux facteurs réduira l'offre, avec une contraction maximale de 2,0 % qui aurait été atteinte au quatrième trimestre de 2021 et qui serait légèrement plus prononcée qu'elle ne le prévoyait en octobre. Ces effets devraient demeurer importants dans la première moitié de 2022, puis s'estomper au second semestre. Enfin, les mesures prises pour contrer la propagation du variant omicron associées au nombre élevé d'absences au travail occasionnées par la hausse des cas devraient aussi peser provisoirement sur l'offre au premier trimestre de 2022 (voir le **graphique 8** à la page 16).
- La croissance globale de l'offre est estimée en combinant les estimations des effets temporaires de ces facteurs transitoires à l'évaluation de la production potentielle.
- Le PIB a progressé à bon rythme dans un contexte de perturbations accrues de l'offre au quatrième trimestre de 2021. D'après la Banque, l'écart de production (la différence entre le PIB et l'offre) était de l'ordre de -0,75 % à 0,25 % au quatrième trimestre de 2021; il aurait donc été plus mince que ce qu'indiquait la fourchette de prévision de -2,25 % à -1,25 % au trimestre antérieur.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel neutre auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de l'inflation. Le taux réel neutre est le taux d'intérêt compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour le Canada, la projection économique repose sur l'hypothèse que le taux nominal neutre correspond au point milieu de la fourchette estimative de 1,75 % à 2,75 %. Cette dernière a été réévaluée dans le *Rapport* d'avril 2021.

# L'économie mondiale

L'activité économique mondiale s'est fortement redressée en 2021. Aux États-Unis, la reprise a été robuste, et l'économie fait maintenant face à une demande excédentaire et à une inflation particulièrement élevée. D'autres régions ont aussi fait des progrès substantiels, bien que la plupart fonctionnent encore un peu en deçà de leur plein potentiel.

L'inflation a augmenté partout dans le monde, et on s'attend à ce qu'elle atteigne un sommet au premier trimestre de 2022 dans la plupart des régions. Les prix élevés de l'énergie et des aliments ainsi que la demande vigoureuse de biens dans un contexte de pénuries et de goulots d'étranglement généralisés du côté de l'approvisionnement ont poussé l'inflation à la hausse. Les ruptures d'approvisionnement devraient se dissiper graduellement d'ici la fin de 2022. Or, beaucoup d'incertitude subsiste quant au moment où ces ruptures se résorberont, et le variant omicron pourrait entraîner d'autres perturbations à court terme.

La reprise devrait se poursuivre durant la période de projection, malgré certaines faiblesses à court terme causées par l'émergence d'omicron. La Banque prévoit que la croissance mondiale ralentira pour passer de 6¾ % en 2021 à environ 3½ % en 2022 et en 2023 (**tableau 1**). Elle estime que le rythme de la croissance économique aux États-Unis demeurera robuste, bien

**Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée† (en pourcentage)			
		2020	2021	2022	2023
<b>États-Unis</b>	16	-3,4 (-3,4)	5,6 (5,6)	3,7 (3,9)	2,5 (2,7)
<b>Zone euro</b>	12	-6,5 (-6,5)	5,2 (5,3)	4,0 (4,5)	2,6 (1,9)
<b>Japon</b>	4	-4,5 (-4,7)	1,7 (2,5)	2,7 (3,0)	1,0 (0,1)
<b>Chine</b>	18	2,2 (2,3)	8,1 (7,9)	3,8 (5,3)	5,3 (5,9)
<b>Pays émergents importateurs de pétrole‡</b>	33	-2,5 (-2,5)	8,1 (7,4)	3,5 (4,0)	3,7 (3,9)
<b>Autres pays§</b>	16	-3,5 (-3,5)	4,9 (4,8)	3,3 (4,1)	2,5 (2,0)
<b>Monde</b>	100	-2,2 (-2,2)	6,8 (6,5)	3,6 (4,3)	3,4 (3,4)

\* 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 2020, publiées en octobre 2021 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

† Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

‡ Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient, d'Europe et d'Afrique – comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud –, ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

§ Le groupe « Autres pays » englobe d'autres 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



qu'un peu plus modéré en raison de la levée des mesures de soutien. En Chine, la croissance devrait être freinée par la faiblesse dans le secteur de l'immobilier et les mesures sanitaires strictes. Globalement, les perspectives de croissance mondiale sont moins prometteuses qu'elles ne l'étaient dans le *Rapport* d'octobre (**encadré 2**).

## Encadré 2

### Révisions des projections économiques depuis le *Rapport* d'octobre

#### Perspectives du PIB mondial

La croissance en Chine et dans les économies émergentes a été plus élevée que prévu en 2021. Cependant la révision à la baisse des perspectives de la plupart des grandes régions du monde au cours de la période de projection a plus que contrebalancé cette croissance. Globalement, le niveau du produit intérieur brut (PIB) mondial a été revu à la baisse de 0,3 % pour la fin de 2023 par rapport à la projection du *Rapport* d'octobre. Voici les facteurs qui ont motivé cette révision des perspectives :

- L'émergence du variant omicron a amené un durcissement des restrictions de voyage et de santé publique plus marqué que prévu dans toutes les régions au début de 2022. Une grande partie des effets causés par ce resserrement des mesures devraient toutefois être temporaires et se dissiper au second semestre de 2022 et en 2023.
- Les perspectives de l'économie chinoise ont été révisées à la baisse étant donné que les répercussions négatives de la correction immobilière en cours sont plus importantes.
- La politique monétaire aux États-Unis devrait être moins expansionniste qu'anticipé précédemment, afin de réagir à une inflation plus élevée que prévu.

#### Perspectives du PIB canadien

Le niveau du PIB au Canada à la fin de 2021 a été revu à la hausse en raison de la croissance estimative plus soutenue au quatrième trimestre. Cette prévision plus favorable compense la révision des données historiques qui montrait une contraction plus prononcée au deuxième trimestre. Ensemble, ces révisions ont eu pour effet d'abaisser l'estimation de la croissance du PIB en 2021 d'un demi-point de pourcentage, qui avoisine ainsi 4½ %.

La croissance du PIB a été révisée à la baisse d'environ un quart de point de pourcentage pour 2022 et 2023, de sorte que le niveau de PIB réel reculera d'à peu près ½ % à la fin de 2023. Les facteurs suivants expliquent cette révision des perspectives :

- Le variant omicron et les mesures prises pour l'endiguer réduisent temporairement l'activité économique au premier trimestre de 2022.
- Les récentes données et mises à jour budgétaires des provinces et du gouvernement fédéral semblent indiquer que la croissance des dépenses publiques ralentit plus tôt que prévu.
- Les contraintes d'offre vont avoir des conséquences négatives plus importantes et plus généralisées sur l'activité économique en 2022.
- Les rythmes de croissance des exportations et des investissements des entreprises ont été revus à la baisse, en partie du fait de la révision à la baisse de la croissance projetée de l'économie américaine.

#### Perspectives de l'inflation mesurée par l'IPC au Canada

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait être plus élevée que ce qui avait été projeté en octobre. Les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPC ont été revues à la hausse d'environ trois quarts de point de pourcentage pour 2022 et restent inchangées pour 2023, pour s'établir à 4,2 % et 2,3 %, respectivement. Cette révision à la hausse tient principalement aux effets plus prononcés des divers problèmes d'offre, en particulier ceux qui ont une incidence sur les coûts de logement et les prix des aliments.

## Les conditions financières mondiales se resserrent un peu

Les rendements des obligations d'État de nombreux pays comme le Canada et les États-Unis ont augmenté ces derniers mois. Cela s'explique en partie par le fait que les participants aux marchés s'attendent à ce que les taux directeurs soient relevés plus tôt que prévu. Malgré ce resserrement récent, les conditions financières demeurent accommodantes dans l'ensemble. Les écarts de taux sur les obligations de sociétés et le taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain se situent près des niveaux observés au moment de la publication du *Rapport* d'octobre. Cependant, les cours mondiaux des actions ont reculé dernièrement en raison des attentes de hausse des taux d'intérêt combinées à des tensions géopolitiques accrues.

## La forte croissance enregistrée récemment aux États-Unis devrait ralentir

La croissance du produit intérieur brut (PIB) a rebondi à la fin de 2021, après une période d'activité modeste attribuable à la propagation du variant delta à la fin de l'été. Le marché du travail s'est considérablement resserré au quatrième trimestre, comme en témoignent la baisse du taux de chômage et le nombre élevé de postes vacants. Les mesures globales de la croissance des salaires ont augmenté, surtout dans les secteurs où les activités ont repris rapidement, comme les loisirs et l'hôtellerie.

L'engorgement des ports et les pénuries mondiales de différents biens continueront probablement de freiner la production et de pousser les prix à la hausse. Toutefois, il semble que les coûts d'expédition ont plafonné et que des progrès ont été réalisés pour décongestionner les ports (**graphique 1**). Les perturbations de l'approvisionnement devraient ainsi s'atténuer en 2022.

La croissance du PIB américain devrait fléchir et passer de 5½ % en 2021 à environ 3¾ % en 2022 et 2½ % en 2023, alors que les mesures de relance seront réduites. La Banque s'attend à ce que la consommation reste solide en 2022 et en 2023, grâce à la vigueur du marché du travail et aux ménages qui dépenseront une partie de l'épargne qu'ils ont accumulée pendant la pandémie. Sa projection tient aussi compte de la loi bipartite sur l'investissement dans les infrastructures et l'emploi ainsi que d'autres dépenses publiques en recherche et développement qui s'élèvent à 1 500 milliards de dollars américains au total sur huit ans, à compter de 2022.

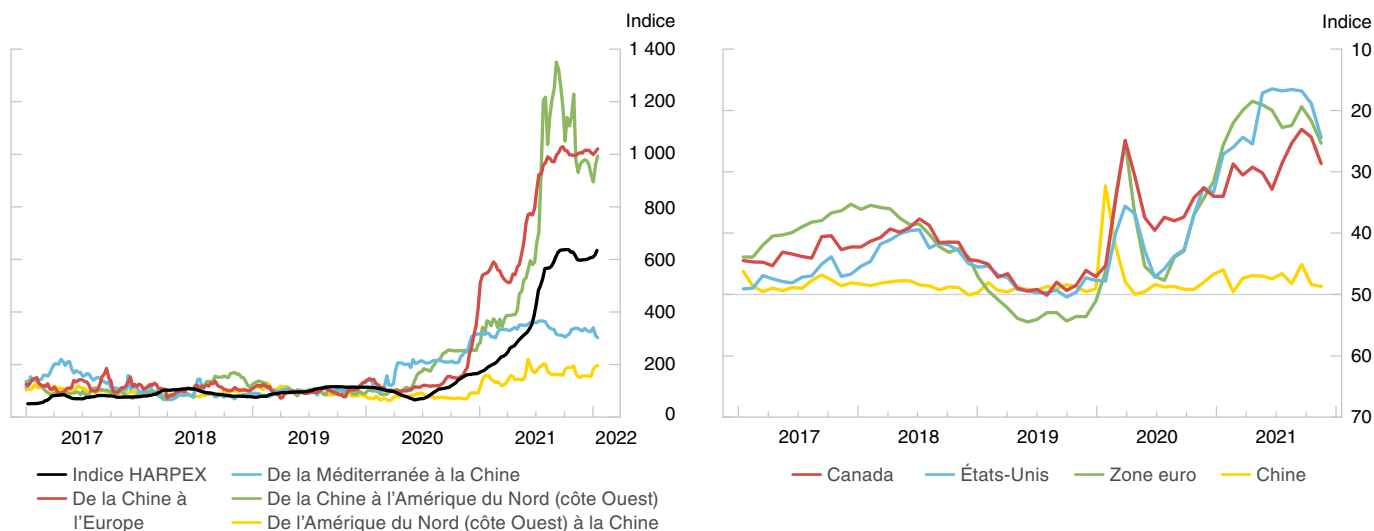
L'inflation globale et l'inflation fondamentale mesurées par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages aux États-Unis demeurent élevées et devraient culminer à 5,7 % et à 5,0 %, respectivement, au premier trimestre de 2022<sup>1</sup>. Les augmentations passées des prix de l'énergie et les goulots d'étranglement persistants du côté de l'approvisionnement en contexte de forte demande de biens ont grandement contribué aux pressions inflationnistes (**graphique 2**). On prévoit que les effets des pénuries d'énergie et des ruptures d'approvisionnement s'atténueront, ce qui fera baisser graduellement l'inflation au cours de l'année. Toutefois, comme l'économie devrait continuer d'afficher une demande excédentaire, on s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages se maintienne au-dessus de 2 % durant la période de projection et atteigne 2,4 % à la fin de 2023.

<sup>1</sup> Aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation global devrait culminer à 7,1 % au premier trimestre.

## Graphique 1 : Les frais de transport et la proportion des entreprises qui font état d'un allongement des délais de livraison ont probablement atteint un sommet, mais demeurent élevés

a. Coûts de transport, base 100 de l'indice = 2019, données hebdomadaires

b. Délais de livraison des fournisseurs de produits manufacturés selon l'indice PMI, données mensuelles



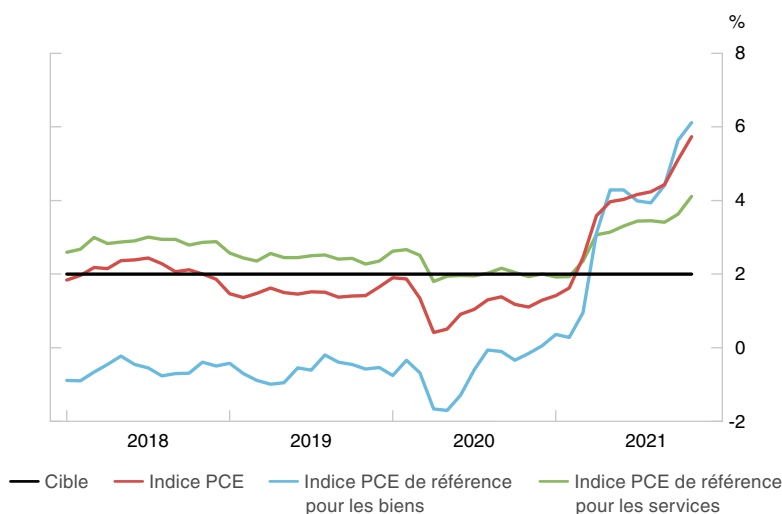
Nota : Toutes les données du graphique a, sauf celles de l'indice HARPEX (Harper Petersen), sont tirées de l'indice Freightos Baltic, qui fournit les tarifs de fret maritime observés sur le marché pour différents corridors commerciaux. L'indice des taux d'affrètement Harper Petersen (HARPEX) rend compte de l'évolution des prix mondiaux sur le marché de l'affrètement des porte-conteneurs. L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Pour les délais de livraison des fournisseurs, l'indice est inversé de sorte qu'une valeur inférieure (supérieure) à 50 indique un allongement (raccourcissement) des délais de livraison par rapport au mois précédent.

Sources : IHS Markit et indice HARPEX via Haver Analytics, et indice Freightos Baltic via Bloomberg Finance L.P.

Dernières observations : 21 janvier 2022 (indice HARPEX); 23 janvier 2022 (indice Freightos Baltic); décembre 2021 (indice PMI)

## Graphique 2 : Dans un contexte de forte demande, les ruptures d'approvisionnement font monter les prix des biens américains

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Nota : « L'indice PCE », qui est l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages, reflète les variations de prix des biens et services achetés par les consommateurs américains. « L'indice PCE de référence pour les biens » et « l'indice PCE de référence pour les services » excluent l'alimentation et l'énergie.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis via Haver Analytics

Dernière observation : novembre 2021

## La reprise devrait se poursuivre dans la zone euro sur fond de nouvelles restrictions

On estime que la croissance dans la zone euro a fléchi à la fin de 2021, après la réintroduction de restrictions ciblées dans de nombreux pays en réponse à la hausse des cas de COVID-19. La nouvelle vague de restrictions sanitaires et de voyage sera probablement de courte durée. La reprise devrait se poursuivre, mais la croissance s'affaiblir graduellement en 2022 et en 2023.

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a atteint 5 % en décembre. La plupart des composantes de l'IPCH ont renchéri au cours de la dernière année. Cependant, une part importante de la hausse de l'inflation est attribuable aux prix élevés de l'énergie et aux changements apportés antérieurement à la taxe sur la valeur ajoutée en Allemagne. L'inflation devrait baisser pendant la période projetée, à mesure que les effets de ces deux facteurs s'atténuent<sup>2</sup>.

## La faiblesse du secteur de l'immobilier pèse sur la croissance en Chine

La croissance en Chine devrait ralentir et s'établir à seulement 3¼ % en 2022, alors que le secteur de l'immobilier continue de s'ajuster. Les mesures strictes visant à contenir la pandémie ont encore un effet modérateur sur l'économie, surtout depuis l'émergence d'omicron. Le resserrement passé de la réglementation immobilière a entraîné une baisse de l'activité sur le marché du logement qui freinera vraisemblablement la croissance de manière importante en 2022. Pour cette raison, certains promoteurs immobiliers sont en situation de détresse financière. On prévoit aussi que d'autres changements réglementaires dans un large éventail de secteurs – dont la technologie et l'éducation – plomberont la demande intérieure.

Face au ralentissement économique, les autorités chinoises ont quelque peu accru leurs mesures de soutien. La Banque s'attend à ce que la croissance se redresse et atteigne à peu près 5¼ % en 2023, à mesure que l'effet modérateur qu'exerce le secteur immobilier sur celle-ci diminuera. Cela dit, l'incertitude quant aux répercussions de la stratégie « zéro COVID » du pays et à la fragilité du secteur immobilier demeure élevée. L'un ou l'autre de ces facteurs pourraient freiner plus que prévu la croissance au cours de la période projetée.

## Bas taux de vaccination et resserrement des politiques dans les pays émergents

Après une forte reprise en 2021, la croissance devrait fléchir en 2022 et en 2023 dans les pays émergents importateurs de pétrole et dans le groupe « Autres pays ». Par ailleurs, beaucoup de pays ont resserré leur politique monétaire pour réagir à l'intensification des pressions inflationnistes. Les taux d'intérêt plus élevés pèseront sur l'activité économique, surtout en Amérique latine, en Russie et dans les pays émergents d'Europe. Les faibles taux de vaccination et l'imposition de nouvelles mesures pour empêcher les éclosions de COVID-19 pourraient aussi avoir une incidence sur la croissance de certains pays émergents.

<sup>2</sup> Les prix de l'énergie dans la zone euro pourraient continuer à augmenter à court terme en raison des tensions géopolitiques.



## Les prix des produits de base sont élevés et volatils

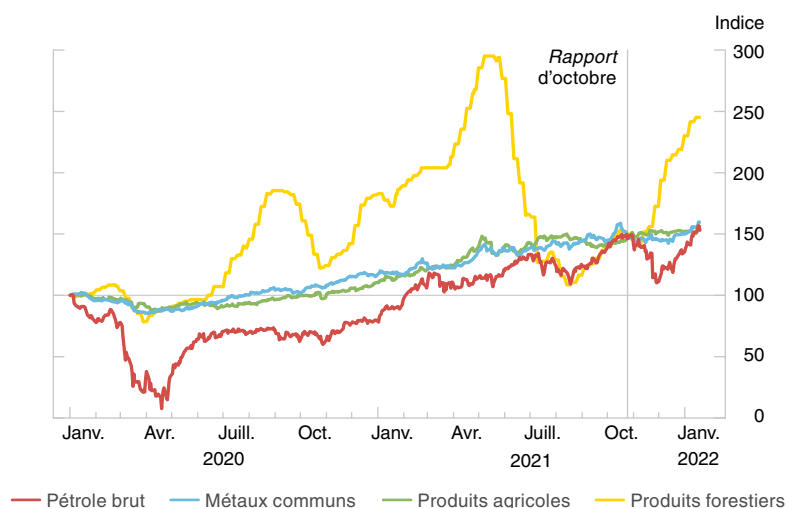
Les cours pétroliers ont été très volatils depuis la parution du *Rapport* d'octobre (**graphique 3**). Ils ont d'abord chuté brusquement lors de l'apparition d'omicron, qui a accentué l'incertitude. Ils se sont ensuite rétablis, puisque les effets économiques du variant semblent maintenant moins graves qu'on ne le craignait initialement. Des préoccupations relatives à l'approvisionnement énergétique mondial et à l'intensification des tensions géopolitiques ont aussi contribué au rebond des cours. La Banque postule que pendant la période de projection, les prix du baril se situeront à 80 \$ US pour le Brent, à 75 \$ US pour le West Texas Intermediate et à 65 \$ US pour le Western Canadian Select, comme c'était le cas dans le *Rapport* d'octobre (**encadré 1**).

Si les pénuries d'énergie à l'échelle mondiale se poursuivent, les cours pourraient se maintenir au-dessus de l'hypothèse de stabilisation des prix pétroliers. Ils pourraient aussi baisser sous cette hypothèse si les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains pays producteurs non membres de l'OPEP, dont les États-Unis, augmentaient substantiellement leur production. Enfin, la gravité et la persistance d'omicron continuent de représenter des risques à la baisse.

Les prix du bois d'œuvre ont bondi depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Ce bond est en grande partie attribuable à la forte demande du secteur du logement nord-américain jumelée aux inondations en Colombie-Britannique, qui ont entravé les transports ferroviaires et routiers. Les prix des métaux communs et des produits agricoles, quant à eux, ont légèrement augmenté depuis octobre. Les marchés prévoient que les prix de ces produits de base non énergétiques resteront élevés pendant la période projetée en raison de l'offre réduite, qui découle notamment des coûts élevés des intrants énergétiques, et de la vigueur de la demande mondiale.

### Graphique 3 : Les prix des produits de base demeurent élevés

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



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 21 janvier 2022

## L'économie canadienne

---

L'économie canadienne a fortement rebondi pendant le deuxième semestre de 2021. La croissance s'est en effet sensiblement accélérée, l'assouplissement des mesures sanitaires ayant stimulé la consommation de services, et le raffermissement de la demande étrangère ayant fait rebondir les exportations.

L'apparition inattendue du variant omicron, très contagieux, a apporté un nouveau lot de difficultés. Cette situation vient nous rappeler que l'évolution de la pandémie reste incertaine. La hausse marquée des cas de COVID-19 et l'imposition de restrictions sanitaires ralentissent l'activité en ce début d'année 2022. La croissance devrait toutefois reprendre un rythme robuste au deuxième trimestre. Les taux élevés de vaccination, conjugués à la plus grande capacité d'adaptation des entreprises et des consommateurs, limitent les risques à la baisse pour l'économie associés à cette vague de la pandémie.

Les conditions du marché du travail sont très favorables. À la fin de 2021, ce marché était revenu aux niveaux prépandémie. Le taux d'emploi a regagné le terrain perdu lorsqu'on tient compte des changements démographiques, les entreprises ont du mal à trouver du personnel et la croissance des salaires est en hausse. Le variant omicron entraîne des pertes d'emploi temporaires dans les secteurs où la distanciation est difficile et, de façon plus générale, une montée en flèche des absences au travail. On s'attend cependant à ce que ces effets soient de courte durée.

Les problèmes d'approvisionnement posent de nombreux défis aux entreprises canadiennes, qui doivent répondre à une demande soutenue. Les goulots d'étranglement dans les transports, les pénuries de main-d'œuvre et les difficultés pour se procurer des intrants essentiels se traduisent par une réduction des heures d'activité, un ralentissement de la production et le report ou l'annulation de ventes. On estime que, globalement, les effets de ces perturbations de l'approvisionnement ont été plus importants, généralisés et durables qu'on l'avait d'abord prévu. Les exportations et les investissements des entreprises ont été particulièrement touchés, de même que les dépenses de consommation sur certains biens durables comme les véhicules automobiles.

On s'attend à une croissance robuste durant la période de projection, puisqu'on prévoit que la demande restera soutenue et que l'offre se remettra des effets de la pandémie. Les perturbations devraient en effet s'atténuer progressivement au cours de 2022. Dans l'ensemble, la croissance devrait avoisiner 4 % en 2022 et 3,5 % en 2023, soutenue par les dépenses des ménages en services, les exportations et les investissements (**tableau 2**). Cette projection de croissance est légèrement plus faible que celle du *Rapport* d'octobre (**encadré 2**).

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

Points de pourcentage\*†

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

\* Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

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

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

On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) va rester aux alentours de 5 % au premier semestre de 2022, car les contraintes d'offre coïncident avec les prix élevés de l'énergie et la hausse des prix des aliments. L'inflation mesurée par l'IPC devrait diminuer pour atteindre environ 3 % d'ici la fin de 2022, à mesure que ces pressions se dissiperont. Elle devrait ensuite baisser pour avoisiner 2¼ % d'ici le deuxième semestre de 2023 et rester près de la cible en 2024.

## Un grand dynamisme à l'approche de 2022

La croissance a été soutenue au deuxième semestre de 2021, où elle a atteint environ 5½ %. Elle devrait se modérer et passer aux alentours de 2 % au premier trimestre de 2022 (**tableau 3** et **graphique 4**). Le variant omicron et les problèmes d'approvisionnement qu'il a engendrés devraient peser temporairement sur les secteurs des services où la distanciation est difficile, comme les voyages et la restauration en salle. Leurs effets devraient être atténués par la prolongation des programmes d'aide publique. Les absences élevées au travail liées à la hausse des cas de COVID-19 devraient toucher un plus grand nombre de secteurs de façon temporaire. On s'attend toutefois à ce que la forte croissance reprenne plus tard au premier trimestre.

L'activité sur le marché du logement a repris de la vigueur ces derniers mois, sous l'effet du rebond des reventes (**graphique 5**)<sup>3</sup>. Les bas taux d'emprunt et le revenu disponible élevé continuent de contribuer à de hauts niveaux d'activité sur ce marché au premier trimestre. Parallèlement, d'autres facteurs soutenant la demande, comme la croissance démographique, amorcent également un redressement.

<sup>3</sup> Pour en savoir plus au sujet de l'activité sur le marché du logement ces dernières années, voir M. Khan et Y. Xu (2022), *Demande de logements au Canada : une méthode novatrice de catégorisation des acheteurs détenant un prêt hypothécaire*, note analytique du personnel n° 2022-1, Banque du Canada.

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

	2021			2022		2020	2021	2022	2023
	T2	T3	T4	T1		T4	T4	T4	T4
<b>Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)</b>	3,4 (3,4)	4,1 (4,1)	4,7 (4,8)	5,1		0,7 (0,7)	4,7 (4,8)	3,0 (2,1)	2,2 (2,5)
<b>PIB réel (taux de variation sur un an)</b>	11,8 (12,7)	4,0 (4,7)	3,2 (3,4)	2,4		-3,1 (-3,1)	3,2 (3,4)	4,2 (4,6)	2,7 (3,0)
<b>PIB réel (taux de variation sur un trimestre, chiffres annualisés)<sup>†</sup></b>	-3,2 (-1,1)	5,4 (5,5)	5,8 (4,0)	2,0					

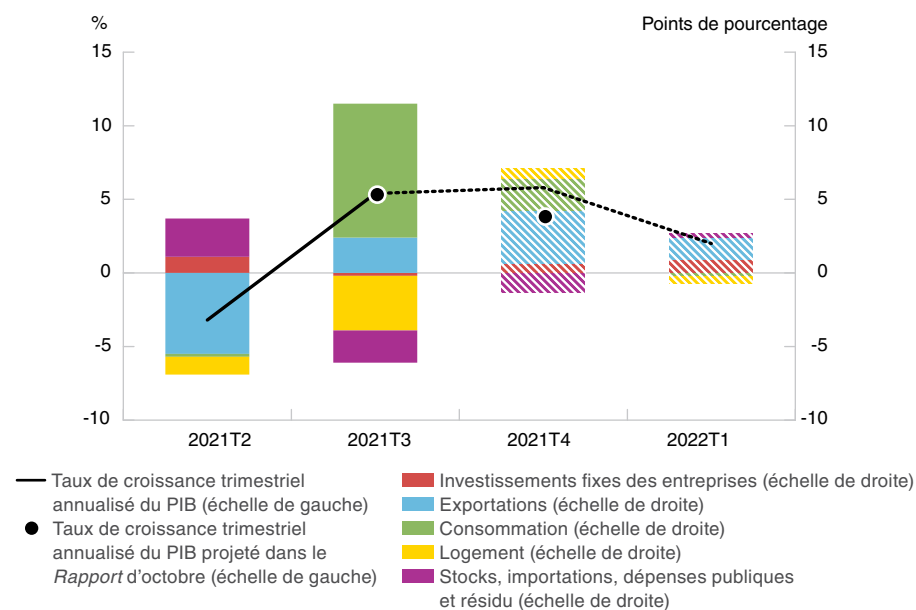
\* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'**encadré 1**. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Le quatrième trimestre de 2021 et le premier trimestre de 2022 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. Les taux de variation sur un an au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme. Ils représentent les taux de croissance projetés de l'IPC et du PIB réel au cours d'une année donnée. Par conséquent, ils peuvent être différents des taux de croissance des moyennes annuelles présentés au **tableau 2**.

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

**Graphique 4 : L'économie affichait un grand dynamisme à l'approche de la nouvelle année**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



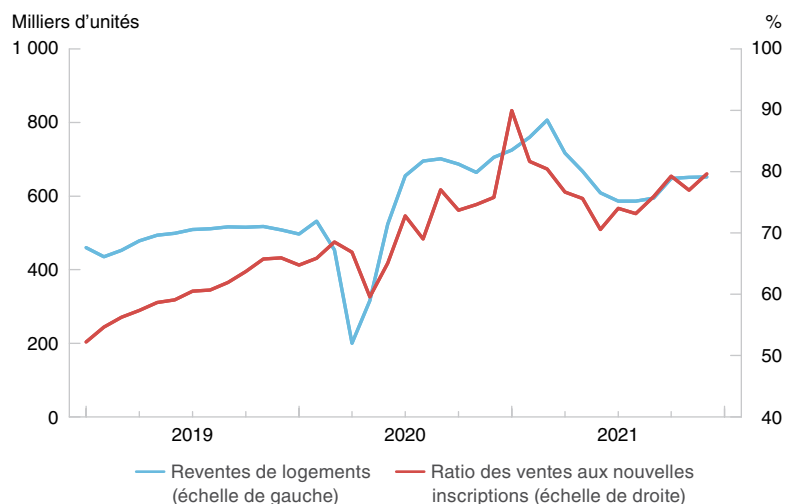
Sources : Statistique Canada et calculs et estimations de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2022T1



### Graphique 5 : L'activité sur le marché du logement s'est à nouveau renforcée ces derniers mois

Données mensuelles désaisonnalisées



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

Source : L'Association canadienne de l'immeuble

Dernière observation : décembre 2021

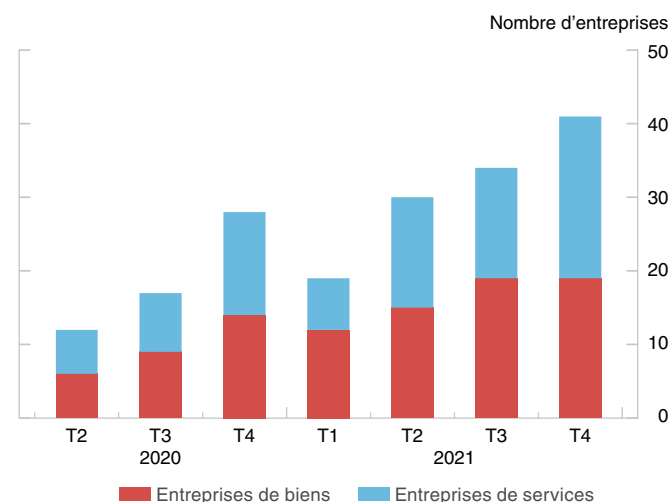
Les contraintes d'approvisionnement continuent de peser sur les dépenses et la production. Elles se traduisent notamment par des retards de livraison d'intrants essentiels utilisés par les fabricants (**graphique 6**). Malgré ces défis à court terme, la solide demande étrangère et l'amélioration de la confiance des entreprises devraient continuer de soutenir une croissance robuste des investissements des entreprises et des exportations.

## Graphique 6 : Les perturbations de l'approvisionnement entraînent des retards de livraison et continuent de peser sur la production

a. Indice PMI du secteur manufacturier canadien : conditions de production selon divers indices, données mensuelles désaisonnalisées



b. Nombre d'entreprises qui font état de goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, enquête sur les perspectives des entreprises, données trimestrielles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Pour les délais de livraison des fournisseurs, on emploie un indice inversé, de sorte qu'une valeur inférieure (supérieure) à 50 indique un allongement (raccourcissement) des délais de livraison par rapport au mois précédent. Parmi les entreprises de services qui font état de goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement figurent des entreprises des secteurs du commerce de gros et de détail touchées par des retards dans l'approvisionnement en produits et, dans une moindre mesure, des entreprises des secteurs du transport, de l'entreposage, de la construction et de l'hôtellerie. Les mentions de contraintes de matières premières, de problèmes de transport et d'enjeux logistiques ont été comptabilisées comme des goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement. L'enquête sur les perspectives des entreprises porte sur un échantillon d'une centaine d'entreprises.

Sources : IHS Markit via Haver Analytics et Banque du Canada

Dernières observations : décembre 2021 (indice PMI); 2021T4 (enquête sur les perspectives des entreprises)

## Les conditions du marché du travail se sont resserrées

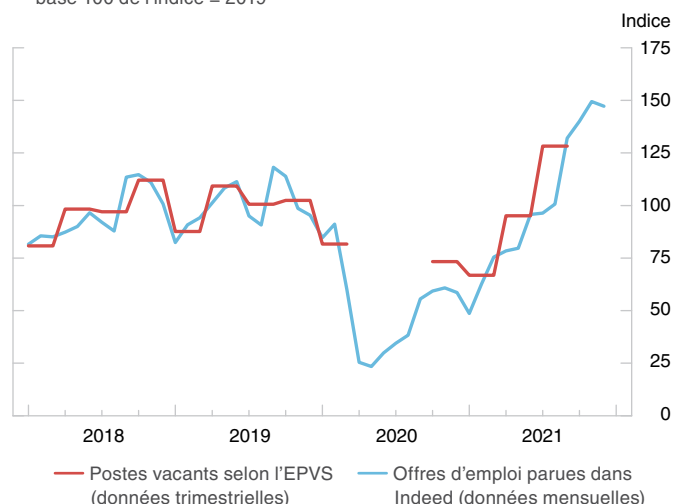
La croissance de l'emploi a été robuste ces derniers mois. Le taux de chômage est seulement 0,3 point de pourcentage au-dessus de celui de février 2020. Les taux d'activité atteignent ou dépassent leurs niveaux d'avant la pandémie pour la plupart des groupes d'âge, et les offres d'emploi avoisinent des sommets historiques. L'emploi dans les secteurs où la distanciation est difficile subit les effets temporaires du variant omicron. La courte durée attendue des restrictions devrait limiter l'incidence de cette vague sur le marché du travail.

Environ 40 % des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque au quatrième trimestre de 2021 ont indiqué que les pénuries de main-d'œuvre restreignent leur capacité à satisfaire à la demande, un niveau inégalé depuis 2007. De plus, la plupart de ces répondants s'attendent à ce que ces pénuries durent au moins jusqu'en 2023.

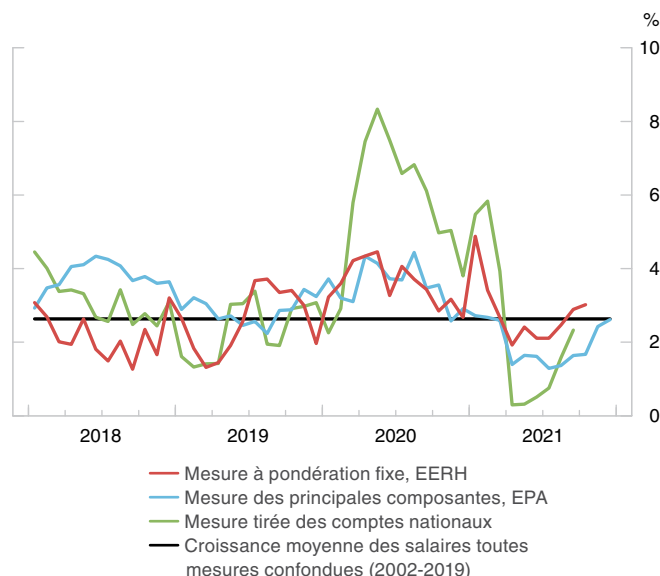
La croissance des salaires augmente, notamment pour répondre à la nécessité d'attirer des employés (**graphique 7**). Puisqu'il y a davantage de postes vacants, de nombreux travailleurs peuvent trouver plus facilement un emploi mieux payé et mieux adapté à leurs compétences, ce qui devrait stimuler la productivité.

**Graphique 7 : La croissance des salaires s'accélère dans un contexte où le nombre de postes vacants est élevé**

a. Ratios postes vacants (EPVS) / chômeurs et offres d'emploi parues dans Indeed / chômeurs, données non désaisonnalisées, base 100 de l'indice = 2019



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



Nota : «EPVS» désigne l'enquête sur les postes vacants et les salaires; «EPA», l'enquête sur la population active; «EERH», l'enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail. Faute de données suffisantes au début de la pandémie, les données sur les postes vacants selon l'EPVS ne sont pas disponibles pour les deuxième et troisième trimestres de 2020. La mesure des principales composantes tirée de l'EPA est établie à partir de la tendance commune estimée de la croissance annuelle des salaires en fonction du statut d'emploi (temps plein ou temps partiel), du type de contrat de travail (poste permanent ou poste temporaire), du secteur d'emploi et de la profession. La mesure des salaires tirée des comptes nationaux est obtenue mensuellement en divisant le total des salaires et traitements tiré du Système canadien des comptes macroéconomiques par le total des heures travaillées selon l'EERH.

Dernières observations : décembre 2021 (EPA et Indeed); octobre 2021 (EERH); septembre 2021 (mesure tirée des comptes nationaux); 2021T3 (EPVS)

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

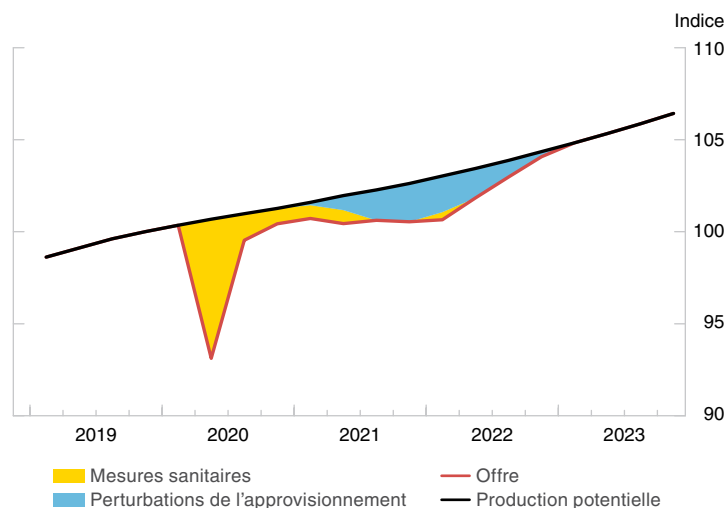
La croissance de la productivité du travail a été faible, en dépit des gains généralisés sur le marché du travail. Les ruptures d'approvisionnement, le nombre réduit de clients pouvant être servis et les capacités excédentaires dans les secteurs des services où la distanciation est difficile, comme celui des voyages, contribuent vraisemblablement à cette faiblesse. L'atténuation des problèmes d'approvisionnement causés par la pandémie et la hausse des investissements des entreprises devraient faire augmenter la croissance de la productivité du travail.

## Les capacités excédentaires de l'économie se sont résorbées

La résorption des capacités excédentaires de l'économie durant la deuxième moitié de 2021 a été plus rapide que prévu dans le *Rapport* d'octobre. On anticipait alors une forte croissance de la production et de l'emploi, mais la robustesse de la reprise a dépassé les attentes. Cela s'explique par la flambée de la consommation de services, la croissance vigoureuse des exportations et la création de près de 800 000 emplois depuis mai. En même temps, le niveau de l'offre a été révisé à la baisse depuis octobre en raison d'autres pénuries et goulots d'étranglement liés à la pandémie (**graphique 8** et **encadré 1**). Les entreprises ont aussi dit être de plus en plus aux prises avec des contraintes de capacité alors qu'elles tentent de répondre à la forte demande.

### Graphique 8 : Les perturbations de l'approvisionnement devraient se dissiper graduellement tout au long de 2022

Base 100 de l'indice : 2019T4; données trimestrielles



Nota : Les « perturbations de l'approvisionnement » incluent les effets à court terme sur l'offre des perturbations des chaînes d'approvisionnement et des problèmes d'appariement sur le marché du travail. La zone correspondant aux « mesures sanitaires » au premier trimestre de 2022 inclut aussi les effets sur l'offre des absences au travail liées à la hausse des cas de COVID-19. Voir l'**encadré 1** pour des précisions.

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

Ainsi, une vaste gamme de mesures – dont les indicateurs du marché du travail, les enquêtes sur la confiance des entreprises et les mesures de l'inflation fondamentale – laissent penser que les capacités excédentaires de l'économie se sont résorbées (**encadré 3**). À la lumière des pressions respectives sur l'offre et la demande, la Banque estime que l'écart de production s'est rétréci, et se situait entre -0,75 et 0,25 % au quatrième trimestre de 2021.

#### Encadré 3

### Capacités excédentaires au quatrième trimestre de 2021

Les estimations de la marge de capacités excédentaires dans l'ensemble de l'économie sont par nature incertaines. C'est particulièrement vrai compte tenu des perturbations importantes et inédites de l'offre et de la demande entraînées par la pandémie. Il faut donc tenir compte d'un large éventail de mesures et d'indicateurs pour estimer les capacités excédentaires, comme l'état du marché du travail, les réponses aux enquêtes sur la confiance des entreprises, les mesures de l'inflation fondamentale et l'estimation de l'écart de production à l'échelle de l'économie.

#### Marché du travail

Dans l'ensemble, les indicateurs du marché du travail laissent supposer que la capacité excédentaire de ce marché s'est résorbée (**graphique 3-A**). Les mesures globales comme les taux d'emploi, d'activité et de

chômage sont près d'où elles se trouvaient avant la pandémie<sup>1</sup>. Les taux de postes vacants frôlent des sommets, ce qui porte à croire que les conditions du marché du travail sont tendues. Les mesures de l'inclusivité se sont également améliorées : les taux d'emploi sont revenus à leurs niveaux prépandémie chez les jeunes, tout comme chez les femmes lorsqu'on tient compte des changements dans la population. De plus, les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises affirment également que les pénuries de main-d'œuvre franchissent un degré jamais vu depuis plus de dix ans.

(suite à la page suivante)

<sup>1</sup> À la fin de 2019, on pouvait dire du marché du travail qu'il ne présentait aucune capacité excédentaire.



## Encadré 3 (suite)

Certains segments du marché du travail ne se sont pas encore pleinement rétablis :

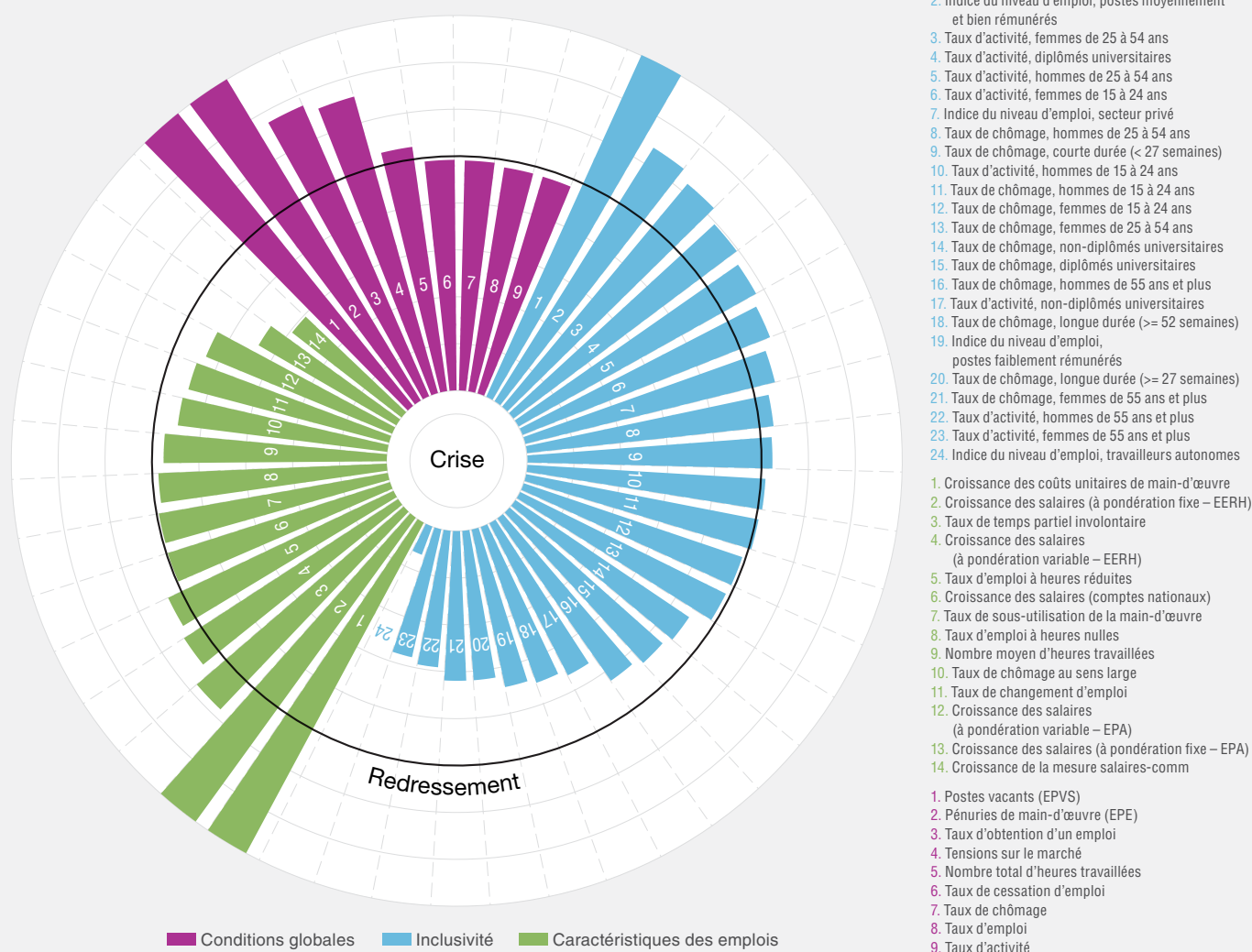
- L'emploi chez les travailleurs faiblement rémunérés a continué d'être à la traîne.

- La proportion de chômage à long terme reste élevée.
- Certaines mesures de la croissance des salaires sur un an ne se sont pas tout à fait complètement redressées.

(suite à la page suivante)

### Graphique 3-A : Les indicateurs tendent à montrer que les capacités excédentaires sur le marché du travail se sont résorbées

Barres de progression de certaines mesures liées au marché du travail



Nota : Ce graphique montre à quel point les mesures de l'état de santé du marché du travail se sont redressées. La reprise est représentée à l'aide de barres de progression : la valeur actuelle de chacune des mesures est comparée au creux touché durant la pandémie et à une valeur de référence (moyenne mensuelle de 2019). Quand une barre atteint le cercle portant la mention « Redressement », cela signifie que la mesure s'est complètement redressée. Quand une barre se situe près du cercle intitulé « Crise », cela signifie que la mesure est proche du creux touché durant la pandémie. « EPA » désigne l'enquête sur la population active; « EERH », l'enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail; « EPE », l'enquête sur les perspectives des entreprises; « EPVS » l'enquête sur les postes vacants et les salaires. Pour des précisions, voir la page Web de la Banque sur [la reprise du marché du travail au sortir de la pandémie de COVID-19](#).

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

Dernières observations : décembre 2021 (EPA et Indeed); octobre 2021 (EERH); 2021T4 (EPE); 2021T3 (EPVS et comptes nationaux); septembre 2021 (mesure des salaires tirée des comptes nationaux)

## Encadré 3 (suite)

**Pressions sur la capacité des entreprises**

Les entreprises canadiennes de nombreux secteurs déclarent être confrontées à des contraintes de capacité. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises du quatrième trimestre de 2021 révèlent que plus des trois quarts des répondants auraient du mal à composer avec une hausse inattendue de la demande, une proportion jamais observée auparavant (**graphique 3-B**). Dans beaucoup de cas, les pénuries de main-d'œuvre contribuent à ces contraintes de capacité. Les enquêtes effectuées par le secteur privé font état de résultats semblables. Si les entreprises continuent d'affirmer que les perturbations de l'approvisionnement jouent un rôle important, beaucoup évoquent également une forte demande. Les pressions sur la capacité sont non seulement relevées par les entreprises qui ont connu une hausse de revenus pendant la pandémie, mais aussi par celles pour qui ce n'est pas le cas.

**Mesures de l'inflation fondamentale**

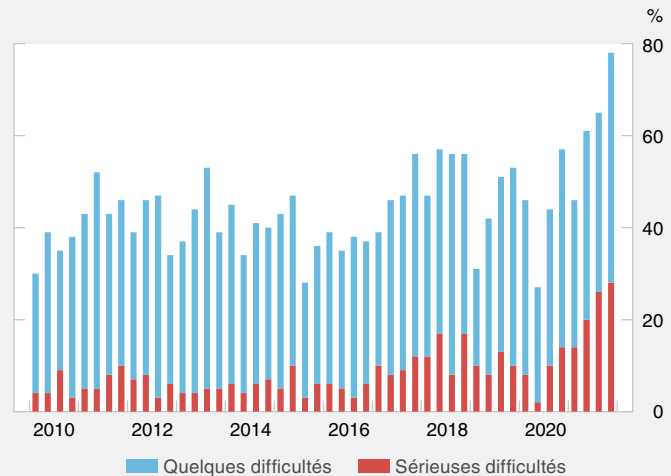
Les taux d'inflation fondamentale observés donnent aussi à penser que les capacités excédentaires se sont résorbées. Normalement, le fait que l'inflation fondamentale se maintienne durablement à 2 % indiquerait l'absence de capacités excédentaires. Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque – l'IPC-comm, l'IPC-méd et l'IPC-tronq – se situent à 2,1 %, 3,0 % et 3,7 %, respectivement. Les distorsions des prix causées par la pandémie compliquent l'utilisation des mesures de l'inflation fondamentale comme variable d'approximation des capacités excédentaires. Par exemple, l'effet des perturbations des chaînes d'approvisionnement à l'étranger pourrait faire monter l'IPC-tronq et l'IPC-méd; conséquemment, la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne peut sembler supérieure à ce qu'elle est en réalité. L'IPC-comm, dont le calcul repose davantage sur les services, et donc sur les conditions au pays, a également été touché. Néanmoins, les trois mesures ont augmenté à plus de 2 % au cours de la dernière année, ce qui donne à penser que l'économie tourne au maximum de sa capacité.

**Écart de production**

L'estimation de l'écart de production combine l'évaluation que fait la Banque des capacités excédentaires sur le marché du travail et la différence entre la productivité du travail et sa tendance. Même si les capacités excédentaires au sein du marché du travail

**Graphique 3-B : Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les pressions sur la capacité de production sont de plus en plus répandues**

Pourcentage des répondants, données trimestrielles



Nota : Pourcentage des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant signalé quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes. Voir la publication [Enquête sur les perspectives des entreprises – Quatrième trimestre de 2021](#) pour des précisions.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2021T4

se sont résorbées, les problèmes d'approvisionnement et les restrictions découlant de la pandémie ont pesé sur la productivité du travail. De plus, les investissements ont été faibles depuis le début de 2020.

La Banque tient compte de ces facteurs, ainsi que de la récente révision à la hausse de la croissance trimestrielle à la fin de 2021, dans son estimation de l'écart de production. Elle estime que l'écart de production, c'est-à-dire la différence entre le produit intérieur brut et l'offre, se situe entre -0,75 % et 0,25 % au quatrième trimestre de 2021. Il est important de noter que, vu la complexité de la reprise, cette estimation est plus incertaine qu'à l'habitude.

**Évaluation des capacités excédentaires**

Le marché de l'emploi est tendu, les entreprises sont confrontées à des contraintes de capacité d'une intensité historiquement élevée, et les mesures de l'inflation fondamentale dépassent les 2 %. L'écart de production estimé par la Banque à l'échelle de l'économie reflète correctement ces indicateurs. Ensemble, ces facteurs soutiennent l'évaluation de la Banque comme quoi, de façon générale, les capacités excédentaires se sont résorbées au Canada.

## Une inflation mesurée par l'IPC élevée

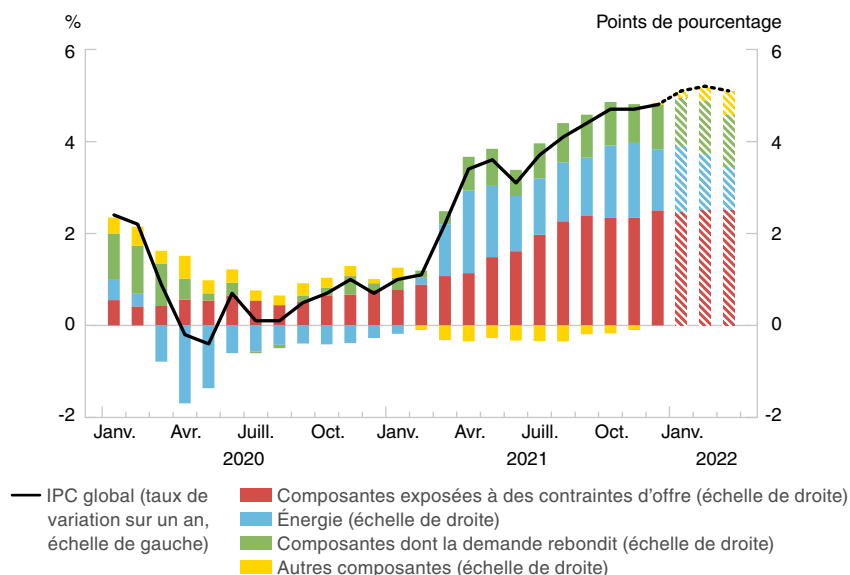
On prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC s'établira autour de 5 % en moyenne au premier semestre de 2022. Cette forte inflation est attribuable aux prix plus élevés des biens durables, de l'énergie et des aliments (**graphique 9**).

Les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales font monter les prix des biens durables, tandis que les hausses des prix de l'énergie au Canada s'expliquent par les prix élevés du pétrole et du gaz naturel à l'échelle mondiale. En même temps, les sécheresses de l'an passé et les problèmes d'approvisionnement actuels contribuent à faire monter les prix des aliments (**encadré 4**). Résultat : l'inflation des biens a atteint près de 7 %, ce qui est de loin supérieur à sa moyenne des dix dernières années, qui est d'environ 1 % (**graphique 10**). Ensemble, les composantes qui subissent des contraintes d'approvisionnement et les prix de l'énergie ajoutent actuellement presque 4 points de pourcentage à l'inflation.

L'inflation des services, qui est influencée par des forces intérieures et extérieures, a augmenté, atteignant quasiment 3,5 %. Cette hausse est tirée par l'escalade des coûts de construction, attribuable aux prix plus élevés des matériaux et aux pénuries de main-d'œuvre. En raison de ces facteurs, des pressions s'exercent sur les prix d'un plus grand nombre de composantes de l'IPC (**graphique 10**). Près de 55 % d'entre elles croissent maintenant à un rythme de plus de 3 %, ce qui dépasse largement la moyenne historique de 30 %.

### Graphique 9 : Les contraintes d'offre et les prix de l'énergie font monter l'inflation

Contribution à l'inflation mesurée par l'IPC, en points de pourcentage, données mensuelles



Nota : Les « composantes exposées à des contraintes d'offre » incluent les véhicules automobiles, les biens durables, les aliments achetés en magasin (hors fruits et légumes) ainsi que les coûts de réparation et de remplacement liés au logement. Les « composantes dont la demande rebondit » comprennent les services pour lesquels la distanciation est difficile, les transports et les services de voyage, la nourriture et les boissons consommées au restaurant, les logements locatifs et les biens semi-durables.

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

Dernière valeur du graphique : mars 2022

## Encadré 4

### Les pressions haussières sur les prix des aliments vont persister

L'inflation alimentaire fait les manchettes ces temps-ci, à l'heure où les consommateurs voient leur facture d'épicerie gonfler. En effet, les prix des aliments achetés en magasin ont augmenté de près de 6 % sur un an (**graphique 4-A**).

Voici quelques-unes des catégories d'aliments dont les prix ont le plus fortement augmenté<sup>1</sup> :

- le bœuf, le bacon et le poulet ont renchéri de 12 %, de 19 % et de 6 %, respectivement;
- les céréales, et les fruits et légumes préparés, d'environ 6 %;
- les croustilles et autres grignotines, et la margarine, d'environ 7 % et 18 %, respectivement.

Plusieurs facteurs contribuent à la hausse récente des prix des aliments.

Premièrement, les prix intérieurs des produits de base agricoles, qui suivent de près les cours mondiaux, ont fortement augmenté (**graphique 4-B**). Cela est attribuable aux conditions météorologiques défavorables observées dans de nombreuses zones cultivées du globe, notamment la sécheresse dans l'Ouest canadien. Comme ces produits de base agricoles sont utilisés pour l'élevage et la production de nombreux aliments transformés, les hausses des coûts des intrants sont transférées aux consommateurs.

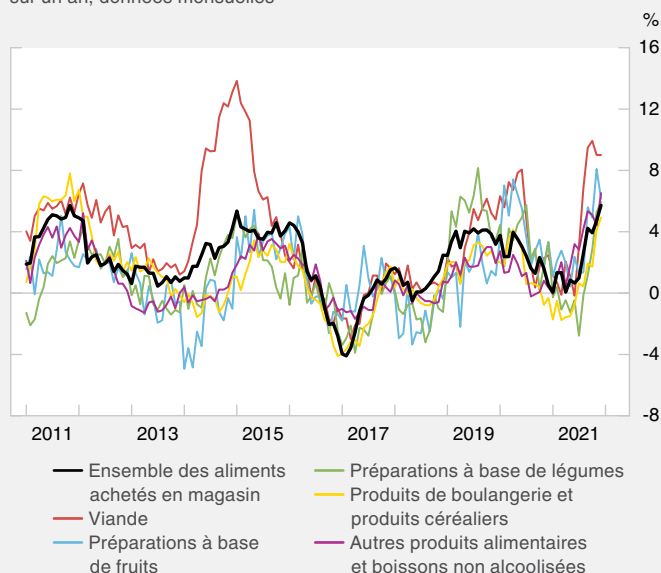
Deuxièmement, les entreprises de transformation d'aliments ont vu leur productivité et leurs coûts unitaires subir les contrecoups des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Elles ont aussi ralenti leurs chaînes de production afin de mettre en place des mesures sanitaires visant à protéger leurs travailleurs.

Enfin, la montée des coûts de l'énergie exerce des pressions haussières sur les coûts de distribution. Ces augmentations et d'autres du même ordre ont contribué, par exemple, à la récente hausse administrative des prix du lait payés aux producteurs laitiers.

Ces hausses des prix des aliments devraient se poursuivre. Par conséquent, la Banque prévoit que l'inflation alimentaire sera supérieure à sa moyenne historique en 2022.

#### Graphique 4-A : La hausse des prix des aliments a atteint son plus haut niveau en dix ans

Composante « aliments achetés en magasin » de l'IPC, taux de variation sur un an, données mensuelles

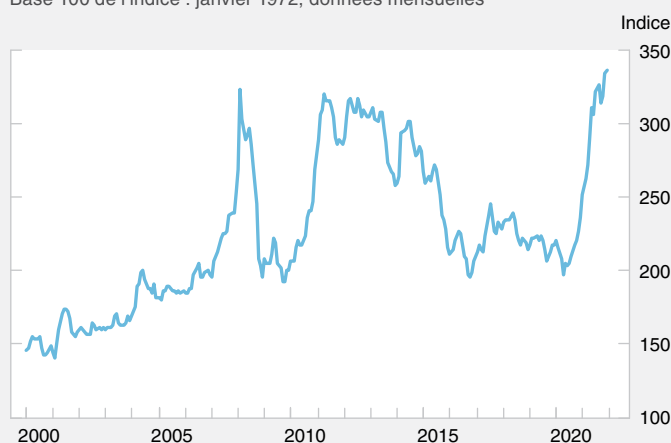


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2021

#### Graphique 4-B : Les prix des produits agricoles ont considérablement augmenté

Base 100 de l'indice : janvier 1972, données mensuelles



Nota : Les valeurs représentées correspondent à la composante « produits agricoles » de l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2021

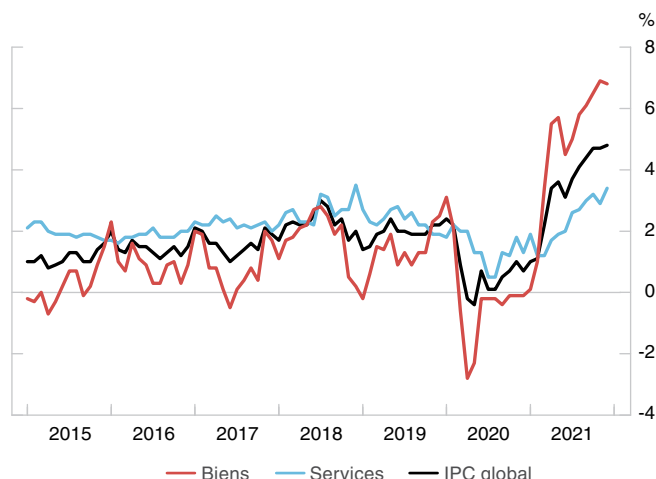
<sup>1</sup> Ces catégories d'aliments sont soit présentées soit incluses dans un groupe du **graphique 4-A**.



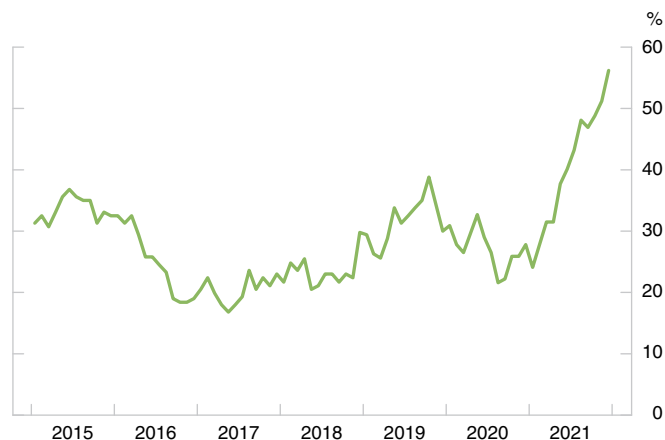
**Graphique 10 : Les pressions sur les prix pèsent sur une part importante des composantes de l'IPC, en particulier les biens**

Données mensuelles

a. Hausse des prix des biens et services mesurée par l'IPC, taux de variation sur un an



b. Part des composantes de l'IPC dont la croissance est supérieure à 3 % en glissement annuel

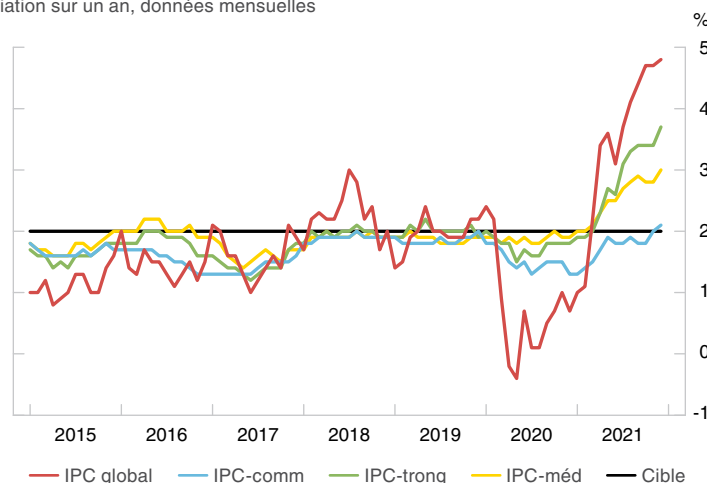


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2021

**Graphique 11 : Les mesures de l'inflation sont élevées**

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2021

Les mesures de l'inflation fondamentale ont légèrement augmenté depuis octobre, l'IPC-tronq et l'IPC-méd ayant atteint 3,7 et 3,0 % respectivement (**graphique 11**). L'IPC-comm est resté plus modéré, à 2,1 %, parce que cette mesure accorde moins d'importance à certaines des composantes qui ont affiché les plus grosses variations de prix, comme les véhicules automobiles. Par ailleurs, les prix de certaines composantes qui pèsent lourd dans l'IPC-comm – telles que le transport local et les produits de soins de santé – ont subi des pressions moins intenses.

## Une croissance forte durant la période de projection

La croissance économique devrait être robuste et plus équilibrée, s'établissant à 3¼ % en moyenne en 2022 et 2023, soutenue par la forte demande intérieure et étrangère (**tableau 2**). À mesure que les problèmes d'approvisionnement se résorberont et que les restrictions sanitaires seront levées, le PIB croîtra plus rapidement que l'emploi et la production par travailleur augmentera. Conjuguée à la fermeté des investissements des entreprises et à une immigration plus importante, cette hausse de la productivité du travail accélérera la progression de l'offre et devrait soutenir la croissance économique sans exercer une pression supplémentaire sur l'inflation.

## Une reprise tirée par la consommation

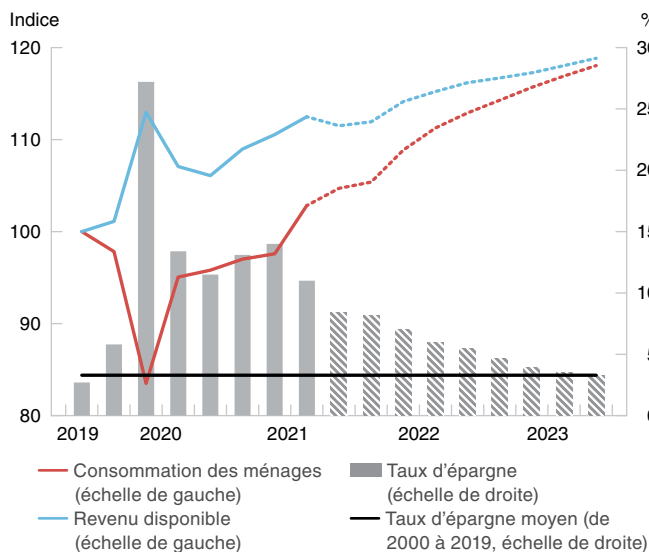
La croissance de la consommation devrait être forte durant la période de projection, soutenue par la création d'emplois (**graphique 12**). La consommation devrait également être stimulée par l'amélioration de la confiance des ménages et l'utilisation d'une partie de l'épargne qu'ils ont accumulée.

Après le premier trimestre de 2022, les dépenses en services pour lesquels la distanciation est difficile devraient s'accroître davantage avec la réduction des précautions sanitaires. Les achats ayant été reportés – comme ceux de biens tels que des véhicules automobiles et des électroménagers – augmenteront aussi à mesure que les problèmes d'approvisionnement se résorberont.

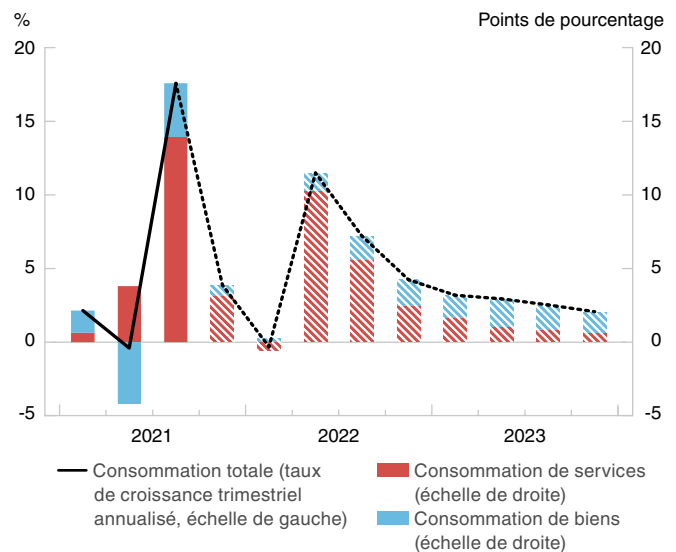
**Graphique 12 : La croissance de la consommation devrait être forte, surtout grâce aux services**

Données trimestrielles

a. Données nominales; base 100 de l'indice : 2019T4 (consommation et revenu)



b. Contribution à la croissance de la consommation réelle



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

On s'attend à ce que l'activité sur le marché du logement reste élevée, mais qu'elle diminue par rapport aux hauts niveaux actuels. Les reventes devraient être ralenties par le relâchement de la demande avivée par la pandémie, la réduction de l'importance de l'épargne accumulée et les taux d'emprunt désormais au-dessus des creux enregistrés pendant la pandémie. En même temps, l'allègement des perturbations des chaînes d'approvisionnement devrait soutenir la construction résidentielle en 2022. La croissance de l'offre qui en résultera, jumelée à la baisse de la demande, devrait aider à rééquilibrer les marchés du logement et à modérer la progression des prix des maisons.

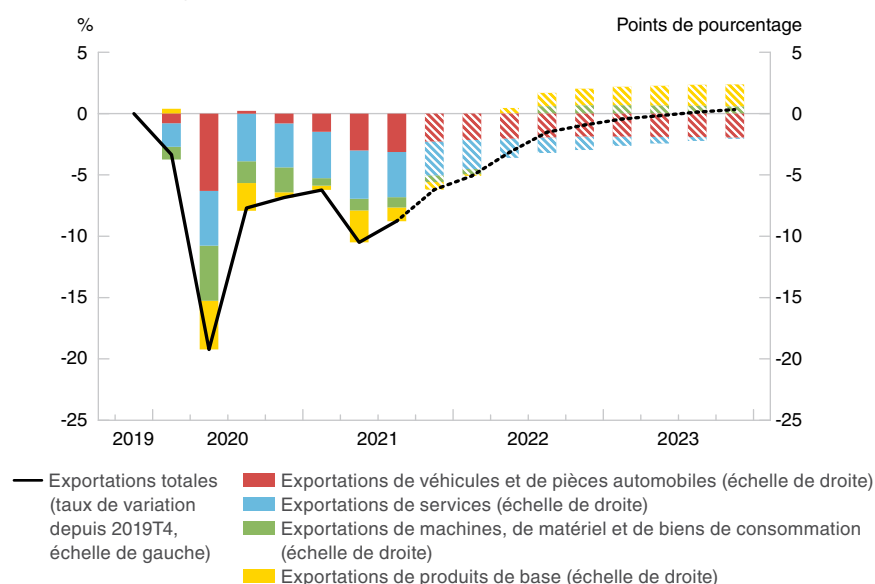
## La demande étrangère devrait soutenir une solide croissance des exportations

Sous l'effet de la forte demande étrangère et des prix élevés des produits de base, les exportations devraient enregistrer une robuste progression en 2022 (**graphique 13**). Cette croissance devrait ensuite se modérer en 2023, à l'instar de la croissance économique des États-Unis. Les exportations de biens hors énergie bénéficieront aussi de la dissipation des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales.

On s'attend à ce que les exportations de services se raffermissent à mesure que les voyages à l'étranger reprendront. Il faudra vraisemblablement du temps pour qu'elles se redressent complètement vu la lente reprise du tourisme international. Et à long terme, les nouvelles façons de travailler et mesures contre les changements climatiques pourraient nuire au niveau global des voyages internationaux.

### Graphique 13 : La demande étrangère et les prix élevés des produits de base devraient soutenir la reprise 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

Les prix relativement élevés du pétrole et du gaz naturel devraient soutenir les exportations d'énergie. On anticipe une vive croissance des exportations d'énergie en 2022, suivie d'une modération en 2023 en raison du ralentissement des projets visant l'expansion de la capacité d'exploitation des sables bitumineux. Avec la mise en service du prolongement du pipeline Trans Mountain, la capacité de transport devrait être suffisante pour soutenir la hausse des exportations de pétrole pendant plusieurs années.

À mesure que les chaînes d'approvisionnement verront leurs problèmes s'atténuer, la forte demande intérieure et la volonté des entreprises d'investir et de reconstituer leurs stocks devraient favoriser le redressement des importations de biens.

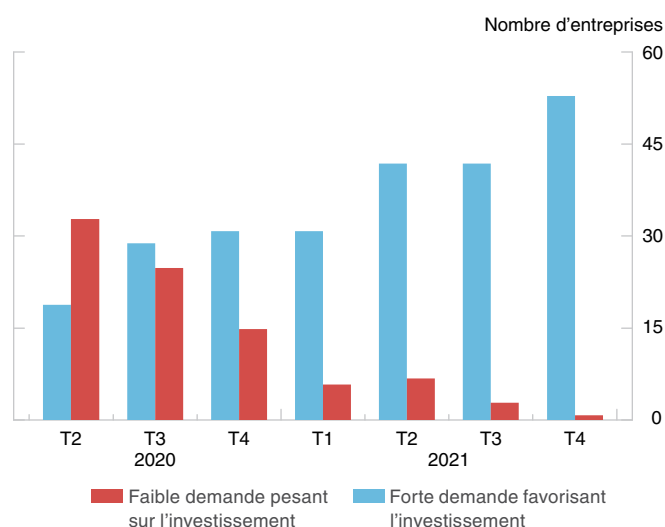
## Les investissements des entreprises devraient augmenter

Les investissements des entreprises devraient être robustes après une période de faiblesse attribuable à la pandémie (**graphique 14**). À l'extérieur du secteur pétrolier et gazier, on s'attend à ce que les entreprises accroissent leurs investissements en raison de la hausse de la demande intérieure et étrangère, de l'amélioration de la confiance des entreprises, de la capacité de production restreinte et de la diminution graduelle des contraintes d'approvisionnement. Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises du quatrième trimestre de 2021 ont indiqué de façon généralisée avoir la ferme intention d'investir.

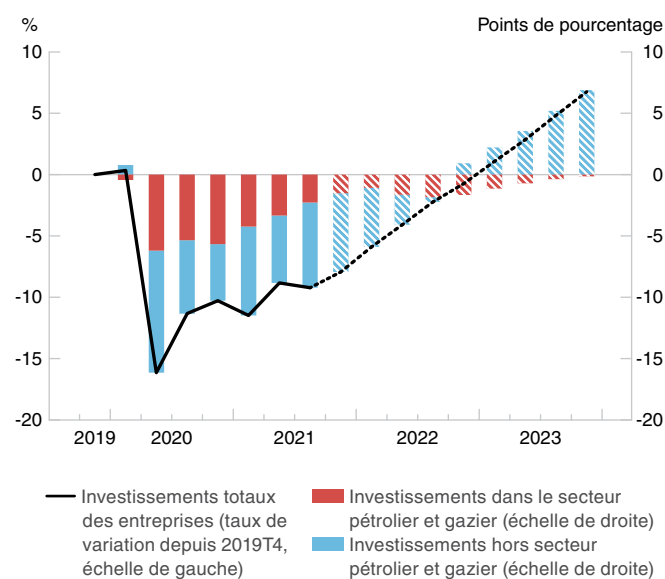
### Graphique 14 : Les investissements des entreprises devraient se raffermir

Données trimestrielles

a. Intentions d'investissement selon l'EPE\*



b. Contribution à l'écart entre les investissements réels totaux des entreprises et leur niveau du quatrième trimestre de 2019, en points de pourcentage



\* Entreprises citant la forte (faible) demande comme un facteur favorisant (freinant) l'investissement pour les douze mois à venir. L'enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) porte sur un échantillon d'une centaine d'entreprises.

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

Dernière observation : 2021T4 (EPE)

Les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient augmenter, mais demeurer en deçà des niveaux prépandémie. Malgré les prix relativement élevés, les investissements à long terme – dont ceux dans les sables bitumineux – resteront probablement modestes en raison de la forte incertitude entourant la demande future. Par contraste, les investissements à plus court terme, comme ceux dans les puits de pétrole et de gaz naturel classiques, devraient s'inscrire en hausse.

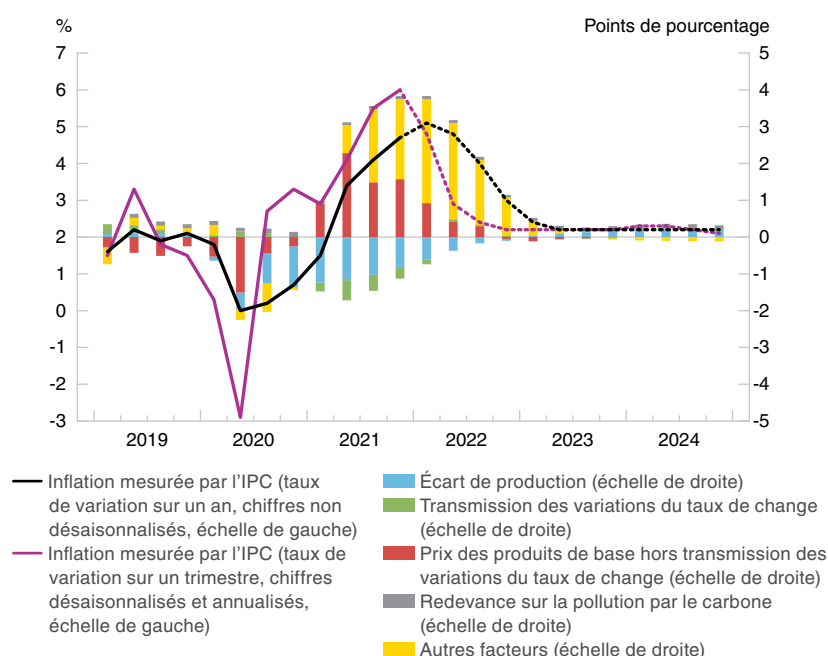
On prévoit que les investissements en stocks contribueront à la croissance, les entreprises reconstituant leurs stocks à la suite des baisses sans précédent de 2020 et des retards de livraison actuels.

## L'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser durant la seconde moitié de l'année

Suivant l'affaiblissement des forces liées à la pandémie, l'inflation devrait reculer dans la seconde moitié de 2022 et au début de 2023 (**graphique 15**). On s'attend à ce que les pressions à la hausse engendrées par les pénuries d'approvisionnement diminuent au cours de 2022. En supposant que les prix du pétrole resteront stables, l'effet stimulant des prix plus élevés de l'essence devrait s'estomper dans les prochains trimestres. Cette attente se traduit dans l'évolution prévue des taux d'inflation trimestriels annualisés de 2022, qui passent de quelque 4¾ % au premier trimestre à environ 2¼ % au quatrième. On prévoit que l'inflation sur un an avoisinera 5 % au début de 2022, puis qu'elle baissera aux alentours de 3 % d'ici la fin de 2022, à mesure que ces pressions se dissipent. L'inflation devrait ensuite s'établir autour de 2¼ % d'ici le deuxième semestre de 2023 et rester près de la cible en 2024.

### Graphique 15 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait diminuer à mesure que les facteurs liés à la pandémie se dissipent

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



Nota : Les autres facteurs comprennent notamment les effets sur l'inflation de diverses perturbations liées à l'approvisionnement, comme l'incidence des pénuries de semi-conducteurs sur les prix des véhicules automobiles, des difficultés d'expédition sur les prix de certains biens, et des mauvaises conditions météorologiques sur les prix des aliments. Parce que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

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

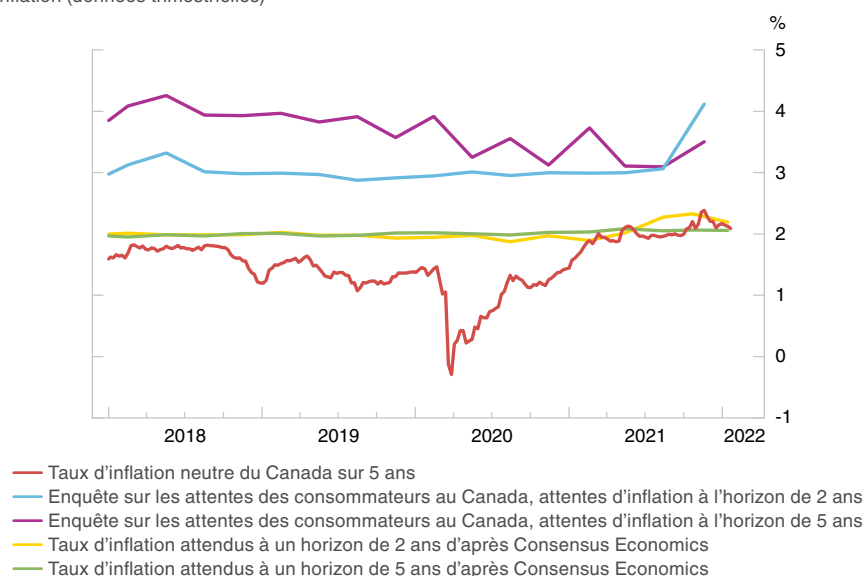
Les entreprises et les consommateurs anticipent des pressions élevées sur les prix au cours des deux prochaines années. La plupart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises et à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du quatrième trimestre de 2021 estiment que l'inflation dépassera 3 % en moyenne pendant les deux prochaines années.

Même si les attentes d'inflation sont en hausse, celles à plus long terme restent bien ancrées (**graphique 16**). La plupart des participants à la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises sont d'avis que l'inflation retournera près de la cible de 2 % d'ici un à trois ans.

Les attentes d'inflation des prévisionnistes du secteur privé ont augmenté pour la prochaine année, mais demeurent stables pour le plus long terme. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre 2021 font encore état d'une moyenne de 2 % au cours des dix prochaines années. De plus, bien que le point mort d'inflation à cinq et à dix ans au Canada dépasse désormais quelque peu les niveaux prépandémie, il reste bien en phase avec la cible d'inflation de 2 %.

### Graphique 16 : Les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées

Taux d'inflation neutre du Canada (moyenne hebdomadaire des données quotidiennes) et attentes d'inflation (données trimestrielles)



Nota : Le taux d'inflation neutre du Canada sur cinq ans correspond à l'écart entre les rendements d'obligations à rendement nominal et à rendement réel assorties de la même échéance et émises par le gouvernement du Canada. Le taux d'inflation neutre indique la trajectoire que devrait suivre l'inflation d'après les participants au marché, mais il est aussi influencé par les fluctuations des primes de risque d'inflation et de liquidité. Consensus Economics fournit des prévisions d'inflation sur un horizon de dix ans. Ces prévisions sont transformées en prévisions fondées sur un horizon fixe (deux et cinq ans) en fonction de la moyenne pondérée.

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

Dernières observations : janvier 2022 (Consensus Economics); 2021T4 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); 21 janvier 2022 (taux d'inflation neutre)

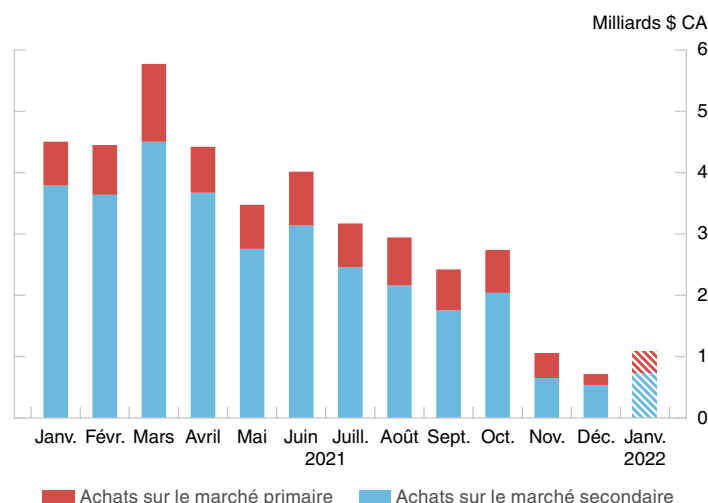


## Évolution du bilan de la Banque du Canada

En novembre 2021, compte tenu de la progression de la reprise économique, la Banque du Canada a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif et a amorcé la phase de réinvestissement. Durant cette phase, la Banque achète des obligations du gouvernement du Canada uniquement pour remplacer celles qui viennent à échéance et maintenir la détente créée par les précédents achats au titre de l'assouplissement quantitatif. Actuellement, cela nécessite des achats d'environ 4 à 5 milliards de dollars par mois (ou approximativement 1 milliard de dollars par semaine) sur les marchés primaire et secondaire (**graphique 17**). Ces achats permettent à la Banque de garder la taille de son portefeuille d'obligations du gouvernement du Canada assez stable à environ 435 milliards de dollars, ce qui représente en ce moment 87 % de la totalité de ses actifs. Les autres actifs inscrits au bilan ont été en grande partie acquis au début de la pandémie pour assurer le bon fonctionnement des marchés. La plupart d'entre eux sont déjà arrivés à échéance et sortis du bilan de la Banque, et ceux qui restent feront de même avec le temps.

### Graphique 17 : Le rythme des achats d'obligations du gouvernement effectués par la Banque du Canada a diminué au cours de 2021

Montants notionnels des achats d'obligations du gouvernement du Canada sur les marchés primaire et secondaire, moyenne hebdomadaire



Nota : Les colonnes représentent les montants des achats d'obligations du gouvernement du Canada à rendement nominal exprimés selon leur valeur nominale. La moyenne hebdomadaire des achats effectués jusqu'au 20 janvier est utilisée pour représenter les achats de janvier 2022.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 20 janvier 2022

## Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'incertitude entourant la projection demeure anormalement élevée. Les perspectives restent tributaires de l'évolution de la pandémie de COVID-19, plus particulièrement de la progression des variants. La pandémie continuera d'ébranler la confiance et de perturber l'offre pour un certain temps, faisant peser des risques tant à la hausse qu'à la baisse sur l'inflation. Bien que les taux élevés de vaccination au Canada aient diminué la probabilité d'un fort ralentissement économique, la réouverture de l'économie demeure complexe. Les contraintes d'approvisionnement généralisées devront s'assouplir. De plus, les habitudes de travail et de consommation des ménages changent. Par conséquent, l'évolution de l'offre et de la demande et ses effets sur l'inflation sont particulièrement incertains.

Certains risques décrits dans les rapports précédents ont été pris partiellement en compte dans la projection. Par exemple, le scénario de référence intègre des conséquences négatives de courte durée causées par le variant omicron ainsi que des pressions inflationnistes plus généralisées sous l'effet des perturbations de l'offre.

Même si la Banque considère que les risques à la hausse et à la baisse entourant les prévisions d'inflation sont relativement équilibrés, les risques à la hausse sont davantage préoccupants. Jusqu'à ce que l'inflation diminue considérablement, il existe un risque élevé que la population canadienne commence à croire que l'inflation va rester élevée à long terme. Une hausse des attentes d'inflation pourrait, à son tour, engendrer des pressions plus généralisées sur l'inflation et les coûts de la main-d'œuvre et exercer une influence durable sur l'inflation.

Cette section présente un ensemble de risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont considérés comme les plus importants parmi ceux qui ont été pris en compte.

### 1) Effets plus persistants de la pandémie sur la confiance (↓)

L'émergence du variant omicron est un rappel que l'évolution de la pandémie reste incertaine. Les effets de la pandémie sur la confiance des entreprises et des ménages et sur l'activité économique pourraient être plus graves et plus tenaces que ce qui est postulé dans la projection. Par exemple, les variants du coronavirus pourraient miner plus durablement la confiance et retarder la reprise dans les secteurs des services où la distanciation est difficile.

## 2) Goulots d'étranglement du côté de l'offre et pressions sur les coûts plus persistants (↑)

La propagation des variants du coronavirus pourrait perturber davantage les activités de fabrication et de transport, occasionnant des pénuries de biens et de main-d'œuvre prolongées. Elle pourrait aussi retarder le rééquilibrage de la consommation des biens vers les services. Une préférence continue pour la consommation de biens aggraverait l'engorgement des chaînes d'approvisionnement, qui sont déjà mises à rude épreuve. De plus, face aux perturbations à répétition de leurs activités, des entreprises pourraient apporter des ajustements à leurs chaînes d'approvisionnement, par des moyens qui risqueraient de faire augmenter les coûts. Des pénuries de main-d'œuvre plus persistantes pourraient aussi accentuer les pressions sur les salaires. Conjugués, ces effets engendreraient des pressions inflationnistes plus durables.

## 3) Renversement de la croissance des prix des biens (↓)

Les changements induits par la pandémie dans les habitudes de consommation et les perturbations de l'approvisionnement ont fait monter les prix des biens. Dans son scénario de référence, la Banque suppose que ces hausses de prix auxquelles sont confrontés les consommateurs ne s'inverseront pas. Cependant, le rééquilibrage de la consommation des biens vers les services pourrait se produire plus rapidement que ce qui est postulé dans la projection. Combinées à une expansion des capacités de transport et aux efforts pour améliorer la logistique, ces évolutions pourraient résoudre les problèmes dans les chaînes d'approvisionnement plus rapidement que prévu et faire baisser certains prix. Si cela se produisait, l'inflation se révélerait plus faible qu'anticipé. Par exemple, dans un scénario où ces effets de la pandémie sur les prix s'inversaient de 30 %, l'inflation descendrait plus rapidement pour s'établir légèrement sous la barre des 2 % en 2023.

## 4) Dépenses des ménages plus élevées au Canada (↑)

Dans sa projection, la Banque maintient une certaine prudence en ce qui concerne la consommation. Toutefois, au fil du temps, la diminution de l'incertitude liée à la pandémie pourrait raviver la confiance davantage que ce qui était envisagé. Les ménages pourraient ainsi dépenser une plus grande partie de leur épargne accumulée. La consommation et l'investissement résidentiel seraient alors plus soutenus que prévu et contribueraient à intensifier les pressions inflationnistes.

## 5) Détérioration marquée de la conjoncture économique et financière mondiale (↓)

Compte tenu des hauts niveaux d'endettement à l'échelle mondiale et des valorisations boursières élevées, une diminution de l'appétit pour le risque pourrait provoquer un resserrement marqué des conditions financières mondiales. Les pressions inflationnistes accrues et l'incertitude connexe entourant le moment où les économies avancées réduiront la détente monétaire pourraient déclencher des sorties de capitaux, particulièrement dans certains pays émergents. Ces sorties créeraient des tensions financières, ce qui ralentirait la croissance. De plus, les efforts déployés par les autorités chinoises

dans le but de contrer les vulnérabilités et d'orchestrer un atterrissage en douceur dans le secteur immobilier pourraient peser plus que prévu sur la croissance. De tels chocs pourraient avoir des retombées négatives sur l'économie mondiale et se traduiraient, pour l'économie canadienne, par une baisse des exportations, un affaiblissement des prix des produits de base et une détérioration des termes de l'échange.