



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 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.

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.

D'habitude, ses décisions en matière de politique monétaire sont annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

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

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la taxe sur les produits et services et la taxe de vente harmonisée, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'inflation mesurée par l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC – elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50^e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

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

Octobre 2021

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
Messages clés.....	2
Encadré 1 : Principaux éléments de la projection.....	2
L'économie mondiale	4
Encadré 2 : Hausse de l'inflation à l'échelle mondiale à mesure que les prix se redressent par rapport à leur creux de 2020.....	5
Encadré 3 : Révisions des projections économiques depuis le <i>Rapport</i> de juillet.....	7
Les conditions financières restent accommodantes.....	8
Une croissance forte, mais plus lente, aux États-Unis.....	9
L'économie de la zone euro est soutenue par l'allègement des restrictions	9
L'économie de la Chine fait face à de multiples vents contraires	10
La croissance des pays émergents est bridée par une pénurie de vaccins.....	10
Hausse des prix de l'énergie	10
L'économie canadienne	12
L'économie affiche de nouveau une croissance robuste.....	13
La réouverture de l'économie entraîne une forte croissance de l'emploi.....	16
Encadré 4 : La reprise du marché du travail est bien entamée, mais reste inachevée .	16
Les perturbations de l'approvisionnement pèsent sur la capacité de production	19
Des facteurs liés à la pandémie et les prix de l'énergie stimulent l'inflation mesurée par l'IPC.....	20
Encadré 5 : Les causes de l'inflation accrue.....	21
La croissance devrait demeurer solide durant la période de projection	22
Les dépenses des ménages tirent la reprise	22
La demande étrangère devrait contribuer à une reprise solide des exportations.....	23
Les investissements des entreprises devraient augmenter.....	24
L'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser en 2022 pour s'établir autour de 2 % en fin d'année.....	25
Évolution du bilan de la Banque	28
Les risques entourant les perspectives d'inflation	30

Vue d'ensemble

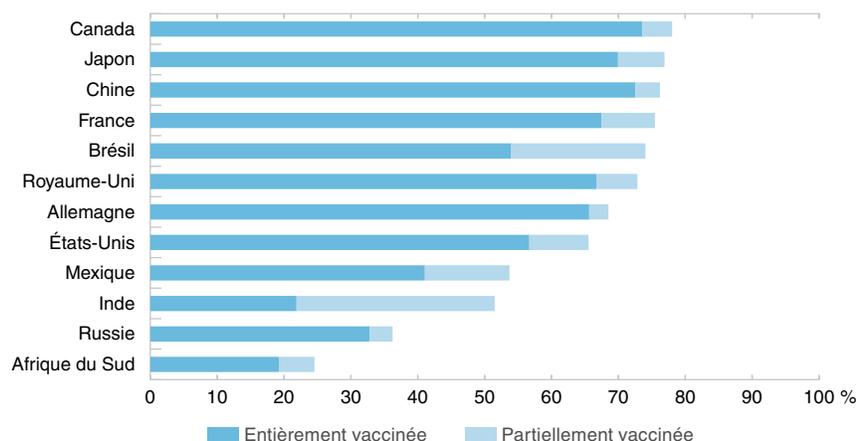
La hausse des taux de vaccination et l'assouplissement des restrictions sanitaires soutiennent la reprise économique au Canada et dans d'autres grandes économies (**graphique 1** et **encadré 1**). Cependant, le variant delta de la COVID-19 a causé une augmentation des infections dans certaines régions du monde. Les pays émergents et les pays en développement dont les taux de vaccination sont plus bas et qui n'ont pas en place autant de mesures de soutien monétaires et budgétaires sont particulièrement touchés.

L'activité économique a repris de la vigueur et l'inflation a augmenté au Canada et dans le monde au deuxième semestre de 2021. En conséquence, les banques centrales de plusieurs économies avancées ont réduit l'envergure de leurs mesures de détente monétaire ou manifesté leur intention de le faire.

Les perturbations de l'approvisionnement et les contraintes énergétiques pèsent sur la croissance et poussent les prix à la hausse dans bon nombre d'économies, y compris au Canada. L'emploi a augmenté, mais la reprise du marché du travail reste incomplète.

Graphique 1 : Les taux de vaccination contre la COVID-19 demeurent inégaux d'un pays à l'autre

Pourcentage de la population vaccinée contre la COVID-19



Sources : sources nationales via le site Our World in Data et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 18 septembre – 24 octobre 2021

Messages clés

- L'économie canadienne retrouve une croissance robuste.
- Les solides gains au chapitre de l'emploi dans les secteurs où la distanciation est difficile ont considérablement réduit l'effet inégal de la pandémie sur les travailleurs. Malgré la marge persistante de capacités excédentaires sur le marché du travail, certaines entreprises continuent d'avoir du mal à trouver rapidement des travailleurs pour satisfaire la demande croissante.
- Les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales se sont intensifiées et limitent la production de certains biens tout en entraînant une hausse des coûts et des prix.
- Bien que l'incidence et la persistance des facteurs liés à l'approvisionnement soient difficiles à chiffrer, ces derniers laissent supposer que l'écart de production serait moindre que ce qui était projeté en juillet. La Banque s'attend désormais à ce que la marge de capacités excédentaires se résorbe au cours du deuxième ou du troisième trimestre de 2022, même si les défis tout à fait inhabituels associés à la réouverture de l'économie rendent ces prévisions plus incertaines que d'ordinaire.
- Étant donné les contraintes persistantes de l'offre et la hausse des prix de l'énergie, la Banque anticipe que l'inflation restera au-dessus de la fourchette cible plus longtemps que prévu avant de revenir près de 2 % vers la fin de 2022.
- La Banque juge que les risques entourant la présente projection de l'inflation sont relativement équilibrés. Mais, comme l'inflation se situe au-dessus de la limite supérieure de la fourchette de maîtrise visée par la Banque et qu'elle devrait s'y maintenir pendant 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 (**graphique 1**). La Banque suppose que la majeure partie des restrictions sanitaires et des mesures de distanciation physique volontaires seront abandonnées au cours de 2022. 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 avoir été assouplies d'ici la fin de 2021. 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. Elle suppose que les ménages alloueront 20 % du surplus d'épargne qu'ils ont accumulé pendant la pandémie à des dépenses de consommation.
- Dans sa projection, la Banque tient compte de mesures de relance budgétaire fédérales d'un montant de 108 milliards de dollars, conformément au budget fédéral de 2021.
- 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, à 75 \$ US pour le West Texas Intermediate et à 65 \$ US pour le Western Canadian Select, chacun étant 5 \$ US au-dessus de l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de juillet.

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (suite)

- 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, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment et à peine plus bas que les 81 cents américains postulés dans le *Rapport* de juillet.
- La pandémie et les mesures prises pour l'endiguer, ainsi que les perturbations des chaînes d'approvisionnement, ont des effets négatifs tant transitoires que durables sur l'offre au sein de 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 effets temporaires de facteurs comme les mesures sanitaires et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. La Banque suppose que la production potentielle progressera d'environ 1,6 % en moyenne par année sur la période 2021-2023, soit à peu près 0,2 point de pourcentage de moins qu'elle l'avait estimé dans le *Rapport* de juillet. Ce changement a été apporté essentiellement pour tenir compte de la trajectoire de croissance plus basse des investissements des entreprises. Par conséquent, le niveau de la production potentielle projeté pour 2023 est inférieur d'environ 1 % à l'estimation pré-pandémie².
 - Dans sa projection, la Banque suppose aussi que les mesures sanitaires intérieures n'ont plus d'incidence notable sur l'offre de biens et de services, mais que celle-ci subit le contrecoup d'autres facteurs transitoires. D'abord, les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales ont sur l'offre des répercussions à court terme importantes. 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'ensemble de ces effets réduira l'offre, avec une contraction maximale d'environ 1,8 % atteinte au quatrième trimestre de 2021. Ces effets devraient se dissiper graduellement en 2022.
 - La croissance globale de l'offre est estimée en combinant les estimations des effets provisoires des perturbations des chaînes d'approvisionnement et l'évaluation de la production potentielle.
- La croissance du PIB a repris dans un contexte de perturbations accrues de l'offre au troisième trimestre. La Banque estime que l'écart de production (la différence entre le produit intérieur brut et l'offre) était plus faible au troisième trimestre (de l'ordre de -2,25 à -1,25 %) que dans l'estimation révisée du deuxième trimestre (-3,25 à -2,25 %).
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de l'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Pour le Canada, la projection économique repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point milieu de la fourchette estimée de 1,75 à 2,75 %, réévaluée dans le *Rapport* d'avril 2021.

1 Comme dans les rapports récents, 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 causée par les mesures sanitaires est, en partie, d'assez courte durée. À partir de ce rapport-ci, elle tient aussi compte du rôle des perturbations des chaînes d'approvisionnement dans cette diminution provisoire de l'offre.

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.

L'économie mondiale

L'activité économique continue de s'améliorer à l'échelle du globe, mais la progression reste volatile et inégale. Les bases de la reprise sont plus solides dans les économies avancées que dans les pays émergents en raison des meilleurs taux de vaccination et des mesures plus expansionnistes. Par ailleurs, le redressement des marchés du travail demeure inégal et incomplet dans de nombreux pays.

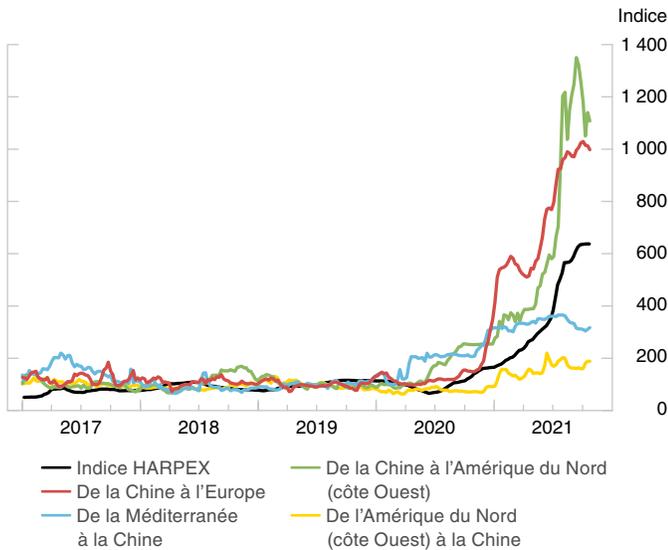
La reprise de l'activité est solide aux États-Unis, bien qu'elle ait été ralentie par le variant delta du coronavirus ces derniers mois. L'économie chinoise fait face à des vents contraires qui limitent son expansion. D'autres pays émergents et la zone euro renouent quant à eux avec la croissance à mesure que les restrictions liées à la pandémie sont davantage assouplies.

Les importantes perturbations de l'approvisionnement énergétique dans différentes parties du monde nuisent à l'activité économique et font monter les coûts et l'inflation. L'engorgement des infrastructures de transport et les ruptures d'approvisionnement de nombreux produits freinent aussi la croissance et exercent des pressions haussières sur les prix de certains biens, surtout en Amérique du Nord (**graphique 2, encadré 2**). Ces pressions sur l'inflation devraient persister jusqu'à la seconde moitié de 2022.

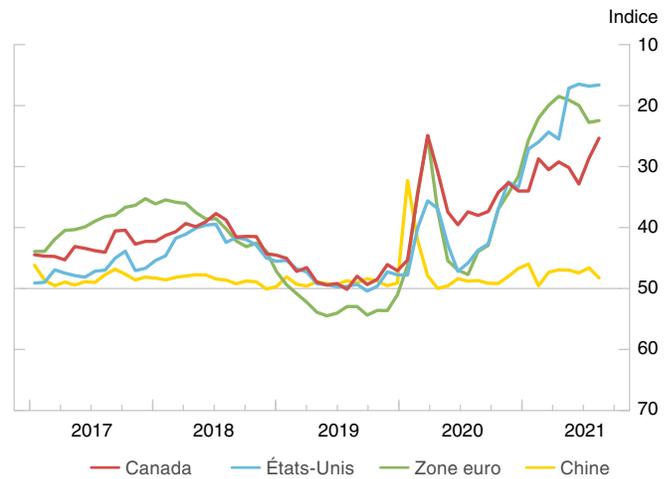
Globalement, la Banque prévoit que la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial s'accélérera pour atteindre 6,5 % en 2021, soit un rythme très rapide, mais inférieur à ce qui était envisagé dans le *Rapport* de juillet (**tableau 1, encadré 3**). On s'attend à ce que la croissance se modère à l'échelle mondiale en 2022 et en 2023 une fois que le rebond initial de l'économie sera passé et que les effets des mesures de relance s'atténueront.

Graphique 2 : Les frais de transport sont élevés, et les délais de livraison atteignent des niveaux historiquement élevés

a. Indice Freightos Baltic et indice HARPEX, 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, 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 Pertersen (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 : 22 octobre 2021 (indice HARPEX); 24 octobre 2021 (série d'indices Freightos Baltic); septembre 2021 (indice PMI)

Encadré 2

Hausse de l'inflation à l'échelle mondiale à mesure que les prix se redressent par rapport à leur creux de 2020

L'inflation a dépassé la cible dans de nombreuses économies avancées, dont les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni et l'Allemagne, et elle a généralement augmenté davantage dans les économies émergentes comme le Brésil, la Russie et le Mexique. Les prix plus élevés des aliments et de l'énergie ainsi que la transmission des dépréciations des taux de change accentuent les pressions inflationnistes dans beaucoup d'économies émergentes. Si les attentes d'inflation commencent à se désancrer de la cible, l'inflation pourrait se maintenir à des niveaux élevés. Compte tenu des préoccupations entourant les perspectives d'inflation, la politique monétaire a été resserrée dans certaines économies émergentes, notamment au Brésil, en Russie et au Mexique.

En revanche, l'inflation demeure relativement faible au Japon, en Chine et dans un certain nombre d'autres économies. Ces divergences mondiales en matière d'inflation sont attribuables aux différences quant à l'ampleur des capacités excédentaires au sein de l'économie, aux antécédents historiques en matière

d'inflation et aux anticipations d'inflation. D'autres facteurs idiosyncratiques, comme les effets des taux de change, y contribuent également.

Les hausses récentes de l'inflation qu'on observe dans certains pays sont principalement dues à des facteurs transitoires qui font monter le niveau des prix :

- Le rebond des prix de l'énergie et d'autres produits de base, par rapport à leurs bas niveaux attribuables à la pandémie en 2020, pousse partout à la hausse l'inflation. L'augmentation des prix des aliments contribue dans une large mesure à cette hausse, en particulier dans les économies émergentes où les aliments représentent une plus grande part du panier de consommation. Une exception notable : les prix du porc en Chine, qui exercent une pression à la baisse sur l'inflation dans ce pays à mesure que l'offre se rétablit de l'incidence de la peste porcine africaine.

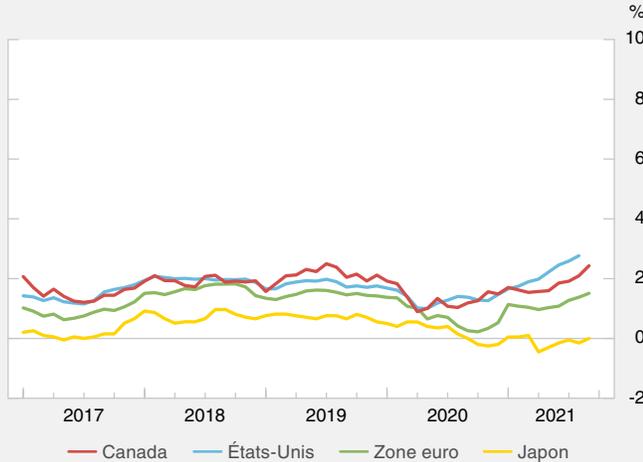
(suite à la page suivante)

Encadré 2 (suite)

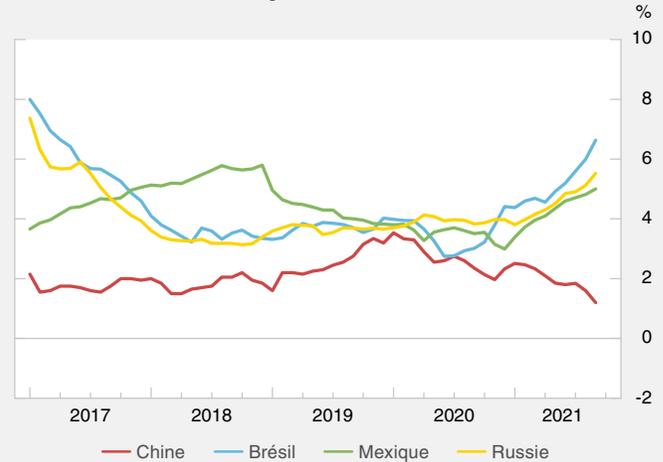
Graphique 2-A : Les variations de prix sur une période de deux ans sont moins prononcées

Données mensuelles

a. Économies avancées, variation sur 24 mois



b. Économies de marché émergentes, variation sur 24 mois



Nota : La variation sur 24 mois correspond au taux de croissance de l'inflation annualisé sur deux ans, calculé à partir de l'inflation mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages pour les États-Unis, de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et de l'inflation mesurée par l'IPC pour tous les autres pays.

Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat, ministère des Affaires intérieures et des Communications (Japon), Bureau national des statistiques de Chine, Institut brésilien de géographie et de statistique, Institut national de statistique et de géographie (Mexique) et Service fédéral des statistiques d'État de Russie via Haver Analytics
 Dernières observations : août 2021 (États-Unis); septembre 2021 (autres pays)

- Pour certains services, comme les transports et l'hébergement, les prix qui avaient chuté au début de la pandémie ont commencé à augmenter dans certaines régions. Cela s'observe particulièrement dans les économies avancées, du fait de la demande accrue.
- Les prix de certains biens durables ont fortement progressé, en raison du vif essor de la demande dans un contexte de contraintes d'approvisionnement telles que la pénurie mondiale de semi-conducteurs. De plus, les restrictions sanitaires et mesures de distanciation physique dans les ports et les usines contribuent à des perturbations de la production et à une hausse des coûts d'expédition.

Ces facteurs sont à l'origine d'une augmentation rapide de l'inflation sur un an. Cependant, les variations des prix par rapport à leurs niveaux d'il y a deux ans sont nettement moins prononcées dans les économies avancées (**graphique 2-A**).

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	-3,4 (-3,5)	5,6 (6,6)	3,9 (5,1)	2,7 (1,8)
Zone euro	12	-6,5 (-6,7)	5,3 (4,8)	4,5 (4,7)	1,9 (1,9)
Japon	4	-4,7 (-4,7)	2,5 (2,7)	3,0 (2,6)	0,1 (0,4)
Chine	18	2,3 (2,3)	7,9 (8,9)	5,3 (5,6)	5,9 (5,5)
Pays émergents importateurs de pétrole [‡]	33	-2,5 (-2,5)	7,4 (8,0)	4,0 (3,9)	3,9 (3,8)
Autres pays [§]	16	-3,5 (-3,6)	4,8 (4,7)	4,1 (3,8)	2,0 (2,3)
Monde	100	-2,2 (-2,4)	6,5 (6,9)	4,3 (4,4)	3,4 (3,2)

* 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

Encadré 3

Révisions des projections économiques depuis le *Rapport de juillet*

Perspectives du PIB mondial

Depuis juillet, les perspectives de croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial ont été revues à la baisse, soit d'environ 0,3 point de pourcentage en moyenne pour 2021 et 2022. Elles ont été revues à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2023¹.

Les facteurs suivants ont conduit la Banque à réviser à la baisse sa prévision de croissance pour 2021 et 2022 :

- En Chine, dans les autres pays émergents ainsi qu'aux États-Unis, la propagation du variant delta du coronavirus semble avoir eu une incidence négative plus prononcée sur la consommation que la Banque ne l'avait estimé en juillet.

- Les dépenses publiques américaines au deuxième trimestre de 2021 ont été nettement plus faibles que prévu. La Banque suppose maintenant dans sa projection que l'enveloppe allouée à la relance aux États-Unis sera dépensée plus lentement qu'elle ne l'avait présumé dans le *Rapport de juillet*.
- Les effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement sur les dépenses et les prix se révèlent plus prononcés et persistants que prévu, surtout aux États-Unis.
- Les changements apportés en Chine à la réglementation du secteur de l'immobilier, entre autres, devraient peser sur l'activité dans le secteur du logement et sur les investissements des entreprises.

¹ Le niveau du PIB mondial à la fin de 2023 n'est que de 0,2 % plus bas qu'escompté dans le *Rapport de juillet* en raison de révisions positives importantes des données historiques concernant le PIB des pays émergents importateurs de pétrole et de la zone euro.

(suite à la page suivante)

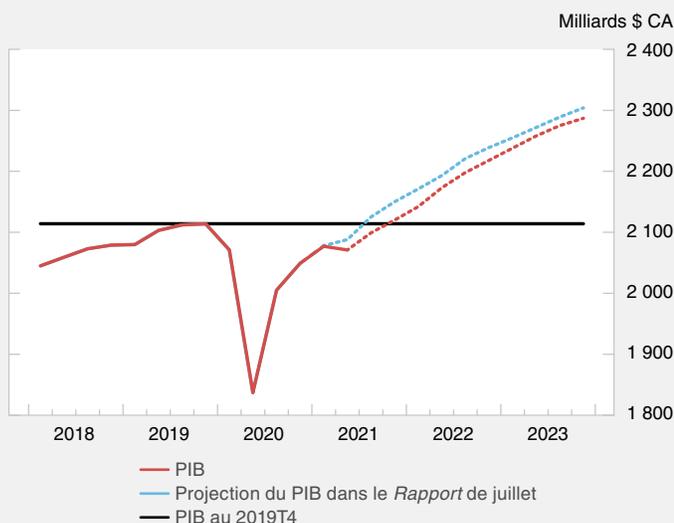
Encadré 3 (suite)

Perspectives du PIB canadien

La croissance du PIB au Canada pour le troisième trimestre de 2021 a été revue à la baisse d'environ 1¾ point de pourcentage et s'établit maintenant aux alentours de 5½ %. La Banque s'attend à ce que le rebond des exportations, de la consommation et des investissements des entreprises soit plus faible que prévu, en raison surtout des effets des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Elle s'attend aussi à ce que l'activité sur le marché du logement fléchisse à un rythme un peu plus soutenu.

Graphique 3-A : Le redressement du PIB canadien est légèrement inférieur aux prévisions de juillet

Données trimestrielles désaisonnalisées (chiffres annualisés), dollars enchaînés de 2012



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

La croissance du PIB canadien en 2021 a été revue à la baisse d'à peu près 1 point de pourcentage pour ainsi avoisiner 5 %. Par conséquent, la Banque s'attend à ce que le niveau du PIB réel à la fin de 2021 soit environ 1½ % plus bas que prévu (**graphique 3-A**). La croissance du PIB pour 2022 a été revue à la baisse d'environ ¼ point de pourcentage, tandis que celle pour 2023 a été revue à la hausse d'environ ½ point de pourcentage. Il résulte de l'ensemble de ces révisions un PIB réel à peu près ¾ % plus bas d'ici la fin de 2023, ce qui cadre globalement avec la révision à la baisse de la production potentielle (**encadré 1**).

La détérioration des perspectives de croissance du PIB en 2022 et en 2023 est largement attribuable aux perturbations accrues et plus persistantes de l'approvisionnement et à l'affaiblissement de la demande étrangère.

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 juillet. Les perspectives d'inflation sont révisées à la hausse d'environ 0,4 point de pourcentage pour 2021, ce qui porte l'inflation mesurée par l'IPC au voisinage de 3,4 %. Les perspectives sont aussi révisées à la hausse d'environ 1 point de pourcentage pour 2022 et 0,1 point de pourcentage pour 2023, pour s'établir désormais aux alentours de 3,4 % et 2,3 %, respectivement. Ces révisions à la hausse tiennent aux effets plus prononcés et plus durables des contraintes d'approvisionnement ainsi qu'aux prix de l'énergie plus élevés.

Les conditions financières restent accommodantes

Les conditions financières continuent de soutenir l'activité économique. Dans les économies avancées, les écarts de taux sur les obligations de sociétés demeurent faibles et les indices boursiers avoisinent généralement leurs sommets historiques. Bien qu'ils restent bas, les rendements des obligations d'État à 10 ans sont plus élevés que ce qui était indiqué dans le *Rapport* de juillet. Cela s'explique en partie par les attentes d'inflation élevées dont rendent compte les indicateurs de marché ainsi que les prévisions du secteur privé. En réponse à l'amélioration des conditions économiques et à la hausse de l'inflation, plusieurs banques centrales des économies avancées diminuent – ou signalent leur intention de diminuer – le rythme de leurs achats d'actifs. À l'échelle mondiale, mais surtout dans les pays émergents, certaines ont aussi relevé leur taux directeur.

Une croissance forte, mais plus lente, aux États-Unis

Le PIB des États-Unis a progressé à une cadence soutenue durant la première moitié de l'année et a dépassé son niveau d'avant la pandémie. Toutefois, la reprise du marché du travail est plus lente. Bien que le taux de postes vacants soit près d'un sommet historique, le taux d'emploi reste inférieur à son niveau pré-pandémie pour la plupart des catégories de travailleurs. Les mesures globales de la croissance des salaires ont augmenté dernièrement, surtout dans certains secteurs, comme les loisirs et l'hôtellerie, dont les activités ont repris rapidement.

La croissance du PIB devrait ralentir durant la seconde moitié de 2021, reflétant la décélération de la croissance de la consommation. Cette attente s'explique en partie par l'atténuation des effets positifs des transferts gouvernementaux passés ainsi que par la recrudescence temporaire du nombre de cas de COVID-19 durant l'été, qui a freiné la croissance dans les services pour lesquels la distanciation physique est difficile à respecter. L'engorgement des infrastructures de transport ainsi que les pénuries de semi-conducteurs et de matériaux de construction continuent de limiter la production dans certains secteurs importants pour les exportations canadiennes, comme ceux des véhicules et pièces automobiles et de la construction. On prévoit maintenant que ces perturbations des chaînes d'approvisionnement dureront jusqu'à la seconde moitié de 2022, après quoi la production devrait augmenter dans ces secteurs.

La Banque anticipe qu'une solide progression de la consommation soutiendra le PIB en 2022 et en 2023, quand les ménages commenceront à dépenser une partie de leurs épargnes accumulées pendant la pandémie. Cette projection tient aussi compte des dépenses publiques additionnelles de 1 500 milliards de dollars américains en infrastructures et en recherche et développement, qui s'étaleront sur huit ans à compter de 2022.

Dans l'ensemble, le PIB américain devrait croître de 5,6 % en 2021, soit un rythme plus lent que celui projeté dans le *Rapport* de juillet (**encadré 3**). La Banque prévoit une modération de la croissance en 2022 et en 2023, lorsque le rebond de l'économie accompagnant la sortie de la pandémie se sera estompé et que les dépenses liées aux mesures de relance budgétaire diminueront.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages monte pour s'établir à près de 5 % dans la seconde moitié de 2021. Elle culminera probablement au quatrième trimestre pour ensuite baisser graduellement à mesure que les effets temporaires des ruptures d'approvisionnement se dissiperont et que les prix de l'énergie se stabiliseront. Elle devrait néanmoins se maintenir au-dessus de 2 % durant la période de projection.

L'économie de la zone euro est soutenue par l'allègement des restrictions

La Banque s'attend à ce que le fort redressement du PIB de la zone euro se poursuive durant le second semestre de 2021. Les hauts taux de vaccination ont permis un assouplissement des restrictions sanitaires, favorisant ainsi les dépenses dans les services pour lesquels la distanciation physique est difficile à respecter. De plus, les actions des pouvoirs publics continuent de stimuler la demande intérieure. On prévoit que la croissance se modèrera en 2022 et en 2023, à mesure que les effets initiaux de la réouverture de l'économie et les retombées des mesures de relance budgétaire s'estomperont.

L'économie de la Chine fait face à de multiples vents contraires

La Banque estime que le PIB chinois progressera d'environ 8 % en 2021, grâce à la forte poussée de la fin 2020. Toutefois, la croissance a ralenti ces derniers temps. Elle devrait ainsi s'établir juste au-dessus de 2 % en moyenne durant la deuxième moitié de 2021, freinée par les mesures visant à contenir la pandémie ainsi que les pénuries énergétiques et le resserrement passé des politiques budgétaire et monétaire. En outre, la réglementation immobilière en vigueur depuis 2020 fait baisser l'activité sur le marché du logement, plongeant des promoteurs immobiliers 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 les investissements des entreprises. On s'attend à ce que la croissance ralentisse pour s'établir en deçà de 6 % en 2022 et en 2023. L'incertitude entourant le secteur immobilier et les répercussions des récents changements réglementaires est élevée et pourrait se traduire par une croissance plus faible que prévu au cours de la période de projection.

La croissance des pays émergents est bridée par une pénurie de vaccins

Après s'être fortement contractée au deuxième trimestre, l'activité économique dans d'autres pays émergents importateurs de pétrole devrait rebondir au cours de la seconde moitié de 2021, sous l'effet de la baisse du nombre de cas quotidiens de COVID-19 et de l'allègement de certaines restrictions sanitaires. Toutefois, la Banque anticipe un ralentissement de la croissance du PIB en 2022 et en 2023 comparativement à 2021, passé le rebond initial de l'économie. On prévoit que la lenteur des campagnes de vaccination et le manque d'aide du secteur public continueront de freiner la croissance dans de nombreux pays émergents.

L'activité économique continue de se raffermir dans le groupe « Autres pays » (**tableau 1**). La hausse de la production et des prix du pétrole stimule la croissance dans les pays exportateurs de pétrole appartenant à ce groupe. Les campagnes de vaccination efficaces dans les économies avancées et l'assouplissement consécutif des restrictions soutiennent également l'activité économique.

Hausse des prix de l'énergie

La production de pétrole et de gaz naturel a eu du mal à garder le rythme avec le raffermissement de la demande. Parallèlement, les interruptions temporaires d'approvisionnement ainsi que le faible niveau des stocks de pétrole et de gaz naturel ont fait monter les prix de l'énergie depuis la parution du *Rapport* de juillet (**graphique 3**, figure a). Par ailleurs, les producteurs américains de pétrole et de gaz naturel hésitent encore à accroître leur production. Quant à eux, les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains pays producteurs non membres de l'OPEP (regroupés sous le nom d'OPEP+) continuent d'augmenter leur production de façon seulement modérée, en dépit des prix élevés.

Les prix du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canadian Select se sont accrus. Dans sa projection, la Banque les situe à présent à 80 \$ US, 75 \$ US et 65 \$ US, respectivement, chacun 5 \$ US au-dessus

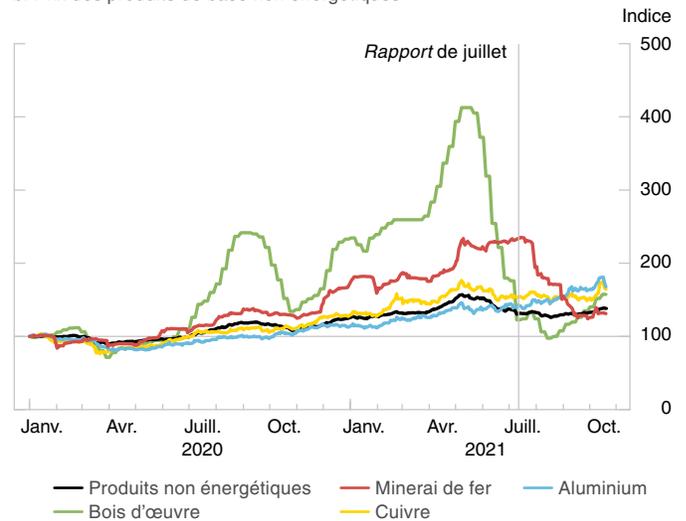
Graphique 3 : Les prix de l'énergie ont augmenté, alors que les prix d'autres produits de base ont fluctué ces derniers mois

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

a. Prix de l'énergie



b. Prix des produits de base non énergétiques



Nota : La série de données sur le minerai de fer reflète les prix de cette matière première en Chine. Les autres 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.

Sources : Chicago Mercantile Exchange, COMEX et London Metal Exchange via Haver Analytics, Random Lengths via Bloomberg Finance L.P. et Banque du Canada

Dernière observation : 22 octobre 2021

de l'hypothèse formulée en juillet (**encadré 1**). À court terme, les ruptures d'approvisionnement temporaires, le vif raffermissement de la demande et le faible niveau des stocks mondiaux pourraient contribuer encore à ce que les prix restent au-dessus de ces hypothèses. À moyen terme, les cours pétroliers pourraient baisser en raison de possibles augmentations supplémentaires de la production des pays de l'OPEP+ en 2022 et d'une hausse de la production aux États-Unis. La Banque s'attend à ce que les prix du gaz naturel demeurent élevés pendant l'hiver et qu'ils diminuent en 2022, après que la période de forte demande saisonnière sera passée et que la production aura commencé à augmenter.

Les prix de plusieurs composantes de l'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque ont grandement fluctué depuis la parution du *Rapport de juillet* (**graphique 3**, figure b). La flambée des prix de l'énergie partout dans le monde et les mesures réglementaires mises en place en Chine pour réduire les émissions de carbone ont engendré une baisse de la production et une hausse des prix de l'aluminium et de plusieurs autres métaux communs. Ces changements ont aussi entraîné une baisse de la production d'acier et, en conséquence, un recul des prix du minerai de fer. Les prix des produits forestiers ont quant à eux monté depuis la parution du *Rapport de juillet*. Les marchés s'attendent à ce que les prix des produits de base non énergétiques demeurent élevés au cours de la période de projection en raison d'une demande mondiale vigoureuse conjuguée à une offre restreinte.

L'économie canadienne

L'économie canadienne affiche une fois de plus une croissance robuste, rendue possible grâce à des taux élevés de vaccination et à l'assouplissement des mesures sanitaires qui en résulte. Même si le variant delta nécessite le maintien de précautions de santé publique et pèse sur la confiance des consommateurs, la demande intérieure a continué de progresser. En particulier, les dépenses en services pour lesquels la distanciation est difficile ont connu un solide rebond. Les taux élevés de vaccination ont aussi fait diminuer le risque de nouvelles fermetures généralisées qui pèse sur l'économie.

Le marché du travail se redresse, l'emploi s'étant amélioré dans les secteurs où la distanciation est difficile. Le taux de chômage reste supérieur à son niveau pré-pandémie, mais certaines entreprises ont tout de même du mal à trouver des travailleurs.

La forte demande, tant à l'échelle internationale qu'au Canada, s'est heurtée à des contraintes d'offre persistantes qui limitent la production et font gonfler les coûts. Cette situation entraîne une rapide augmentation du prix de certains biens, en particulier ceux touchés par les perturbations mondiales de l'approvisionnement. En raison de goulots d'étranglement et de pénuries, la production ralentit, des achats sont reportés ou annulés, et les investissements sont moins importants. Les perturbations de l'approvisionnement énergétique dans d'autres pays ont des effets négatifs sur leur secteur manufacturier, ce qui pourrait exacerber les ralentissements de la production au Canada.

La Banque prévoit une croissance annuelle de l'activité économique autour de 5 % en 2021, de 4¼ % en 2022 et de 3¾ % en 2023 (**tableau 2**). Une gestion de plus en plus efficace de la COVID-19 – tant au pays qu'à l'échelle mondiale – devrait réduire l'incertitude et le degré de prudence, ce qui stimulera la consommation, les exportations et les investissements des entreprises. Même si l'économie devra probablement continuer d'être appuyée par des mesures budgétaires et monétaires, la reprise est de plus en plus généralisée et autosuffisante.

Dans l'ensemble, on s'attend à une croissance robuste en deuxième moitié de 2021 et en 2022. Cela dit, le rythme de la croissance a été revu à la baisse depuis la parution du *Rapport* de juillet, à cause d'une aggravation des perturbations de l'approvisionnement et d'une demande étrangère plus faible (**encadré 3**). Les estimations des effets défavorables des perturbations de l'approvisionnement en 2021 et au cours de 2022 ont été révisées à la hausse. Puisque la révision à la baisse de l'offre est plus importante que celle du PIB, l'écart de production est moindre au début de la projection qu'on l'avait anticipé précédemment.

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

Points de pourcentage*†

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

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

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

Une incertitude considérable entoure les perspectives concernant le PIB et la production potentielle. En particulier, l'incidence des perturbations de l'approvisionnement, des problèmes d'appariement sur le marché du travail et de l'accélération des investissements dans le numérique est encore difficile à mesurer.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait demeurer élevée jusqu'à la fin de 2021 et au cours de 2022, en raison des problèmes d'approvisionnement persistants dus à la pandémie et des prix plus élevés de l'énergie. On s'attend à ce que l'inflation diminue pour s'établir autour de 2 % à la fin de 2022, à mesure que ces pressions se dissipent. Elle devrait ensuite remonter légèrement en 2023, l'économie entrant dans une phase de demande excédentaire, avant d'amorcer un retour graduel vers la cible en 2024.

L'économie affiche de nouveau une croissance robuste

L'économie devrait croître de quelque 4¾ % durant la deuxième moitié de 2021, ce qui dépasse largement le taux de croissance moyen d'environ 2¼ % enregistré au premier semestre (**tableau 3** et **graphique 4**). La consommation porte la reprise, le rebond des dépenses pour les services en personne se combinant aux niveaux déjà élevés d'achats de biens. Les dépenses dans les secteurs du transport aérien ainsi que de la restauration et de l'hébergement ont considérablement augmenté ces derniers mois. Cependant, les contraintes d'offre et la prudence qui persiste par rapport au virus freinent les dépenses et la production (**graphique 5**).

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

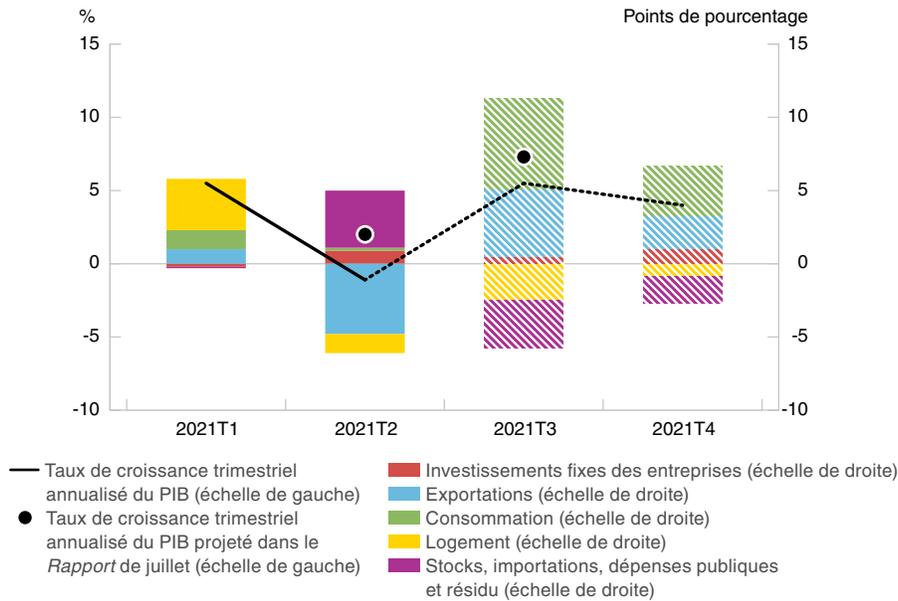
	2021					2020	2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4		T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC (taux de variation sur un an)	1,5 (1,5)	3,4 (3,4)	4,1 (3,9)	4,8		0,7 (0,7)	4,8 (3,5)	2,1 (2,0)	2,5 (2,4)
PIB réel (taux de variation sur un an)	0,3 (0,3)	12,7 (13,6)	4,7 (6,0)	3,4		-3,1 (-3,1)	3,4 (4,9)	4,6 (4,2)	3,0 (2,9)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

* 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*.

† Les troisième et quatrième 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 4 : La croissance a repris au troisième trimestre de 2021

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles

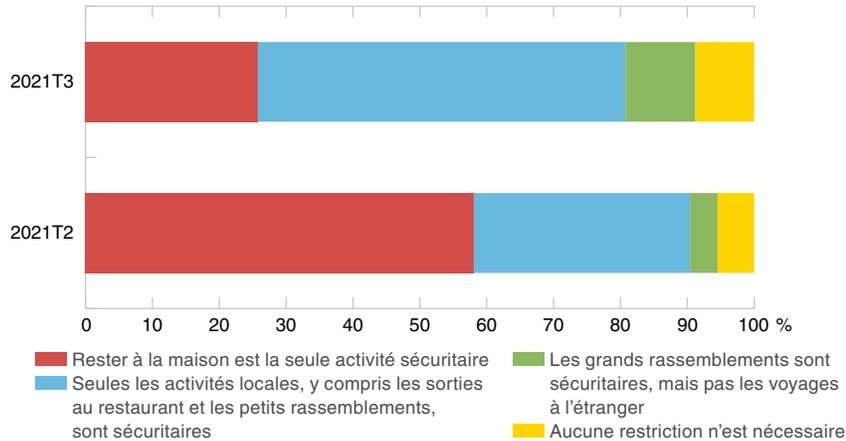


Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2021T4

Graphique 5 : Les gens sont plus enclins à participer à des activités normales, mais demeurent prudents

Pourcentage de répondants*



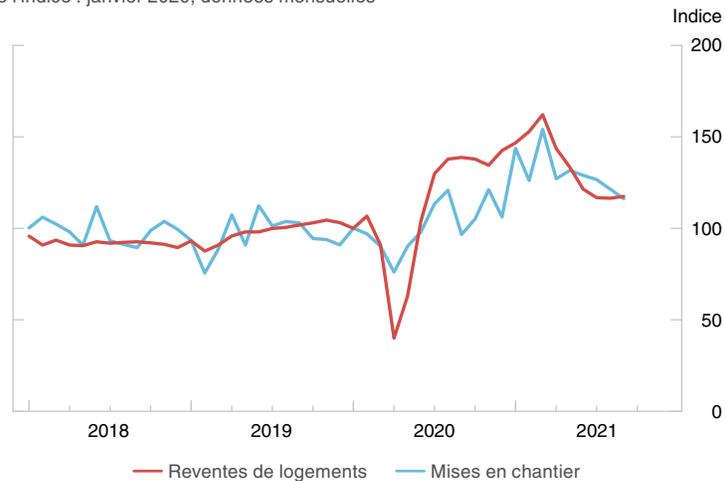
* Personnes ayant répondu à la question « Lequel des énoncés suivants décrit le mieux votre volonté d'exercer des activités normales actuellement? » lors de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2021T3

Graphique 6 : L'activité sur le marché du logement a diminué mais reste élevée

Base 100 de l'indice : janvier 2020, données mensuelles



Nota : Les données des reventes de logements et des mises en chantier sont désaisonnalisées.

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

Dernière observation : septembre 2021

Les reventes de logements et la construction ont diminué par rapport aux sommets historiques atteints, mais demeurent solides (**graphique 6**), dans un contexte où l'on voit des signes que la hausse de la demande de logements plus spacieux attribuable à la pandémie faiblit. Les mises en chantier d'immeubles à logements multiples sont restées relativement robustes, mais celles de maisons individuelles ont affiché une baisse plus importante depuis le premier trimestre. Toutefois, les marchés du logement demeurent tendus, et le revenu disponible élevé ainsi que les bas taux d'emprunt devraient continuer à soutenir de hauts niveaux d'activité dans ce secteur.

La Banque s'attend à ce que les exportations et les investissements des entreprises rebondissent tout au long de la seconde moitié de 2021, sous l'effet du raffermissement de la demande étrangère et de la confiance des entreprises. Malgré cela, les goulots d'étranglement du côté de l'expédition et les pénuries d'intrants essentiels font monter les coûts et ralentissent la production à court terme. En particulier, la pénurie mondiale de semi-conducteurs continue de peser sur la production et les exportations de véhicules automobiles.

La réouverture de l'économie entraîne une forte croissance de l'emploi

La croissance de l'emploi a été robuste au cours des derniers mois, depuis la reprise des services en personne, ce qui a aidé de nombreux travailleurs ayant vécu des moments difficiles plus tôt durant la pandémie (**encadré 4**). Cependant, le chômage reste élevé et beaucoup de ceux qui ont un emploi travaillent moins d'heures qu'avant la crise sanitaire.

La fermeture abrupte de l'économie et sa réouverture rapide à chaque vague de la pandémie ont empiré les frictions de recherche d'emploi habituellement présentes sur le marché du travail. Il faut en effet du temps aux travailleurs pour dénicher l'emploi qui leur convient et aux employeurs pour trouver le personnel possédant les compétences et l'expérience nécessaires. Ces frictions d'appariement font apparaître sur le marché du travail des signes qu'il y a, à la fois, des capacités excédentaires qui persistent et de graves pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs.

Encadré 4

La reprise du marché du travail est bien entamée, mais reste inachevée

Le caractère inégal du choc de la COVID-19 a mis en relief la diversité et la segmentation du marché du travail, ainsi que l'importance d'analyser une large gamme de mesures pour en évaluer l'état de santé.

Une façon de procéder consiste à suivre des indicateurs portant sur trois dimensions : les conditions globales du marché du travail, l'inclusivité et les caractéristiques de l'emploi¹. Les résultats de cette approche montrent une amélioration considérable par rapport aux creux atteints au plus fort de la crise, en avril 2020, bien que le redressement reste inachevé (**graphique 4-A**)².

- **Conditions globales.** En plus du déficit du taux d'emploi, le taux de chômage reste plus de 1 point de pourcentage au-dessus de son niveau pré-pandémie.
- **Inclusivité du marché du travail.** Les emplois ont été presque entièrement récupérés ces derniers mois dans les groupes de travailleurs qui avaient

subi les plus fortes pertes, soit les femmes et les jeunes. Il s'agit d'une avancée encourageante, car elle donne à penser que les déséquilibres du marché du travail causés par la crise ne sont pour l'essentiel pas permanents. Toutefois, des écarts intergroupes importants avant la pandémie restent encore présents, notamment la disparité entre les taux de participation des hommes et des femmes.

Par ailleurs, le taux de chômage de longue durée demeure extrêmement élevé dans certains groupes. La reprise de l'emploi chez les travailleurs faiblement rémunérés accuse un retard encore plus grand.

- **Caractéristiques de l'emploi.** Même si l'emploi a progressé, la croissance des salaires reste à la traîne, et beaucoup de travailleurs ne font pas autant d'heures qu'ils le souhaiteraient.

Une autre façon de juger de l'amélioration du marché du travail consiste à se pencher sur l'indicateur élargi du marché du travail, un indicateur composite qui synthétise l'information tirée de plusieurs autres

1 Cette approche suit celle proposée dans cette étude : E. Ens, L. Savoie-Chabot, K. G. See et S. L. Wee (2021), *Assessing Labour Market Slack for Monetary Policy*, document d'analyse du personnel n° 2021-15, Banque du Canada.

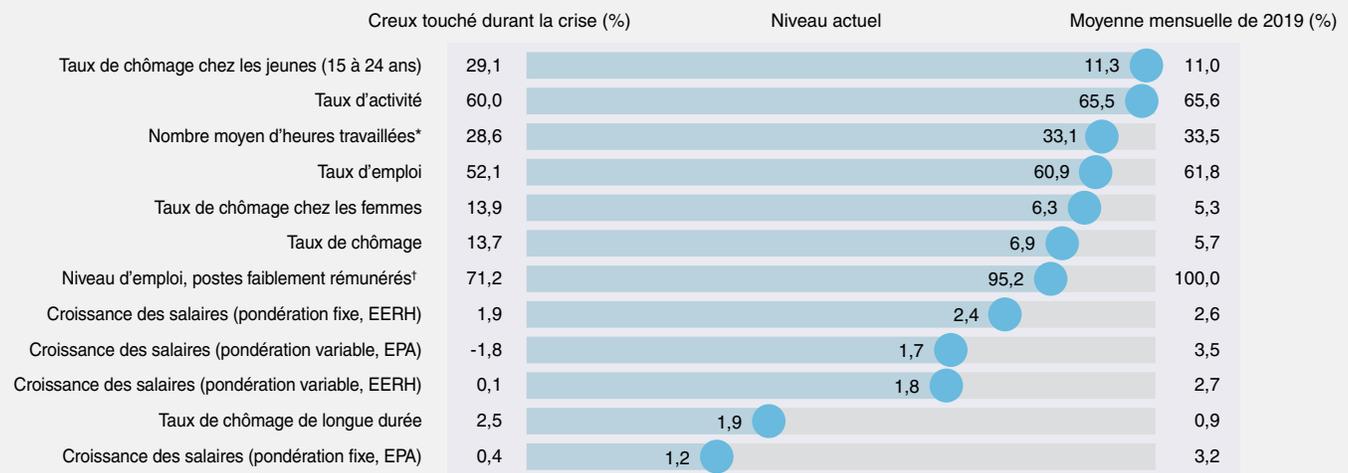
2 Voir la liste complète des [indicateurs](#) dans le site Web de la Banque.

(suite à la page suivante)

Encadré 4 (suite)

Graphique 4-A : Malgré des progrès substantiels, la reprise du marché du travail reste inachevée

Barres de progression pour les mesures choisies du marché du travail, données mensuelles désaisonnalisées



* Le nombre moyen d'heures travaillées est exprimé en heures par semaine et non en pourcentage.

† S'agissant du niveau d'emploi, la moyenne mensuelle de 2019 correspond à 100 %.

Nota : Ce graphique montre l'évolution de la reprise des conditions du marché du travail. La reprise est illustrée à l'aide de barres de progression, où la valeur actuelle de chaque mesure, représentée par un cercle bleu, est comparée au creux touché durant la crise ainsi qu'à une valeur de référence pré-pandémie (moyenne mensuelle de 2019). Les chômeurs de longue durée sont les personnes au chômage depuis 27 semaines ou plus. Pour en savoir plus sur les mesures de la croissance des salaires, se reporter au **graphique 8**. Les données de toutes les séries sont tirées de l'Enquête sur la population active (EPA) de Statistique Canada, sauf indication contraire. EERH est le sigle de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : septembre 2021 (EPA); juillet 2021 (EERH)

mesures du marché du travail³. Cet indicateur permet d'évaluer le degré de divergence entre les indicateurs quant à l'état d'avancement de la reprise du marché du travail, un degré plus élevé dénotant des inégalités plus importantes. Le degré de divergence entre les indicateurs a diminué récemment, même s'il reste supérieur à la moyenne pré-pandémie. C'est un signe que le marché du travail doit encore s'améliorer avant d'être complètement remis.

Le marché du travail a connu une amélioration rapide ces derniers mois, à la faveur de l'explosion des créations d'emploi lors de la réouverture de l'économie. Il faudra peut-être plus de temps avant que l'appariement des postes vacants et des travailleurs disponibles s'opère et apporte une nouvelle amélioration.

3 Pour plus de précisions, voir [Ens et autres \(2021\)](#).

Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque au troisième trimestre de 2021 donnent à penser que ces pénuries se sont intensifiées (**graphique 7**). Elles sont de deux types.

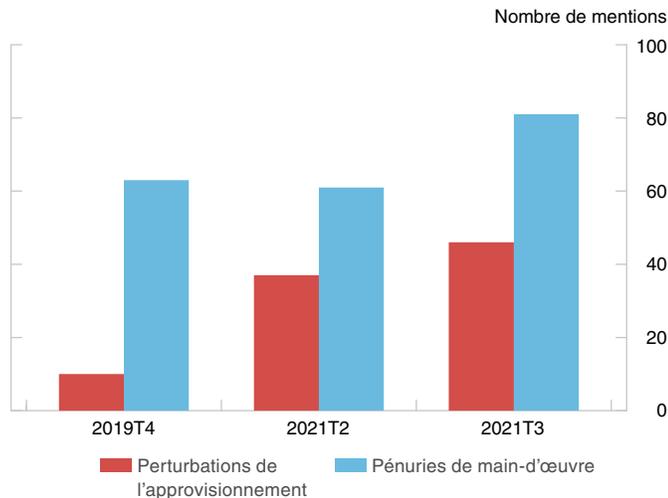
Il y a d'abord les pénuries qui refont surface, comme celles concernant les métiers spécialisés et les emplois axés sur le numérique. Elles posaient déjà des défis avant la pandémie et pourraient s'aggraver au fil de la reprise.

Puis il y a les pénuries qui touchent les entreprises connaissant une forte hausse de la demande, comme les restaurants et les commerces de détail. Une partie de ces pénuries devraient être essentiellement temporaires, mais il faudra probablement du temps pour les résoudre dans certains secteurs. En effet, de nombreux Canadiens sont encore au chômage et les employeurs ne peuvent pas recruter et former du personnel du jour au lendemain. Par ailleurs, certains travailleurs pourraient hésiter à réintégrer des postes qui exigent des contacts avec la clientèle, craignant encore le virus.

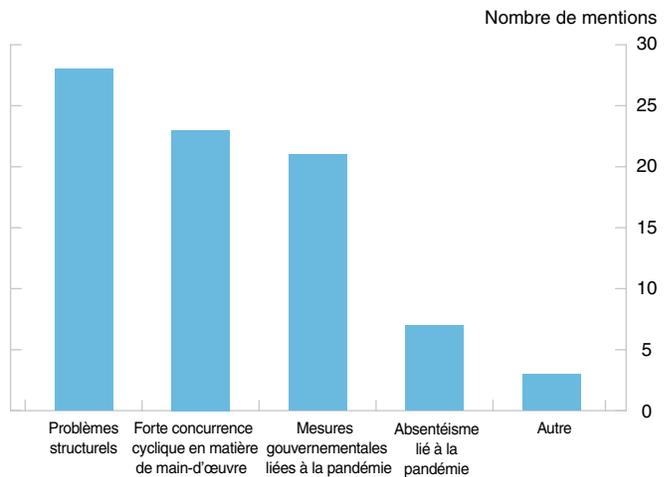
Graphique 7 : Les entreprises signalent des pressions accrues sur leur capacité de production en raison des pénuries de main-d'œuvre et des perturbations de l'approvisionnement

Résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, données trimestrielles

a. Goulots d'étranglement mentionnés par les entreprises*



b. Raisons données pour expliquer les pénuries de main-d'œuvre†



* Nombre de fois où les entreprises ont mentionné des perturbations de l'approvisionnement ou des pénuries de main-d'œuvre en répondant à la question « Quels sont les principaux obstacles / goulots d'étranglement qui vous empêchent de répondre à une augmentation inattendue de la demande? ». Les mentions d'une force de travail pleinement utilisée et de l'impossibilité de trouver de la nouvelle main-d'œuvre au salaire actuel ont été comptabilisées comme des pénuries de main-d'œuvre. Les mentions de contraintes de matières premières, de problèmes de transport et d'obstacles logistiques ont été comptabilisées comme des perturbations de l'approvisionnement. Les entreprises pouvaient choisir plus d'une réponse.

† Nombre de fois où les entreprises ont évoqué les facteurs énumérés dans le graphique en répondant à la question « Votre entreprise souffre-t-elle d'une pénurie de main-d'œuvre qui limite votre capacité à satisfaire à la demande? ». Parmi les répondants, 36 entreprises ont répondu « oui ». Les problèmes structurels comprennent des facteurs comme le vieillissement de la population, l'exode rural et des éléments désincitatifs de l'assurance-emploi. Les mesures gouvernementales liées à la pandémie incluent le soutien au revenu (la Prestation canadienne de la relance économique et l'assurance-emploi) ainsi que les restrictions de voyage et leur incidence sur l'immigration. L'absentéisme lié à la pandémie comprend les absences pour raisons de maladie, garde d'enfants et peur de contracter la COVID-19. Pour en savoir plus, consulter l'*Enquête sur les perspectives des entreprises – Troisième trimestre de 2021*.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2021T3

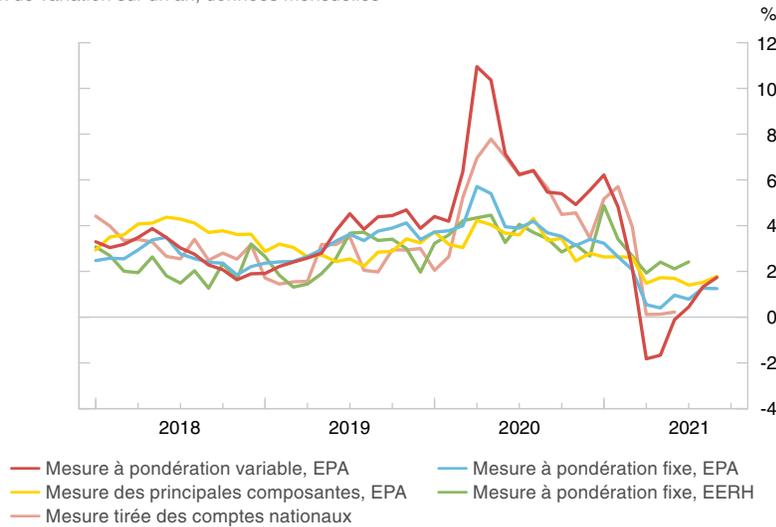
De plus, des travailleurs de secteurs qui ont recommencé à embaucher massivement, comme la restauration, ont changé de domaine ou cherchent à entreprendre de nouvelles études ou formations. Environ la moitié des chômeurs qui ont répondu à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du troisième trimestre de 2021 ont indiqué souhaiter travailler dans un autre secteur. Il y a donc un risque que certaines de ces pénuries de main-d'œuvre persistent.

La croissance des salaires a augmenté à la suite du rebond de l'emploi, mais reste modérée (**graphique 8**). Les hausses salariales par secteur d'activité et par profession sont généralement égales ou inférieures aux taux de croissance moyens observés avant la pandémie¹. Toutefois, à mesure que les marchés du travail continueront de se redresser et que la course aux travailleurs s'intensifiera, les employeurs pourraient subir des pressions croissantes pour attirer et retenir les employés, et devoir proposer des conditions de travail plus favorables, ainsi que de meilleurs salaires et avantages sociaux.

¹ Les variations, durant la pandémie, du nombre de travailleurs occupant des emplois faiblement rémunérés ont rendu les mesures globales de l'évolution des salaires plus volatiles, la composition de l'emploi ayant changé. Les mesures à pondération variable sont celles qui ont le plus fluctué, de hauts taux de croissance des salaires ayant été enregistrés quand l'emploi faiblement rémunéré a chuté. Les mesures moins soumises à ces effets de composition, dont les mesures à pondération fixe, ont été plus stables.

Graphique 8 : La croissance des salaires reste modérée

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Nota : EPA est le sigle de l'Enquête sur la population active, et EERH, de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail. La mesure à pondération variable de l'EPA correspond aux salaires horaires moyens des employés. La mesure à pondération fixe de l'EPA est établie selon les données salariales de l'enquête, en fonction des pondérations de 2019 relatives au statut à temps plein ou à temps partiel des employés, à la durée de leur emploi (contrat à durée indéterminée ou déterminée), à leur secteur d'activité et à leur profession. La mesure des principales composantes de l'EPA est fondée sur la tendance commune estimée de la croissance annuelle d'après les séries de cette enquête. La mesure des salaires tirée des comptes nationaux correspond à l'ensemble des salaires et traitements de périodicité mensuelle du Système des comptes macroéconomiques du Canada divisé par le nombre total d'heures travaillées selon l'EERH.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : septembre 2021 (EPA); juillet 2021 (EERH); juin 2021 (mesure tirée des comptes nationaux)

Les perturbations de l'approvisionnement pèsent sur la capacité de production

Dans l'ensemble de l'économie, l'activité tourne à un rythme inférieur à celui de la production potentielle. La Banque mesure habituellement l'offre excédentaire dans l'économie tout entière, mais cette évaluation continue d'être plus complexe qu'en temps normal. En effet, le degré d'offre ou de demande excédentaire varie beaucoup entre les secteurs en raison des perturbations causées par la pandémie. Une mesure globale des capacités excédentaires devient alors moins pertinente.

Il faut plutôt procéder à une analyse sectorielle. Par exemple, l'activité dans les secteurs des services où la distanciation est difficile, comme ceux du voyage et de l'hébergement, reste inférieure aux niveaux d'avant la pandémie, à cause surtout de la faiblesse de la demande. Ces secteurs affichent donc d'importantes capacités excédentaires.

En revanche, les consommateurs privilégiant maintenant davantage les biens et le logement, les dépenses dans ces secteurs dépassent nettement leurs niveaux pré-pandémie. Ainsi, les dépenses en appareils ménagers et en meubles ont progressé d'environ 20 % entre la fin de 2019 et le deuxième trimestre de 2021.

Cette flambée de la demande de biens et de logements se produit dans un contexte de perturbations mondiales de l'approvisionnement, ce qui crée une demande excédentaire pour certains biens. Ces perturbations comprennent des pénuries d'intrants intermédiaires essentiels, comme les

semi-conducteurs. Elles incluent également des problèmes de transport, tels que les pénuries de conteneurs et l'engorgement des grands ports, qui font augmenter les coûts d'expédition et retardent la livraison de nombreux biens. Dans certains cas, les contraintes d'offre sont si fortes que la production baisse malgré les prix plus élevés. C'est le cas par exemple des véhicules automobiles neufs. Ces facteurs liés à l'offre et à la demande indiquent qu'il reste manifestement une demande excédentaire dans ces secteurs.

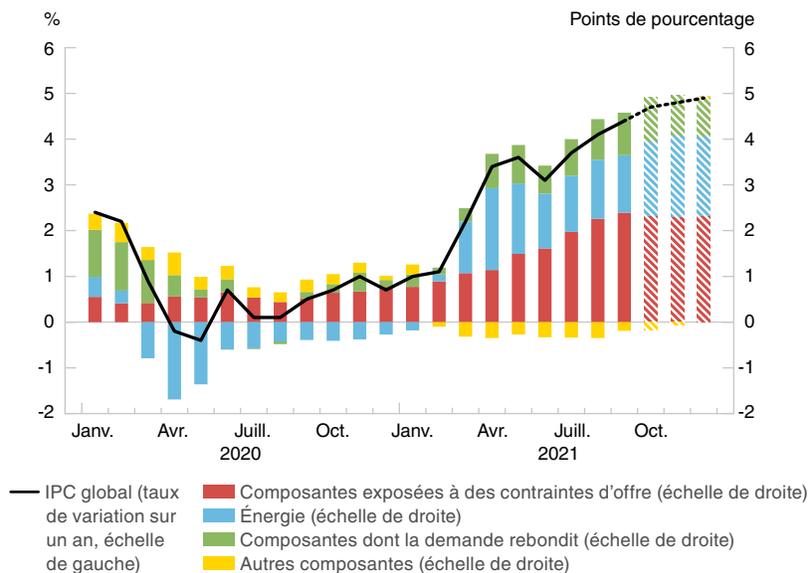
Le niveau de l'offre a été révisé à la baisse à court terme en raison de perturbations causées par la pandémie. Ces effets négatifs à court terme sur l'offre devraient culminer au quatrième trimestre de 2021 et se dissiper graduellement en 2022 (**encadré 1**). À la lumière de ces pressions respectives sur l'offre et la demande, la Banque estime que l'écart de production se situait entre -2,25 et -1,25 % au troisième trimestre. L'incertitude entourant cette fourchette demeure particulièrement élevée, étant donné la combinaison hors du commun de facteurs d'offre et de demande attribuables à la pandémie.

Des facteurs liés à la pandémie et les prix de l'énergie stimulent l'inflation mesurée par l'IPC

L'inflation mesurée par l'IPC se situait à environ 4½ % en septembre et devrait augmenter pour avoisiner 4¾ % en moyenne jusqu'à la fin de 2021. Trois grands facteurs expliquent la vigueur actuelle des prix (**graphique 9** et **encadré 5**). D'abord, les contraintes d'offre font grimper les prix des biens. Ensuite, les prix qui avaient chuté l'an passé continuent de remonter avec le

Graphique 9 : Des facteurs liés à la pandémie et les prix de l'énergie font monter l'inflation mesurée par l'IPC

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 ainsi que les réparations domiciliaires et les coûts de remplacement. Les composantes dont la demande rebondit comprennent les services où la distanciation est difficile, les transports et les services de voyage, les aliments et les boissons alcoolisées achetées 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 : décembre 2021

Encadré 5

Les causes de l'inflation accrue

L'inflation est supérieure à 4 % et passera probablement à environ 4¾ % au quatrième trimestre de 2021.

La Banque prévoit qu'environ le tiers de l'inflation au quatrième trimestre découlera des prix plus élevés de l'énergie. En effet, les prix de l'essence et du gaz naturel contribuent à cette inflation plus forte, la demande en hausse et un nombre croissant de phénomènes météorologiques violents se conjuguant à l'offre limitée dans le secteur de l'énergie¹.

Outre les prix élevés de l'énergie, plusieurs facteurs d'offre et de demande liés à la pandémie de COVID-19 sont aussi responsables de cette augmentation (**graphique 9**).

Les perturbations de l'approvisionnement poussent les prix de certains biens à la hausse

Les restrictions sanitaires et les inquiétudes liées à la COVID-19, de même que les mesures importantes de soutien économique, ont stimulé la demande de biens et de logements. En même temps, ces secteurs ont aussi fait face à des contraintes d'approvisionnement. Ces problèmes ont accentué les hausses sur douze mois de composantes particulières de l'indice des prix à la consommation (IPC). À titre d'exemple :

- Les prix du bacon, du poulet et des crevettes se sont accrus de 20 %, 10 % et 9 %, respectivement.
- Le coût de remplacement par le propriétaire a augmenté de 14 %, en raison notamment des prix élevés des matériaux de construction.

- Les prix des véhicules automobiles ont monté de 7 % parce que les pénuries de semi-conducteurs ont restreint la production.

Le rebond de la demande fait monter les prix des services en personne

Les secteurs qui ont été durement touchés par la pandémie ont aussi commencé à contribuer aux hausses de l'inflation :

- Les prix des billets d'avion se sont accrus récemment, sous l'effet d'une reprise partielle de la demande et de coûts plus élevés². Ainsi, les prix actuels du transport aérien se situent bien au-dessus du niveau de septembre 2019.
- Après avoir atteint un creux datant des années 1980, les prix de l'hébergement pour voyageurs, dont les tarifs hôteliers, se sont quelque peu redressés du fait que de nombreux Canadiens ont recommencé à voyager pendant l'été.

Par contre, les prix restent bas dans les secteurs où la demande est encore faible, comme celui des voyages organisés, qui affiche un taux d'inflation d'environ -14 %. Dans l'ensemble, le rebond de la demande a contribué moins que les contraintes d'offre à l'inflation mesurée par l'IPC au cours des derniers trimestres.

¹ En septembre 2021, les prix de l'essence et du gaz naturel avaient enregistré une augmentation de 33 % et de 16 %, respectivement.

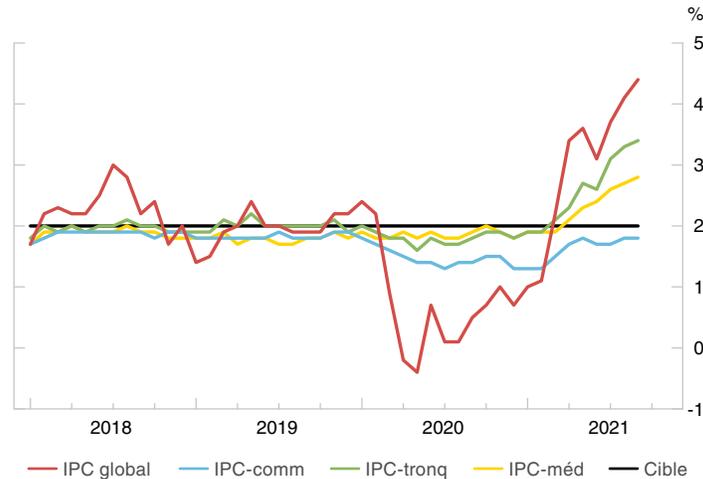
² La hausse des prix du transport aérien en août 2021 était aussi attribuable à la réintégration de certains vols de longue distance dans le calcul de cette composante de l'IPC.

rebond de la demande de services pour lesquels la distanciation est difficile. Enfin, outre ces facteurs liés à la pandémie, les prix plus élevés de l'énergie devraient ajouter environ 1²/₃ point de pourcentage à l'inflation globale au quatrième trimestre de 2021.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont aussi augmenté, mais moins que l'IPC. L'IPC-comm s'est maintenu sous la barre des 2 %, tandis que l'IPC-tronq et l'IPC-méd ont poursuivi leur progression (**graphique 10**). Le rebond de la demande influe sur ces trois mesures. Cependant, l'IPC-tronq et l'IPC-méd sont davantage influencés par des composantes actuellement exposées à des contraintes d'offre, comme les véhicules automobiles. Ces deux mesures devraient donc rester relativement élevées à court terme.

Graphique 10 : L'inflation a augmenté considérablement ces derniers mois

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2021

La croissance devrait demeurer solide durant la période de projection

La Banque s'attend à ce que la croissance soit soutenue tant par la demande intérieure qu'étrangère, et à ce qu'elle se généralise et devienne plus durable avec le temps. La contribution des exportations et des investissements des entreprises devrait augmenter durant la période de projection. La croissance économique devrait ralentir pour passer de quelque 5 % en 2021 à environ 4¼ % en 2022 et 3¾ % en 2023, à mesure que le rebond attribuable à la réouverture de l'économie perdra en intensité et que les effets des mesures de relance budgétaire s'atténueront.

Les perturbations à l'échelle mondiale devraient réduire l'offre au Canada en 2021 et 2022, et freiner l'activité économique et la demande. Leurs effets devraient culminer à la fin de 2021 (**encadré 1**). D'après ces projections concernant l'offre et la demande globales, la Banque prévoit que l'écart de production se refermera au cours du deuxième ou du troisième trimestre de 2022. Toutefois, comme l'ampleur et la persistance des effets de ces contraintes d'offre sont incertaines, l'estimation du moment où les capacités excédentaires se seront résorbées est imprécise.

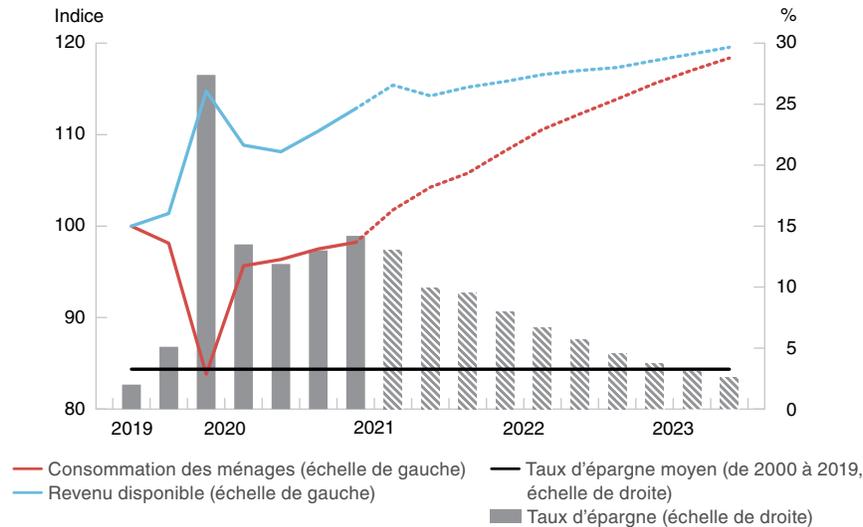
Les dépenses des ménages tirent la reprise

La consommation devrait fortement augmenter, portée par la grande confiance et le revenu disponible élevé des ménages, et par la dépense d'une partie de l'épargne qu'ils ont accumulée (**graphique 11**). La croissance du revenu du travail devrait se redresser grâce aux gains soutenus au chapitre de l'emploi et des heures travaillées, même si les transferts publics diminuent graduellement.

À mesure que la pandémie s'atténuera et que la confiance s'améliorera, les dépenses en services pour lesquels la distanciation est difficile devraient continuer de se raffermir, tandis que la croissance de la demande de biens devrait ralentir. On s'attend tout de même à ce que les consommateurs continuent de faire preuve d'une certaine prudence. Certains mettront sans doute plus de temps à reprendre leurs activités habituelles, même si les

Graphique 11 : L'épargne accumulée devrait soutenir la croissance de la consommation

Valeur nominale, données trimestrielles; base 100 de l'indice : 2019T4 (consommation et revenu)



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

risques de contracter la COVID-19 s'estompent progressivement. D'autres, notamment les personnes à faible revenu, pourraient vouloir conserver une plus grande part de leur épargne en raison de préoccupations persistantes d'ordre économique.

L'activité sur le marché du logement devrait rester forte en 2022 et 2023, après avoir diminué par rapport aux sommets historiques atteints récemment. Des niveaux plus élevés d'immigration, de solides revenus et des conditions de financement favorables appuieront une vigueur soutenue. La construction étoffera l'offre de logements et devrait contribuer à modérer la progression des prix.

La demande étrangère devrait contribuer à une reprise solide des exportations

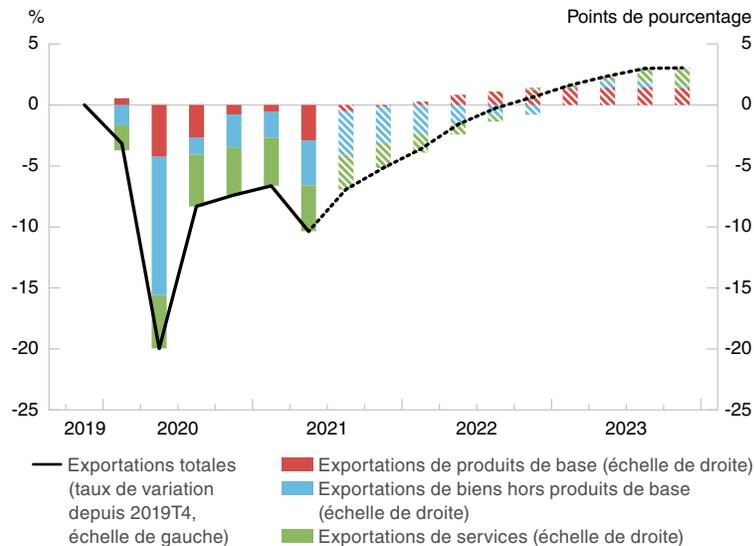
La Banque s'attend à ce que la demande étrangère robuste et les prix élevés des produits de base favorisent une croissance vigoureuse des exportations (**graphique 12**). Les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement continueront vraisemblablement à peser sur l'activité, mais devraient se résorber en grande partie d'ici la fin de 2022. La sécheresse dans l'Ouest canadien à l'été 2021 devrait aussi réduire les exportations de produits agricoles au cours des prochains trimestres. L'atténuation de ces perturbations de l'approvisionnement devrait contribuer à une forte reprise soutenue des exportations plus tard en 2022 et 2023.

On s'attend à ce que les exportations de services rebondissent à mesure que les voyages à l'étranger se rapprocheront des niveaux prépandémie. Mais il faudra du temps pour que la reprise soit complète, étant donné les nouvelles façons de travailler et les actions climatiques qui pourraient peser sur des secteurs comme les voyages d'affaires.

Les cours relativement élevés du pétrole et du gaz naturel soutiendront les exportations d'énergie durant la période de projection. Les capacités actuelles et prévues de transport du pétrole, dont l'expansion récente de

Graphique 12 : 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

la canalisation 3 d'Enbridge et celle projetée du réseau d'oléoducs Trans Mountain, devraient permettre de faire face à la hausse attendue des exportations pendant plusieurs années.

Une fois résolus les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement et les goulots d'étranglement du côté de l'expédition qui freinent les échanges commerciaux, les importations devraient progresser en phase avec la forte demande intérieure et la reconstitution attendue des stocks.

Les investissements des entreprises devraient augmenter

La Banque s'attend à ce que les investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier augmentent à mesure que les perturbations de l'approvisionnement s'atténueront, que la demande se raffermira et que la confiance des entreprises s'améliorera (**graphique 13**). Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises du troisième trimestre de 2021 ont indiqué de façon généralisée avoir la ferme intention d'investir. L'adoption accélérée de la numérisation et des technologies de l'information devrait continuer à stimuler l'embauche et les investissements. Même si le télétravail et les achats en ligne réduisent la demande de locaux pour des bureaux et des commerces de détail, l'expansion du commerce électronique devrait faire augmenter les investissements dans la logistique et les entrepôts.

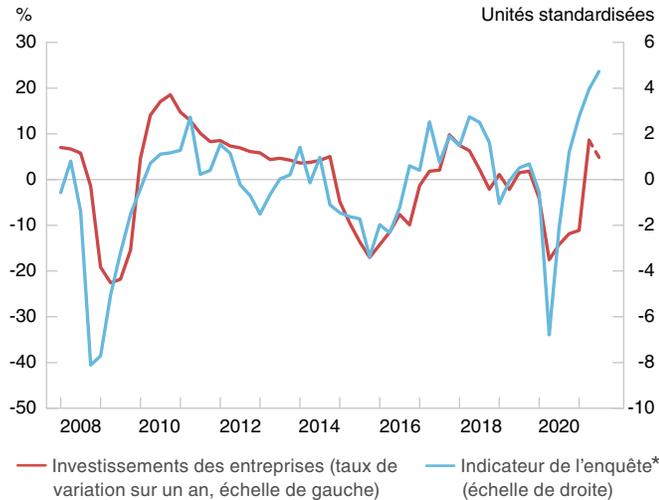
Selon les prévisions, les investissements dans le secteur pétrolier et gazier s'accroîtront, mais demeureront inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. Ils devraient en effet rester modestes malgré les prix plus élevés, étant donné la forte incertitude entourant l'évolution des prix et la demande à long terme.

On s'attend à ce que les investissements en stocks contribuent à la croissance sur l'horizon de projection, les détaillants reconstituant leurs stocks à la suite du déstockage sans précédent de 2020 et des retards de livraison persistants.

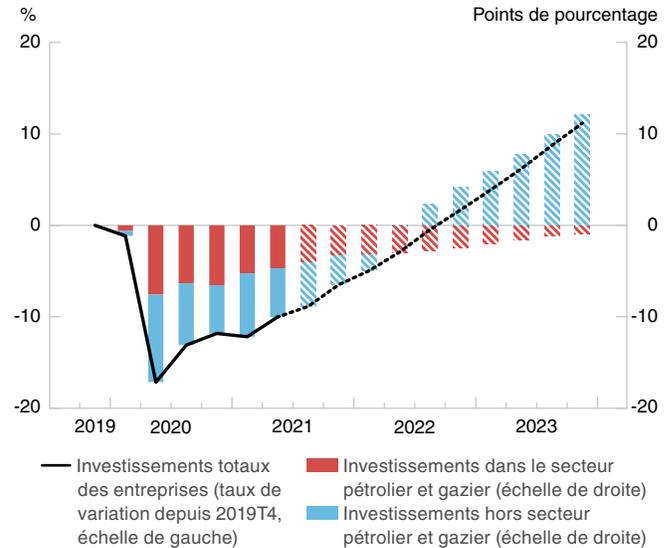
Graphique 13 : La confiance des entreprises s'est encore renforcée et les investissements devraient se raffermir

Données trimestrielles

a. Investissements des entreprises et indicateur de l'enquête sur les perspectives des entreprises



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



* L'indicateur de l'enquête sur les perspectives des entreprises est une mesure synthétique des principales questions permettant d'évaluer la confiance générale des entreprises.

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

Dernière observation : 2021T3 (indicateur de l'enquête)
Dernière valeur du graphique a : 2021T3 (investissements des entreprises)

L'inflation mesurée par l'IPC devrait baisser en 2022 pour s'établir autour de 2 % en fin d'année

Les forces liées à la pandémie ont une incidence complexe sur les perspectives d'inflation. Les contraintes d'offre pousseront les prix à la hausse, mais l'impact sur le taux d'inflation devrait s'estomper en 2022 (**graphique 14**)². En effet, comme les perturbations de l'approvisionnement diminueront graduellement, la pression à la hausse sur les prix s'atténuera et les taux d'inflation baisseront.

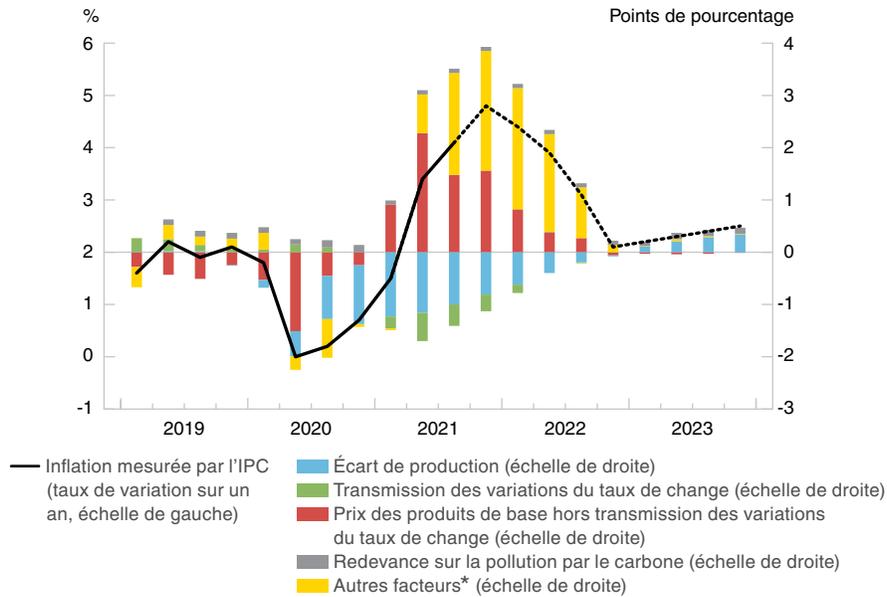
En même temps, on s'attend à ce que la flambée de la demande dans les secteurs de services où la distanciation est difficile se modère aussi, ce qui allégera la pression sur les prix des services. Certaines composantes de l'IPC, comme les tarifs aériens, ont déjà atteint ou dépassé leurs niveaux d'avant la pandémie et les pressions supplémentaires à la hausse devraient être limitées puisque des capacités additionnelles seront réintroduites. En outre, l'incidence des prix plus élevés de l'énergie devrait se dissiper en 2022. Par conséquent, l'inflation mesurée par l'IPC devrait fléchir et passer d'environ 4¾ % à la fin de 2021, à autour de 2 % à la fin de 2022.

Le degré de demande excédentaire deviendra ensuite le principal facteur influant sur la projection d'inflation. Comme on s'attend à ce que l'économie affiche une modeste demande excédentaire, l'inflation devrait se situer juste au-dessus de la cible en 2023. Ces effets découlent des indications

² Selon des données récentes, les hausses de prix attribuables à des pénuries de produits durant la pandémie ont été considérables et assez persistantes, mais les effets inflationnistes se sont révélés temporaires. Voir par exemple, A. Cavallo et O. Kryvtsov (2021), *What Can Stockouts Tell Us About Inflation? Evidence from Online Micro Data*, document de travail du personnel n° 2021-52, Banque du Canada.

Graphique 14 : L'inflation mesurée par l'IPC devrait diminuer à mesure que les facteurs liés à la pandémie s'estomperont

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



* Les autres facteurs comprennent notamment les effets sur l'inflation des perturbations liées à l'approvisionnement, comme les pénuries de semi-conducteurs.

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

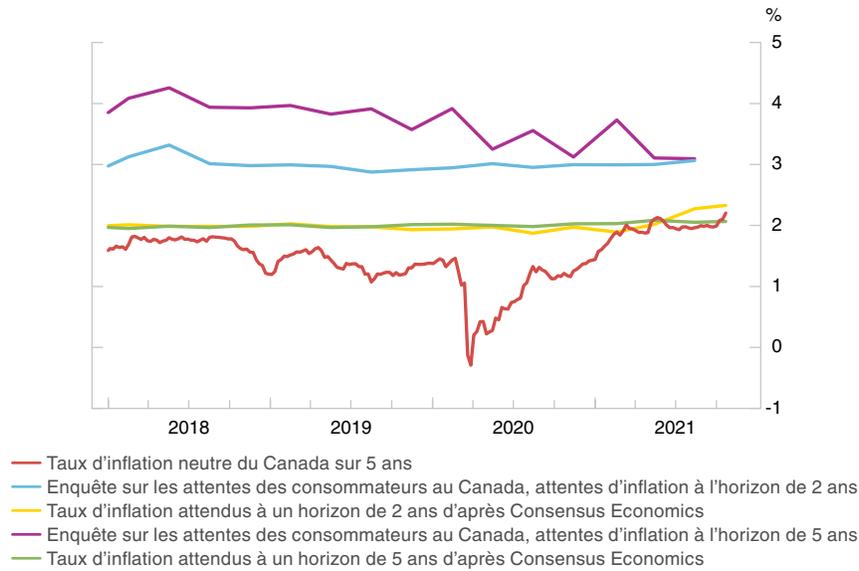
prospectives exceptionnelles formulées par le Conseil de direction pour maintenir le taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à ce que les capacités excédentaires se résorbent, de sorte que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte de manière durable. L'inflation devrait réamorcer un retour vers la cible en 2024.

Les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent bien ancrées à la cible de 2 % (**graphique 15**). Les entreprises et les consommateurs s'attendent à des pressions élevées sur les prix à court terme. La grande majorité des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises du troisième trimestre de 2021 estiment que l'inflation sera supérieure à 2 % en moyenne au cours des deux prochaines années. Cependant, une majorité d'entreprises considèrent que les facteurs qui font grimper l'inflation, y compris les enjeux énergétiques et d'approvisionnement, sont de nature temporaire. Les résultats de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du troisième trimestre de 2021 révèlent des attentes d'inflation à court terme qui sont aussi à la hausse, ce qui cadre avec l'inflation observée. En revanche, les attentes d'inflation aux horizons de deux ans et de cinq ans sont restées stables.

Les attentes d'inflation des prévisionnistes du secteur privé à l'horizon de deux ans ont augmenté. Leurs attentes à long terme sont toutefois demeurées stables. Les compilations de Consensus Economics publiées en juillet 2021 font toujours état d'attentes d'inflation s'établissant en moyenne à 2 % jusqu'en 2031. En outre, bien que les taux d'inflation neutres à 5 ans et à 10 ans au Canada soient maintenant légèrement supérieurs à leur niveau pré-pandémie, ils sont bien en phase avec la cible d'inflation de 2 %.

Graphique 15 : Les attentes d'inflation restent stables

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

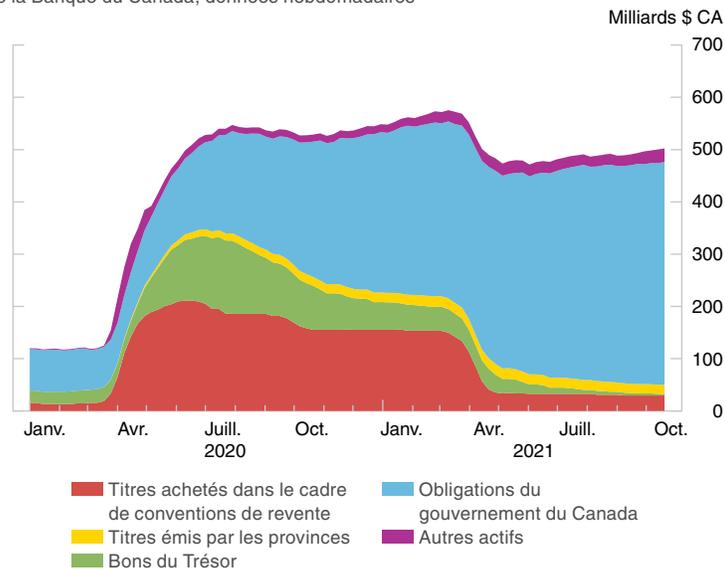
Dernières observations : octobre 2021 (Consensus Economics); 2021T3 (enquête sur les attentes des consommateurs au Canada); 22 octobre 2021 (taux d'inflation neutre)

Évolution du bilan de la Banque

En juillet 2021, compte tenu de la progression de la reprise économique, la Banque a ajusté son Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (PAOGC) pour faire passer la cible de ses achats d'obligations de 3 à 2 milliards de dollars par semaine. Depuis, la proportion de l'encours total des obligations du gouvernement du Canada détenues par la Banque a quelque peu augmenté, passant de 44 à 46 %. Toutefois, la composition et la taille du bilan global de la Banque sont plutôt restées stables (**graphique 16**)³. Par ailleurs, la plupart des actifs à court terme achetés au début de la pandémie sont arrivés à échéance avant la publication du *Rapport* de juillet. Les autres actifs sont principalement constitués d'obligations du gouvernement du Canada, celles-ci représentant maintenant à peu près 85 % de l'ensemble des actifs de la Banque.

Graphique 16 : La taille du bilan de la Banque du Canada demeure stable

Actif total de la Banque du Canada, données hebdomadaires



Nota : 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 Obligations hypothécaires du Canada, les obligations à rendement réel, 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 : 20 octobre 2021

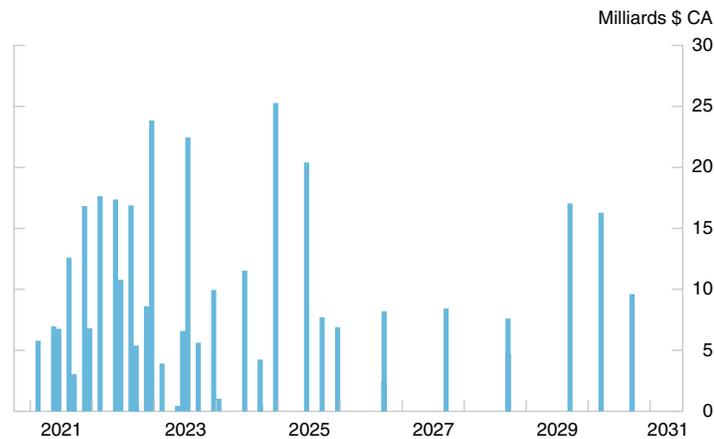
³ Pour des précisions, voir [À propos du bilan de la Banque du Canada](#), dans le site Web de la Banque.

Dans cette optique, l'encours total des obligations du gouvernement du Canada inscrites au bilan de la Banque se chiffre actuellement à environ 425 milliards de dollars. Ce montant inclut les obligations achetées lors d'adjudications d'obligations du gouvernement du Canada effectuées sur le marché primaire ainsi que celles acquises sur le marché secondaire dans le cadre du PAOGC⁴. Environ 30 % des obligations actuellement inscrites au bilan de la Banque ont été achetées sur le marché primaire, et à peu près 70 % ont été acquises sur le marché secondaire⁵ – ces proportions ayant varié au fil du temps.

Pour ce qui est de l'avenir, une bonne partie du portefeuille d'obligations arrivera à échéance dans les prochaines années – surtout dans un à cinq ans – et les échéances varieront d'un mois à l'autre (**graphique 17**)⁶. Étant donné cette combinaison de sommes importantes et d'échéances non régulières, l'encours total des obligations du gouvernement du Canada détenues par la Banque variera légèrement dans les prochaines années.

Graphique 17 : Près de 70 % des obligations du gouvernement du Canada détenues par la Banque du Canada viendront à échéance dans les cinq prochaines années

Échéances des obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada pour les dix prochaines années



Nota : La valeur globale des obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada est fondée sur la valeur nominale de ces titres.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 22 octobre 2021

⁴ La Banque achète régulièrement des titres du gouvernement du Canada lors d'adjudications sur le marché primaire. Habituellement, elle fait ces achats pour faire concorder le montant de ses actifs avec celui de ses passifs, notamment avec le montant des billets de banque en circulation. Voir T. Macklem (2021), *Le point sur la situation économique : la politique monétaire à l'heure de la reprise*, discours prononcé par vidéoconférence devant la Fédération des chambres de commerce du Québec, Montréal, 9 septembre.

⁵ Les données relatives au portefeuille obligataire de la Banque se trouvent sur la page *L'État de la situation financière / le bilan de la Banque du Canada*, dans le site Web de la Banque.

⁶ Les avoirs obligataires de la Banque reflètent généralement la structure du marché. L'échéance moyenne pondérée de ces avoirs est analogue à celle de l'ensemble des titres du marché mais un peu plus courte (soit 6,2 ans et 7 ans, respectivement).

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, notamment de la progression des variants du coronavirus. Toutefois, au Canada, la probabilité d'un fort ralentissement économique a diminué grâce aux taux élevés de vaccination. La réouverture de l'économie restera néanmoins un processus complexe, à mesure que les contraintes généralisées du côté de l'offre s'assoupliront. Pour leur part, les ménages adaptent leur consommation et leur emploi au contexte économique changeant. 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. Le scénario de référence intègre maintenant un ralentissement de l'activité sur le marché du logement à court terme et des perturbations de l'offre ayant des effets plus persistants sur l'inflation.

Les perspectives d'inflation demeurent soumises à plusieurs risques, tant à la hausse qu'à la baisse. La Banque juge que les risques entourant sa projection mise à jour de l'inflation sont relativement équilibrés. Mais, comme l'inflation se situe au-dessus de la limite supérieure de la fourchette de maîtrise visée par la Banque et qu'elle devrait s'y maintenir pendant un certain temps, les risques à la hausse sont davantage préoccupants. En effet, même si la Banque considère cette forte inflation comme transitoire, il reste que la matérialisation de nouveaux risques à la hausse ou la persistance inattendue des pressions existantes pourraient faire monter les attentes d'inflation et engendrer des pressions plus généralisées sur l'inflation et les coûts de la main-d'œuvre. Le risque est que, en raison de ces effets, une dynamique d'inflation soutenue s'incrute dans l'économie.

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 (↓)

Les effets de la pandémie pourraient être plus graves et plus durables que ce qui est postulé dans la projection. Certaines études indiquent que l'immunité procurée par les vaccins pourrait diminuer plus rapidement qu'anticipé, augmentant la possibilité de nouvelles vagues de la pandémie. De plus, la propagation du delta et d'autres variants potentiels pourrait prolonger la faiblesse actuelle de la demande de services pour lesquels la distanciation physique est

difficile à respecter. Ces facteurs sont susceptibles de freiner le regain de confiance et d'entraîner ainsi une baisse des dépenses et des pressions inflationnistes.

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

Dans sa projection, la Banque maintient une certaine prudence en ce qui concerne la consommation. Toutefois, les progrès de la vaccination et la diminution de l'incertitude liée à la pandémie pourraient raviver la confiance dans une plus grande mesure que ce qui était envisagé. En outre, les ménages pourraient dépenser une plus grande partie de leur épargne accumulée ou accélérer leurs achats. La consommation et l'investissement résidentiel seraient alors plus soutenus que prévu et contribueraient à intensifier les pressions inflationnistes.

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

Les goulots d'étranglement et les pressions sur les coûts pourraient entraîner des pressions inflationnistes plus persistantes et une reprise économique plus lente que ne le prévoit le scénario de référence. Parallèlement, les pénuries d'énergie dans d'autres pays pourraient mettre encore plus de pression sur les chaînes d'approvisionnement, en perturbant la production manufacturière. Face à ces perturbations de leurs activités, des entreprises pourraient également vouloir 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 salariales.

4) Recul des exportations canadiennes (↓)

Les risques entourant les exportations restent orientés à la baisse. Les défis de compétitivité et les dispositions américaines privilégiant les achats intérieurs (« Buy American ») pourraient restreindre les avantages à tirer des hausses attendues de la demande étrangère. Des perturbations de l'offre plus persistantes ou plus graves pourraient aussi freiner davantage les exportations. En outre, l'économie de la Chine pourrait s'affaiblir encore plus, notamment sous l'effet des tensions dans le secteur de l'immobilier et de changements réglementaires dans d'autres secteurs clés. Cela ferait baisser les cours mondiaux des produits de base ainsi que les exportations canadiennes.

5) Fort resserrement des conditions financières mondiales (↓)

Compte tenu des hauts niveaux d'endettement à l'échelle mondiale, des pressions inflationnistes accrues, des mesures réduites de soutien public et des valorisations boursières élevées, une diminution de l'appétit pour le risque pourrait entraîner un resserrement marqué des conditions financières mondiales. Ce scénario limiterait l'accès au crédit des pays émergents vulnérables ou d'autres emprunteurs fortement endettés et freinerait la demande mondiale.