

REGARD SUR L'ÉCONOMIE

15 janvier 2026

Marché du travail canadien: risquons-nous vraiment de manquer de marge de manœuvre avant la fin de l'année?

par Andrew Grantham andrew.grantham@cibc.com

Bien que les probabilités implicites aient chuté après le rebond du taux de chômage de la semaine dernière, les marchés financiers évaluent toujours la possibilité d'une hausse des taux d'intérêt avant la fin de l'année, ce qui laisse croire que certains investisseurs sont toujours d'avis que le Canada épuiserait rapidement sa marge de croissance non inflationniste. Étant donné que le taux de chômage se situe maintenant à un pour cent de plus que son niveau antérieur à la pandémie, le fait de manquer de marge d'ici là exigerait soit que cette mesure s'améliore rapidement à partir de maintenant, soit que le taux de chômage à inflation stationnaire soit constamment plus élevé qu'il ne l'était avant la pandémie.

Nous sommes fortement en désaccord sur le premier point, et nous observons des signes indiquant que le taux de chômage à inflation stationnaire, qui a peut-être effectivement été plus élevé au cours des dernières années, pourrait maintenant être sur la voie d'une diminution. Les mesures du ralentissement du marché du travail, qui sont plus vastes que le taux de chômage à lui seul, laissent croire qu'il existe une plus grande marge de croissance non inflationniste de l'emploi à l'avenir, et les données sur la rémunération qui se modèrent appuient

également cette évaluation. La relation de la courbe de Beveridge entre les postes vacants et le chômage semble se rapprocher des normes antérieures à la pandémie, en partie en raison de l'amélioration des perspectives d'emploi pour les nouveaux arrivants au pays. De plus, bien que les barrières commerciales puissent laisser place à un certain chômage structurel, les changements démographiques devraient contribuer à alléger la tâche qui consiste à jumeler des personnes à des emplois. Si le taux de chômage à inflation stationnaire revient à 6 %, ou même en deçà de 6 %, le retour au plein emploi cette année exigerait une réduction de la main-d'œuvre ou une croissance de l'emploi deux fois plus rapide que celle observée en 2025, ce qui ne devrait probablement pas être une hypothèse de base.

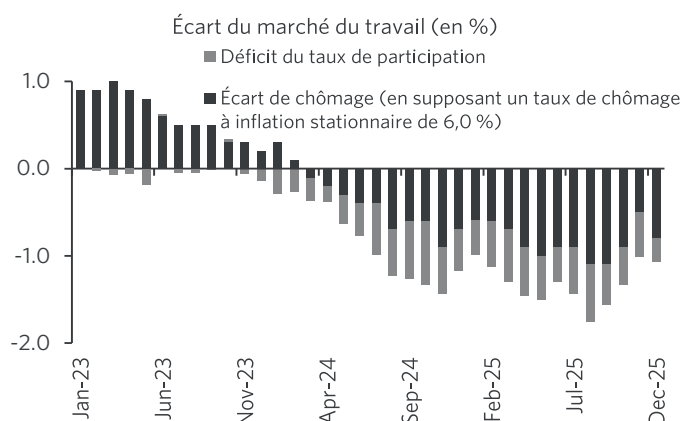
Bien que nous prévoyions une période de croissance trimestrielle supérieure à la tendance plus tard en 2026 et en 2027, nos prévisions penchent en faveur d'une période prolongée au cours de laquelle le ralentissement du marché du travail sera évident (tableau 1). Cela devrait être suffisant pour que la Banque du Canada garde le même taux directeur cette année (Tableau 3).

Se cacher à la vue de tous

Certes, la réaction plutôt modérée du marché à la hausse du chômage de vendredi était tout à fait justifiée, car la mesure globale du ralentissement du marché du travail a peu changé par rapport au mois précédent. C'est simplement qu'au lieu de se cacher sous la forme d'un faible taux d'activité, elle se manifestait à la vue de tous par un chômage plus élevé (Graphique 1).

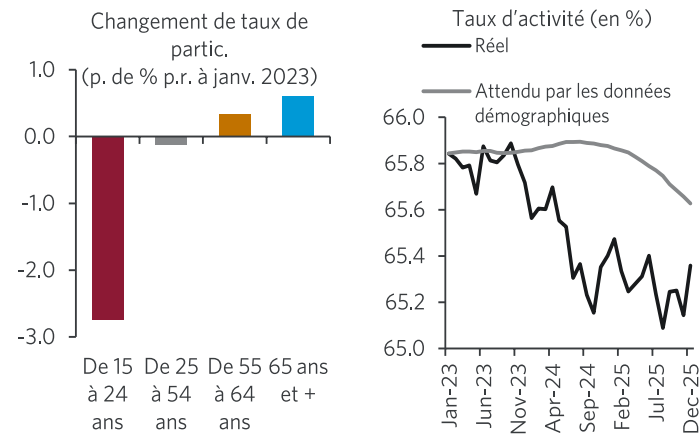
Cependant, la hausse mensuelle de l'activité ne signifie pas qu'il n'y a pas de marge d'amélioration supplémentaire, ou que nous devrions nous attendre à une tendance à la baisse à partir de maintenant, en raison du vieillissement de la population. Si l'évolution de décembre se maintient, le taux d'activité des personnes d'âge mûr (de 25 à 54 ans) est maintenant revenu à son niveau de 2023, bien que le taux d'emploi ne se soit pas encore beaucoup redressé en raison de la hausse du chômage.

Graphique 1: La capacité excédentaire sur le marché du travail n'a pas beaucoup changé après l'inclusion du déficit de participation



Source: Statistique Canada et CIBC

Graphique 2: Il est encore possible de relever le taux d'activité des jeunes (G), ce qui laisse croire que les données démographiques ne peuvent pas encore faire baisser le taux d'activité global (D)

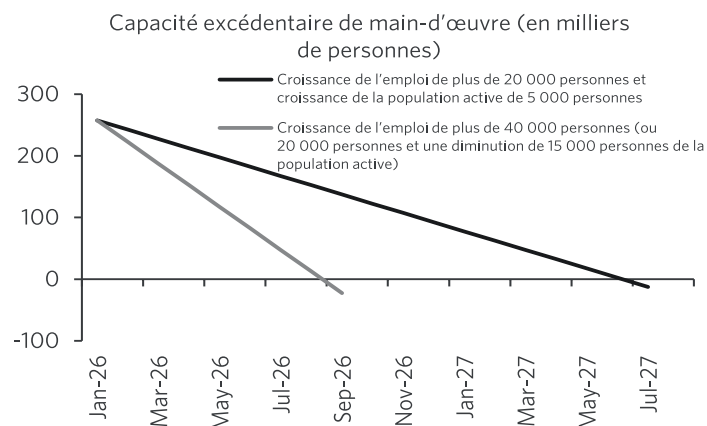


Source: Statistique Canada et CIBC

L'activité sur le marché du travail reste faible et pourrait s'améliorer chez les jeunes (Graphique 2, à gauche). Ce groupe d'âge a connu les plus fortes hausses du chômage ces dernières années, ce qui semble avoir découragé les gens de chercher du travail. Bien que l'augmentation rapide de la population étudiante internationale ait pu fausser ces chiffres au départ, cela ne semble pas avoir été le cas plus récemment. Le taux d'activité des personnes âgées de 15 à 24 ans nées au pays est beaucoup plus faible qu'il ne l'était avant la pandémie.

Étant donné qu'un moins grand nombre de jeunes sont actifs sur le marché du travail à l'heure actuelle, le taux d'activité global reste inférieur à ce que le vieillissement de la population laisserait supposer à lui seul (Graphique 2, à droite). Si un plus grand nombre de jeunes participent au marché du travail à mesure que l'économie se redresse, il sera plus facile de pourvoir les postes vacants sans déclencher une accélération de la hausse inflationniste des salaires.

Graphique 3: Une croissance rapide de l'emploi ou une réduction de la main-d'œuvre est nécessaire pour éliminer la capacité excédentaire sur le marché du travail avant la fin de l'année.



Source: Statistique Canada et CIBC

Cela ralentirait également le redressement du taux de chômage à des niveaux qui, selon nous, sont compatibles avec une cible d'inflation de 2 %. En prenant pour hypothèse une croissance moyenne de l'emploi de 20 000 (ce qui correspond à la moyenne de 2025), la population active devrait se contracter en moyenne de 15 000 personnes par mois à partir de maintenant pour que la capacité excédentaire sur le marché du travail soit éliminée à temps pour soutenir une hausse des taux avant la fin de l'année (Graphique 3). En adoptant l'hypothèse de la Banque du Canada d'une croissance moyenne de la population active de 5 000 personnes, la capacité excédentaire ne serait pas éliminée avant 2027, à moins que la croissance de l'emploi s'accélère pour atteindre une moyenne de 40 000 emplois par mois.

Quoi de neuf du côté du taux de chômage à inflation stationnaire?

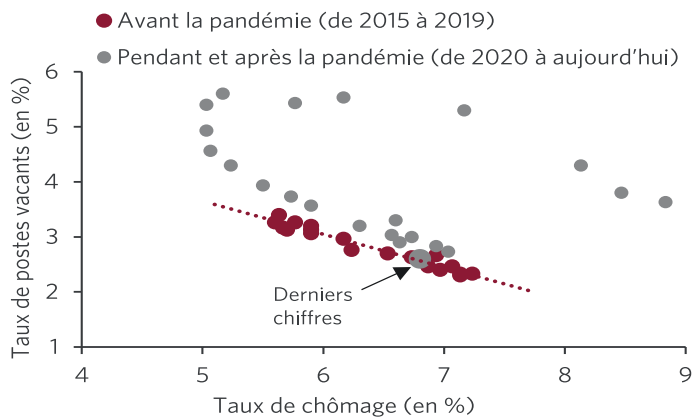
Certes, cela dépend aussi de l'ampleur de la diminution du taux de chômage avant que des pressions salariales surviennent. Et le taux de chômage à inflation stationnaire suscite beaucoup de débats, de même que l'orientation qu'il pourrait prendre à mesure que l'économie s'améliore et que les politiques gouvernementales en matière d'immigration modifient le contexte démographique du Canada.

Notre étude précédente sur un écart de production fondé sur le marché du travail a estimé le taux de chômage à inflation stationnaire à un peu moins de 6 % juste avant la pandémie. Cependant, le taux de chômage à inflation stationnaire a probablement augmenté par la suite, car les changements structurels causés par la pandémie, ainsi qu'une forte augmentation de la population, ont entraîné une relation plus faible entre les compétences et la disponibilité des emplois. Cela s'est traduit par un taux de retour à l'emploi plus faible, bien que celui-ci ait commencé à se redresser et devrait continuer à s'améliorer si l'économie se rapproche du plein emploi.

La guerre commerciale et la perte permanente d'usines de fabrication prolongent le temps nécessaire pour trouver un poste de remplacement, créant ainsi un certain chômage structurel, mais ce phénomène est moins nouveau que ce que beaucoup de gens pourraient croire. Le secteur automobile, par exemple, avait régulièrement perdu du terrain au profit d'usines du sud des États-Unis et du Mexique bien avant l'imposition des tarifs douaniers. Nos prévisions de base pour 2026 supposent qu'aucune nouvelle barrière commerciale n'apparaîtra et que nous pourrions observer des progrès dans des secteurs comme celui de l'aluminium.

La hausse du taux de chômage à inflation stationnaire au cours des années postérieures à la pandémie a entraîné une relation moins favorable de la courbe de Beveridge entre les offres d'emploi et le chômage (Graphique 4). Si une plus grande demande en main-d'œuvre est nécessaire pour atteindre le même niveau de chômage, cela signifierait qu'un plus grand nombre d'employeurs se disputeraient un moins grand nombre de travailleurs disponibles, ce qui ferait grimper les salaires.

Graphique 4: La relation entre les offres d'emploi et le chômage semble être revenue aux normes antérieures à la pandémie



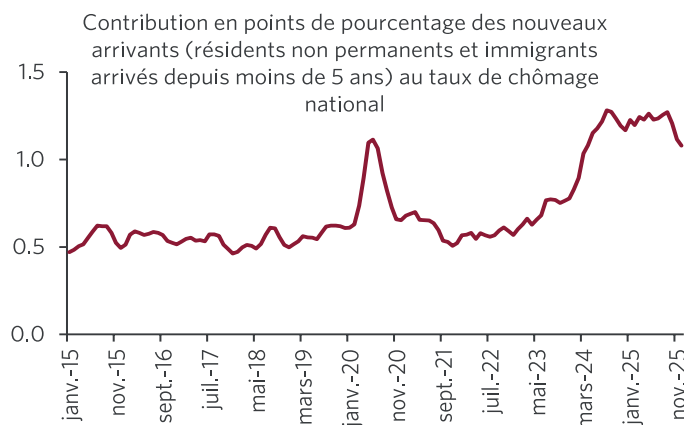
Source: Statistique Canada et CIBC

et entraînerait une pression inflationniste plus importante à n'importe quel taux de chômage donné.

Cependant, il est à noter que la baisse modeste du chômage par rapport à son sommet de milieu de 2025 n'a pas coïncidé avec une demande globale plus élevée en matière de main-d'œuvre. En fait, le nombre de postes vacants (tels que mesurés par l'enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, généralement plus faible) a plutôt continué à baisser. Bien que nous n'ayons vu qu'une poignée d'observations, pour l'instant, nous semblons observer un retour à la relation de la courbe de Beveridge antérieure à la pandémie. Si cela se confirme, cela signifie que la réduction du chômage depuis le milieu de 2025 constituait une amélioration structurelle de l'adéquation entre l'offre et la demande d'emploi plutôt qu'une simple reprise cyclique de la demande en main-d'œuvre.

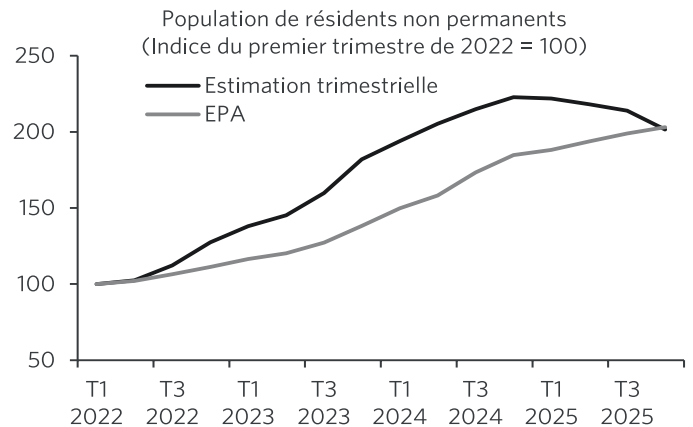
Une partie de cette amélioration constituait une réduction du chômage pour les nouveaux arrivants au Canada, dont les compétences pourraient ne pas (au moins au départ) avoir bien correspondu aux offres d'emploi. La contribution des nouveaux

Graphique 5: La contribution des nouveaux arrivants au taux de chômage commence à baisser à nouveau.



Source: Statistique Canada et CIBC

Graphique 6: La population de résidents non permanents n'est pas encore en baisse selon l'enquête sur la population active



Source: Statistique Canada et CIBC

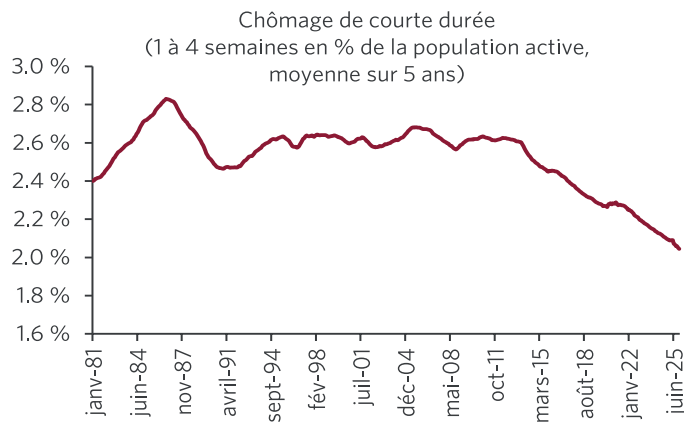
arrivants au taux de chômage global a été beaucoup plus élevée que la normale depuis 2023, témoignant à la fois de la forte augmentation de leur population par rapport au total, ainsi que d'une augmentation du chômage au sein du groupe lui-même. Cependant, cette contribution a récemment commencé à baisser (Graphique 5).

Il serait facile de croire que cela est uniquement attribuable à la diminution de la population de résidents non permanents, comme le montre l'estimation trimestrielle de la population. Cependant, cela ne semble pas être le cas. Dans l'enquête sur la population active, la population de résidents non permanents continue d'augmenter, bien que plus lentement qu'au cours des années précédentes (Graphique 6).

Le but de cet article n'est pas de débattre de l'estimation de la population qui est juste. Bien que les données de l'enquête sur la population active puissent encore surestimer la croissance démographique, il est également possible que l'estimation trimestrielle la sous-estime, en raison de l'hypothèse selon laquelle les résidents non permanents quittent immédiatement le pays à l'expiration de leur visa. Cependant, ce que l'augmentation soutenue de la population de résidents non permanents dans les données de l'enquête sur la population active indique, c'est que la raison de la réduction du chômage dans ce segment n'est pas simplement une diminution de sa population. Il semble plutôt s'agir d'un autre signe d'amélioration de l'adéquation entre l'offre et la demande d'emploi. Les changements apportés à la politique gouvernementale en matière d'immigration visent également à modifier les ajouts à la population de résidents permanents, y compris les places accordées à ceux qui sont actuellement des résidents non permanents, en faveur de ceux qui affichent une plus grande employabilité, ce qui devrait à nouveau contribuer à réduire le chômage structurel et à réduire le taux de chômage à inflation stationnaire au fil du temps.

D'autres changements structurels dans l'économie devraient contribuer à faire baisser le taux de chômage à inflation stationnaire. Une population vieillissante, par exemple, pourrait

Graphique 7: Le chômage à court terme est en baisse depuis un certain temps



Source: Statistique Canada et CIBC

réduire structurellement les taux de chômage, car il y a moins de jeunes (où le chômage a tendance à être plus élevé) que de personnes âgées (dont les taux de chômage sont généralement plus faibles).

Un autre facteur qui pourrait favoriser un retour à un taux de chômage à inflation stationnaire plus faible au fil du temps est la réduction du chômage de courte durée. Sauf pendant le premier mois d'une récession, le taux de chômage de courte durée (d'une à quatre semaines) est généralement déterminé par des facteurs structurels. Ceux-ci peuvent être démographiques (c'est-à-dire le nombre de jeunes entrant sur le marché du travail au cours d'un mois donné), mais ils peuvent également être liés à des changements sectoriels. Une plus petite proportion du travail est maintenant effectuée dans les secteurs saisonniers ou ceux où le travail contractuel est courant, ce qui réduit la propension au chômage de courte durée. En conséquence, la proportion de chômage de courte durée est beaucoup plus faible aujourd'hui qu'il y a 15 à 20

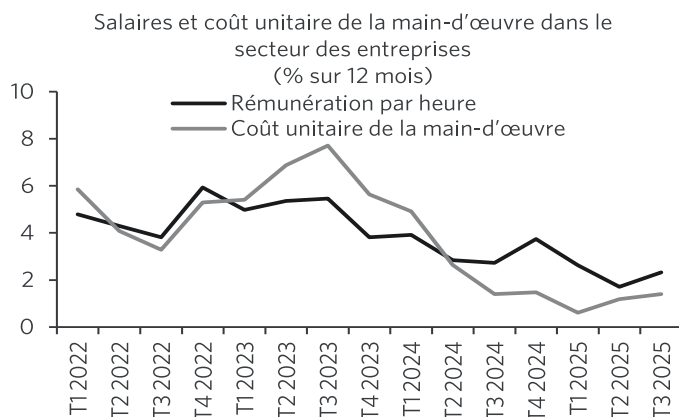
ans (Graphique 7), ce qui soutient un taux de chômage global structurellement plus faible lorsque l'économie est saine.

Il faut le voir pour le croire

En réalité, nous ne saurons vraiment où se situe le taux de chômage à inflation stationnaire que lorsque nous le verrons, c'est-à-dire lorsque la hausse inflationniste des salaires générale recommencera à s'accélérer. À l'heure actuelle, la croissance des bénéfices du secteur privé semble encore relativement modérée. La rémunération horaire et les coûts unitaires de la main-d'œuvre dans le secteur des entreprises se situent à des niveaux qui devraient soutenir un autre assouplissement de l'inflation sous-jacente à venir (graphique 8). De plus, nous nous attendons à ce que la croissance des salaires reste modeste à l'avenir, si nous avons raison de supposer qu'il y a encore beaucoup de marge pour une croissance non inflationniste de l'emploi, y compris ceux comblés par des Canadiens qui sont actuellement « hors du marché du travail » plutôt que comptés parmi les rangs des chômeurs.

Cela serait particulièrement vrai si la relation la plus récente entre les postes vacants et le taux de chômage était maintenue, ce qui atténuerait les craintes antérieures d'inadéquation des compétences et d'un marché du travail moins efficace à l'issue de la pandémie. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada n'ait qu'à imposer légèrement un frein pour ralentir la demande en main-d'œuvre vers le milieu de 2027, plutôt qu'avant la fin de cette année.

Graphique 8: L'inflation des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises s'est atténuée



Source: Statistique Canada et CIBC

Table 1: Canada forecast detail (real % change, SAAR, unless otherwise noted)

Variable	25Q4F	26Q1F	26Q2F	26Q3F	26Q4F	27Q1F	27Q2F	27Q3F	2025F	2026F	2027F
Real GDP Growth (AR)	-0.2	1.4	2.3	1.9	2.2	1.9	2.0	2.2	1.6	1.3	2.0
Real Final Domestic Demand (AR)	1.8	1.7	2.0	2.1	2.2	2.3	2.1	2.1	2.0	1.7	2.2
Household Consumption (AR)	1.7	2.3	2.2	2.7	3.0	2.1	1.7	2.1	2.2	2.0	2.3
All Items CPI Inflation (Y/Y)	2.2	1.8	2.1	2.0	1.9	2.1	2.1	2.0	2.1	1.9	2.0
Unemployment Rate (%)	6.7	6.7	6.6	6.5	6.3	6.2	6.1	5.9	6.8	6.5	6.0

Table 2: US forecast detail (real % change, SAAR, unless otherwise noted)

Variable	25Q4F	26Q1F	26Q2F	26Q3F	26Q4F	27Q1F	27Q2F	27Q3F	2025F	2026F	2027F
Real GDP Growth (AR)	1.8	2.3	1.7	1.8	1.6	1.8	2.1	2.0	2.2	2.3	1.8
Real Final Sales (AR)	1.4	2.0	1.5	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8	2.3	2.3	1.7
All Items CPI Inflation (Y/Y)	2.7	2.6	2.6	2.5	2.8	2.7	2.5	2.5	2.7	2.6	2.6
Core CPI Inflation (Y/Y)	2.7	2.6	2.8	2.6	2.7	2.6	2.4	2.4	2.9	2.7	2.5
Unemployment Rate (%)	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3

Table 3: Canadian interest rates (end of period)

Variable	2026 12-Jan	2026 Mar	2026 Jun	2026 Sep	2026 Dec	2027 Mar	2027 Jun	2027 Sep	2027 Dec
Overnight target rate	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.75	2.75
98-Day Treasury Bills	2.20	2.25	2.20	2.20	2.25	2.35	2.55	2.80	2.80
2-Year Government Bond	2.56	2.45	2.55	2.80	2.95	3.05	3.10	3.25	3.35
5-Year Government Bond	2.93	2.80	2.90	3.05	3.20	3.25	3.30	3.35	3.45
10-Year Government Bond	3.39	3.15	3.20	3.35	3.45	3.50	3.55	3.65	3.70
30-Year Government Bond	3.84	3.50	3.55	3.65	3.75	3.75	3.80	3.85	3.90
Canada - US T-Bill Spread	-1.40	-1.05	-0.90	-0.90	-0.90	-0.85	-0.70	-0.50	-0.60
Canada - US 10-Year Bond Spread	-0.78	-0.95	-0.95	-0.85	-0.80	-0.85	-0.80	-0.75	-0.80
Canada Yield Curve (10-year — 2-year)	0.83	0.70	0.65	0.55	0.50	0.45	0.45	0.40	0.35

Table 4: US Interest rates (end of period)

Variable	2026 12-Jan	2026 Mar	2026 Jun	2026 Sep	2026 Dec	2027 Mar	2027 Jun	2027 Sep	2027 Dec
Federal funds rate (midpoint)	3.625	3.375	3.125	3.125	3.125	3.125	3.125	3.125	3.125
91-Day Treasury Bills	3.61	3.30	3.10	3.10	3.15	3.20	3.25	3.30	3.40
2-Year Government Note	3.54	3.40	3.35	3.45	3.65	3.70	3.80	4.00	4.10
5-Year Government Note	3.75	3.65	3.50	3.60	3.65	3.80	3.90	4.00	4.25
10-Year Government Note	4.17	4.10	4.15	4.20	4.25	4.35	4.35	4.40	4.50
30-Year Government Bond	4.82	4.70	4.70	4.75	4.80	4.85	4.90	4.95	5.10
US Yield curve (10-year — 2-year)	0.63	0.70	0.80	0.75	0.60	0.65	0.55	0.40	0.40

Table 5: Foreign exchange rates

Exchange rate	2026 12-Jan	2026 Mar	2026 Jun	2026 Sep	2026 Dec
CAD-USD	0.72	0.72	0.73	0.74	0.74
USD-CAD	1.39	1.38	1.37	1.36	1.35
USD-JPY	158.10	157	155	152	150
EUR-USD	1.17	1.20	1.21	1.20	1.18
GBP-USD	1.35	1.34	1.36	1.36	1.34
AUD-USD	0.67	0.64	0.64	0.64	0.64
USD-CNY	6.97	7.15	7.10	7.12	7.14
USD-BRL	5.37	5.40	5.80	6.10	5.80
USD-MXN	17.91	19.00	19.20	19.20	18.80

Contacts:

Avery Shenfeld
avery.shenfeld@cibc.com

Benjamin Tal
benjamin.tal@cibc.com

Andrew Grantham
andrew.grantham@cibc.com

Ali Jaffery
ali.jaffery@cibc.com

Katherine Judge
katherine.judge@cibc.com

FICC Strategy

Ian Pollick
[416 594-7057](tel:416-594-7057)
ian.pollick@cibc.com

CIBC Capital Markets

PO Box 500
161 Bay Street, Brookfield Place
Toronto, Canada, M5J 2S8
[Bloomberg @ CIBC](#)

economics.cibccm.com

CIBC Capital Markets is a trademark brand name under which Canadian Imperial Bank of Commerce ("CIBC"), its subsidiaries and affiliates (including, without limitation, CIBC World Markets Inc., CIBC World Markets Corp. and CIBC Capital Markets (Europe) S.A.) provide different products and services to our customers around the world. Products and/or services offered by CIBC include corporate lending services, foreign exchange, money market instruments, structured notes, interest rate products and OTC derivatives. CIBC's Foreign Exchange Disclosure Statement relating to guidelines contained in the FX Global Code can be found at www.cibccm.com/fxdisclosure. Other products and services, such as exchange-traded equity and equity options, fixed income securities and futures execution of Canadian securities, are offered through directly or indirectly held subsidiaries of CIBC as indicated below.

Distribution

This report is written by the economics team at CIBC Capital Markets and is not the product of a CIBC Capital Markets research department. This report is issued and approved for distribution: (a) in Canada, by CIBC World Markets Inc., a member of the Canadian Investment Regulatory Organization, the Toronto Stock Exchange, the TSX Venture Exchange and a Member of the Canadian Investor Protection Fund; and (b) in the United States, by either: (i) CIBC World Markets Inc. for distribution only to U.S. Major Institutional Investors ("MII") (as such term is defined in SEC Rule 15a-6) or (ii) CIBC World Markets Corp., a member of the Financial Industry Regulatory Authority. U.S. MIIs receiving this report from CIBC World Markets Inc. (the Canadian broker-dealer) are required to effect transactions (other than negotiating their terms) in securities discussed in the report through CIBC World Markets Corp. (the U.S. broker-dealer).

This report is provided, for informational purposes only, to institutional investor and retail clients of CIBC World Markets Inc. in Canada and does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any securities discussed herein, including (without limitation) in any jurisdiction where such offer or solicitation would be prohibited.

The distribution of this report in the United Kingdom is being made only to, or directed only at, persons falling within one or more of the exemptions from the financial promotion regime in section 21 of the UK Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) ("FSMA") including, without limitation, to the following:

- authorised firms under FSMA and certain other investment professionals falling within article 19 of the FSMA (Financial Promotion) Order 2005 ("FPO") and directors, officers and employees acting for such entities in relation to investment;
- high value entities falling within article 49 FPO and directors, officers and employees acting for such entities in relation to investment; and
- persons who receive this presentation outside the United Kingdom.

The distribution of this report to any other person in the United Kingdom is unauthorised and may contravene FSMA. No person falling outside such categories should treat this report as constituting a promotion to them or rely or act on it for any purposes whatsoever. This report is distributed solely to eligible counterparties or professional clients and not retail clients as defined in point (8) of Article 2 of Regulation (EU) No 2017/565 as it forms part of UK domestic law by virtue of the European Union (Withdrawal) Act 2018.

For all other jurisdictions, this report is distributed solely to institutional clients and not retail clients as defined by the applicable securities legislation and regulation to which CIBC Capital Markets may be subject in any jurisdiction.

Miscellaneous

This report does not take into account the investment objectives, financial situation or specific needs of any particular client of CIBC. Before making an investment decision on the basis of any information contained in this report, the recipient should consider whether such information is appropriate given the recipient's particular investment needs, objectives and financial circumstances. CIBC suggests that, prior to acting on any information contained herein, you contact one of our client advisers in your jurisdiction to discuss your particular circumstances. Since the levels and bases of taxation can change, any reference in this report to the impact of taxation should not be construed as offering tax advice; as with any transaction having potential tax implications, clients should consult with their own tax advisors. Past performance is not a guarantee of future results.

The information and any statistical data contained herein were obtained from sources that we believe to be reliable, but we do not represent that they are accurate or complete, and they should not be relied upon as such. All estimates and opinions expressed herein constitute judgments as of the date of this report and are subject to change without notice.

This report may provide addresses of, or contain hyperlinks to, Internet web sites. CIBC has not reviewed the linked Internet web site of any third party and takes no responsibility for the contents thereof. Each such address or hyperlink is provided solely for the recipient's convenience and information, and the content of linked third-party web sites is not in any way incorporated into this document. Recipients who choose to access such third-party web sites or follow such hyperlinks do so at their own risk.

Unauthorized use, distribution, duplication or disclosure without the prior written permission of CIBC World Markets Inc. is prohibited by law and may result in prosecution.

CIBC Capital Markets and the CIBC Logo Design are trademarks of CIBC, used under license.