



---

**Discours prononcé par Toni Gravelle  
sous-gouverneur à la Banque du Canada  
Chambre de commerce du Grand Sudbury  
4 juin 2020  
(diffusion Web)**

## **Le point sur la situation économique : maintenir le fonctionnement des marchés**

### **Introduction**

Mesdames et Messieurs, bonjour. C'est un plaisir pour moi d'être parmi vous aujourd'hui pour parler de la situation de l'économie et des mesures que prend la Banque du Canada pour favoriser la reprise.

Même si je ne peux pas être avec vous en personne, je suis heureux de pouvoir retourner à mes racines nord-ontariennes, bien que ce soit de façon virtuelle. J'ai grandi dans une ferme laitière à Corbeil, juste à l'extérieur de North Bay. J'ai travaillé à la boucherie de mes parents, et c'est là que j'ai commencé à m'intéresser à l'économie et aux marchés. J'ai également de la famille dans la région de Sudbury.

C'est durant ma jeunesse dans le nord de l'Ontario que j'ai appris que c'était grâce au dur labeur que le Canada est devenu l'un des principaux exportateurs de métaux communs. Parmi ces métaux figure le nickel, le produit de base qui a fait connaître Sudbury. Les technologies d'extraction minière et les technologies de fusion avancées utilisées dans votre région contribuent à maintenir le pays à l'avant-garde de la production de métaux communs à faible coût.

Ces années d'apprentissage m'ont bien servi tout au long de ma carrière. Elles continuent d'ailleurs à m'inspirer dans mon rôle à la Banque du Canada, qui est d'aider à orienter notre travail sur la stabilité financière et le bon fonctionnement des marchés financiers.

Il va sans dire que mes responsabilités ont beaucoup changé compte tenu de l'agitation récente sur les marchés. La pandémie de COVID-19 présente des défis extraordinaires pour le pays, la population et l'économie. Nous avons dû mettre en place des mesures exceptionnelles tant sur le plan budgétaire que sur celui de la politique monétaire.

À court terme, nous devons maintenir les flux de crédit et le bon fonctionnement des marchés financiers pour permettre aux ménages de continuer à payer leurs factures et aux entreprises de couvrir leurs frais d'exploitation.

Je tiens à remercier Tamara Gomes de l'aide qu'elle m'a apportée dans la préparation de ce discours.

De plus, quand nous passerons du régime de crise à la reprise, il faudra que le système financier continue à bien fonctionner pour que nos mesures puissent bénéficier aux particuliers et aux entreprises. Ainsi, lorsque les mesures de contrôle de la pandémie seront levées, la reprise se fera plus facilement et sera plus durable.

Aujourd’hui, j’aimerais discuter de certains programmes que la Banque a mis en place pour atteindre ce double objectif, c’est-à-dire préserver la liquidité de financement et la liquidité de marché. Je vous ferai part également des résultats préliminaires que nous observons.

Enfin, j’aimerais parler de notre annonce d’hier sur le taux directeur et du rôle que joueront nos mesures dans la reprise à venir.

## **L’importance de la liquidité**

Alors, qu’est-ce que la liquidité et pourquoi est-elle si importante?

Imaginez que vous faites votre épicerie de la semaine et que, une fois à la caisse, vous vous rendez compte que vous n’avez pas votre portefeuille. Même si vous possédez beaucoup de biens – peut-être une maison ou une voiture ou encore un bateau dans l’entrée –, vous ne pouvez pas les échanger rapidement ou facilement pour du pain et du lait.

Vous êtes alors en manque de liquidité parce que vous n’avez pas d’argent sur vous pour acheter les biens et services qu’il vous faut.

De la même manière, le système financier ne marche bien que si les particuliers, les entreprises et les gouvernements peuvent emprunter les fonds dont ils ont besoin pour mener leurs activités. Et ces emprunts ne sont possibles que si les institutions financières, qui procurent ces fonds, peuvent elles-mêmes emprunter sur les marchés de gros.

C’est la nature même de la liquidité de financement que de permettre d’emprunter des fonds rapidement et de façon prévisible auprès des marchés ou des banques.

Par ailleurs, nous parlons également de la liquidité des marchés : elle se mesure par la capacité de vendre rapidement des actifs sans devoir offrir d’importantes réductions de prix. Les participants aux marchés financiers comptent sur la liquidité de marché pour gérer leurs actifs et leurs fonds en négociant de grandes quantités d’actifs à des prix prévisibles.

Comme vous pouvez le voir, la liquidité de marché va habituellement de pair avec la liquidité de financement. Les institutions qui ont besoin de fonds peuvent s’en procurer en les empruntant auprès d’autres institutions qui ont peut-être un excédent ou en leur vendant des actifs. Mais en temps de crise, tout le monde cherche à obtenir plus de fonds. Ceux qui ont des fonds sont alors portés à les garder. En conséquence, la liquidité s’assèche.

Le manque de liquidité crée de l’incertitude et des perturbations dans l’ensemble du système financier. Résultat : il devient plus difficile et plus coûteux pour les ménages et les entreprises d’obtenir du financement au moment où ils en ont le plus besoin.

Et cette situation peut aggraver les effets globaux d'un choc économique à grande échelle et ralentir la reprise.

Alors, parlons de la pénurie de liquidité qui est survenue au moment où le coronavirus nous a frappés.

Vers la fin du mois de février, lorsqu'il était devenu évident que la COVID-19 prenait des allures de pandémie mondiale, les perturbations se sont intensifiées sur les marchés financiers. De plus en plus de pays à travers le monde sont entrés en confinement, et les prix sur les marchés financiers ont commencé à refléter un ralentissement économique.

Il est important de ne pas oublier que nous n'avons jamais connu de choc de cette nature auparavant. Les marchés se sont donc sentis envahis par l'incertitude puisqu'ils ne savaient pas combien de temps le ralentissement allait durer ni quelle serait l'ampleur de ses répercussions sur les Canadiens.

Comme vous pouvez le deviner, les marchés détestent l'incertitude. Quand les participants au marché vivent de l'incertitude, ils ont tendance à attacher plus d'importance aux scénarios les plus sombres pour l'économie et l'évaluation des actifs<sup>1,2</sup>.

Au début du mois de mars, lorsque l'étendue du confinement est devenue apparente, les participants au marché « se sont rués vers la sortie » : ils ont vendu leurs actifs financiers dans un mouvement de panique. Les marchés ont commencé à se figer. Ils ne fonctionnaient plus normalement, parce que tout le monde cherchait à vendre des actifs et à se procurer des fonds à peu près au même moment. Cette situation a entraîné une forte augmentation de la volatilité ainsi qu'un assèchement de la liquidité de marché et de la liquidité de financement.

Cette demande de fonds, ou de liquidité, était systémique. Elle a affecté à la fois ceux qui voulaient plus de liquidité et ceux qui la procuraient, comme les banques.

Puisque le problème touchait l'ensemble du système, la Banque du Canada a vite réagi en instaurant toute une série de programmes.

## Programmes et facilités

Au début de la pandémie et en trois semaines environ, nous avons abaissé notre taux directeur en le faisant passer de 1,75 % à 0,25 %. C'est le niveau le plus bas que nous estimons pouvoir atteindre sans causer de problèmes pour le système financier.

Réduire le taux directeur permet de stimuler l'activité économique en diminuant les coûts de financement. Nous nous rendons bien compte que ces baisses de taux n'entraîneront pas beaucoup plus d'emprunts et de dépenses pendant la phase de confinement. Mais cette mesure aidera les particuliers et les

---

<sup>1</sup> G. Zhao (2017), « Confidence, Bond Risks, and Equity Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 126, n° 3, décembre, p. 668-688.

<sup>2</sup> G. Zhao (2018), [Ambiguity, Nominal Bond Yields and Real Bond Yields](#), document de travail du personnel n° 2018-24, Banque du Canada, juin.

entreprises à assurer le service de leur dette et préparera le terrain pour la reprise.

De plus, l'abaissement du taux directeur est tout à fait conforme à notre régime de ciblage de l'inflation. Nous savons que pour que l'inflation revienne à la cible de 2 %, il faut stimuler la croissance économique et l'emploi.

Cependant, même quand nous étions en train de réduire le taux directeur, nous pouvions voir que le système financier manquait de liquidités et que le marché du crédit ne fonctionnait pas normalement. La Banque a alors mis en place d'autres outils de sa panoplie.

### ***Liquidité de financement : le crédit pour les banques, les particuliers et les entreprises***

Nous nous sommes d'abord attaqués aux problèmes immédiats associés à la liquidité de financement qui paralysaient nos institutions financières. Nous savions qu'en agissant sur la liquidité de financement, nous pourrions aider les banques à répondre aux besoins accrus de prêts de la part des particuliers et des entreprises.

Nous avons donc augmenté nos opérations de pension. Ces opérations procurent aux institutions financières de la liquidité pour une période donnée contre des garanties de forte qualité.

En temps normal, les opérations de pension nous servent à gérer notre bilan, ce qui fait partie de nos activités ordinaires. En règle générale, nous menons des opérations de pension à plus d'un jour toutes les deux semaines pour des sommes de l'ordre de 3 à 6 milliards de dollars et pour des périodes d'un ou trois mois.

Mais durant la crise, nous avons décuplé nos efforts pour que le système bancaire puisse accéder directement à la liquidité de financement dont il avait grand besoin.

La Banque du Canada a augmenté la fréquence de ses opérations de pension (dès lors deux fois par semaine) et leurs montants : montants maximaux de 24 milliards de dollars par opération. Nous avons élargi aussi bien la liste des institutions financières admises que les types de garanties acceptées. Nous avons également allongé la durée de nos opérations de pension jusqu'à 24 mois.

### ***Liquidité de marché : améliorer le fonctionnement des marchés en achetant des actifs***

En s'installant, la crise a causé non seulement des tensions sur les flux de crédit, mais aussi un assèchement de la liquidité de marché. En d'autres mots, tant les acheteurs que les vendeurs restaient en retrait. Les prix étaient devenus hyper volatils et ne reflétaient pas la réalité des conditions économiques sous-jacentes. Dans bien des cas, les investisseurs avaient commencé à exiger des primes importantes pour accepter d'acquérir des actifs plus risqués.

Cette situation a amené la Banque à se servir de tout nouveaux outils. Notre personnel n'a pas ménagé ses efforts pour mettre très vite sur pied six facilités d'achat qui n'étaient jusqu'alors que des concepts.

Pour réduire les tensions sur les principaux marchés à court terme où se financent les entreprises canadiennes, nous avons lancé des programmes destinés à l'achat d'acceptations bancaires et de papier commercial. Plus récemment, nous avons introduit un programme pour acquérir sur le marché secondaire jusqu'à 10 milliards de dollars en obligations de sociétés de grande qualité.

Nous avons également établi des programmes pour soutenir la liquidité et le bon fonctionnement des marchés d'emprunt à court et à long terme des gouvernements provinciaux.

### ***Soutenir la reprise économique en jetant les bases de la croissance***

La Banque du Canada a adopté une autre mesure très importante pour contrer la crise de la COVID-19. Elle consiste en des achats massifs de titres du gouvernement canadien sur le marché secondaire. De tels achats soutiennent la liquidité de ce marché de titres essentiel et en favorisent l'efficience.

Nous effectuons ces achats dans le cadre de nos activités ordinaires, tout comme les opérations de pension que j'ai évoquées plus tôt. C'est que nous devons avoir dans notre bilan des actifs pour équilibrer notre passif, qui est d'habitude surtout constitué de billets de banque en circulation.

La différence cette fois, c'est la taille de nos achats. Nous acquérons en ce moment des titres pour au moins 5 milliards de dollars toutes les semaines et nous continuerons à le faire jusqu'à ce que la reprise économique soit bien engagée.

Nous nous sommes concentrés sur le marché des obligations du gouvernement du Canada, car c'est le marché de référence pour l'ensemble du marché des titres à revenu fixe. Par exemple, les rendements des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans jouent un rôle important dans la détermination des taux d'intérêt des prêts hypothécaires à taux fixe de cinq ans.

Normalement, lorsqu'il fonctionne bien, le marché des obligations d'État reflète le point de vue des investisseurs sur l'économie et sur l'évolution future des taux d'intérêt. Mais quand il connaît des ratés, cela complique la tarification d'autres actifs.

Il est d'une importance vitale que les marchés de titres de dette du gouvernement canadien soient au meilleur de leur forme. Ainsi, les mesures prises par la Banque – qu'il s'agisse du relèvement de notre taux directeur ou de sa réduction – se transmettront à l'économie et nous permettront de mieux atteindre notre cible d'inflation.

### ***Effets sur notre bilan***

Tous les programmes que j'ai mentionnés ont pour but de préserver l'activité des marchés d'emprunt, de donner à ceux qui en ont besoin un accès à des fonds et de procurer de la stabilité pour rassurer les Canadiens.

Nos mesures ont fait grossir le bilan de la Banque, qui est passé d'environ 120 milliards de dollars au début du mois de mars à plus de 460 milliards.

Ce n'est pas la première fois que les banques centrales font grossir leur bilan pour répondre à un besoin accru de liquidité. En fait, c'est une des raisons clés

de leur existence : les banques centrales ont été créées pour fournir de la liquidité à l'économie en étant des prêteurs de dernier ressort.

Par contre, certains s'inquiètent que ce gonflement des bilans entraîne une inflation galopante. Dans le contexte actuel, la faiblesse de l'inflation – voire une possible déflation – nous préoccupe davantage, vu l'ampleur du ralentissement économique.

Je tiens à préciser que nous avons toujours la possibilité d'utiliser notre taux directeur si l'inflation devait s'emballer. Nous pouvons le relever afin d'influer sur les coûts d'emprunt, la croissance du crédit et l'activité économique, quelle que soit la taille de notre bilan.

## Des signes positifs avant l'heure

Compte tenu de tous les programmes que j'ai mentionnés et de leurs effets sur notre bilan, je suis sûr que vous vous interrogez maintenant sur les résultats obtenus.

Il y a quelques semaines, nous avons publié la *Revue du système financier* et elle comprenait certains indicateurs avancés.

Je suis heureux de constater que dans de nombreux cas, les principaux marchés financiers qui avaient manifesté de fortes tensions sur la liquidité semblent fonctionner de nouveau normalement. Sur beaucoup de marchés, les écarts acheteur-vendeur et les écarts de rendement ont sensiblement diminué. Tout cela montre une amélioration de la liquidité de marché.

De plus, les institutions financières ont maintenant un meilleur accès à la liquidité de financement sur les marchés. Et cela a eu des effets positifs mesurables sur les Canadiens.

Au tout début de la pandémie, les prêteurs qui avaient du mal à se financer ont transmis la hausse de leurs coûts d'emprunt aux particuliers et aux entreprises qui demandaient un prêt, alors même que le taux directeur de la Banque du Canada diminuait. Nos facilités étant maintenant en place depuis un certain temps, les prêteurs peuvent désormais avoir directement accès au financement qu'il leur faut, et nous avons pu voir que les taux sur les nouveaux prêts hypothécaires avaient commencé à baisser.

Enfin, un grand nombre de nos programmes destinés à soutenir les marchés financiers sont de moins en moins utilisés, car les conditions se stabilisent. Voilà pourquoi nous avons annoncé hier que nous allions diminuer la taille de certaines des facilités que nous avons mises en place. Nous allons en particulier réduire la fréquence de nos activités sur les marchés, à la fois pour les opérations de pension à plus d'un jour et les acceptations bancaires.

Il s'agit de résultats préliminaires encourageants. Le Conseil de direction de la Banque continuera à veiller à ce que nos outils répondent aux besoins, et à ce que notre action soit adaptée à l'ampleur des risques observés pour le système financier ou l'économie. La Banque est prête à augmenter la taille de ses programmes si nécessaire, pour soutenir le fonctionnement des marchés. De plus, la Banque a les outils voulus s'il fallait davantage de détente monétaire pour aider à atteindre notre cible d'inflation.

## La décision d'hier

Permettez-moi maintenant de passer à l'économie et aux discussions qui ont mené à notre annonce de politique monétaire d'hier. En bref, nous avons laissé le taux directeur inchangé à sa valeur plancher et maintenu notre engagement à continuer nos achats massifs d'actifs jusqu'à ce que la reprise économique soit bien entamée.

Pour parvenir à cette décision, nous avons naturellement passé beaucoup de temps à parler des données économiques publiées depuis le début de la pandémie. Les nouvelles données confirment l'impact considérable de la pandémie sur l'économie mondiale. Cet impact semble avoir atteint un sommet alors que les pays commencent à rouvrir leur économie. Les conditions financières ont aussi commencé à s'améliorer. Mais nous savons que le processus de réouverture sera long et inégal, et qu'il pourrait facilement y avoir des reculs.

En ce qui concerne l'économie canadienne, il ne faut pas oublier qu'elle était en assez bonne santé au début de la crise. En effet, elle tournait presque à plein régime, le taux de chômage national se situait près de son niveau le plus bas en 40 ans et l'inflation était proche de la cible. Bien sûr, les régions comme Sudbury subissaient l'impact de la baisse des prix des produits de base. Et les régions productrices de pétrole étaient frappées par une autre chute marquée des prix de l'or noir. Des facteurs temporaires, dont les barrages de voies ferrées et les grèves des enseignants, pesaient aussi sur la croissance à l'approche du mois de mars.

Puis est arrivée la pandémie, et il est tout de suite apparu clairement que son impact économique allait être profond. La semaine dernière, nous avons reçu les données des comptes nationaux pour le premier trimestre de l'année, y compris pour le mois de mars, où les fermetures ont vraiment commencé. Ce rapport montre que l'économie s'est contractée de 2,1 % durant les trois premiers mois de l'année. Pour le deuxième trimestre, nous nous attendons à ce que le niveau de la production soit encore de 10 à 20 % plus bas. Aussi grave que cela puisse sembler, ce résultat se situerait dans la moitié supérieure de la fourchette que nous avons estimée dans le *Rapport sur la politique monétaire* (RPM) d'avril.

Jusqu'ici, on a vu l'emploi chuter à un rythme sans précédent : en avril, on avait enregistré la perte de 3 millions d'emplois. Cependant, selon la plus récente Enquête sur la population active de Statistique Canada, 43 % des personnes ayant perdu leur emploi depuis février disent s'attendre à le réintégrer. Ce chiffre laisse supposer que bon nombre d'entre elles pourraient se remettre au travail à mesure que le déconfinement se poursuit, bien que rien ne le garantisse. Par comparaison, seulement 15 % des Canadiens qui s'étaient retrouvés au chômage pendant la crise financière mondiale disaient s'attendre à réintégrer le même emploi.

L'inflation, quant à elle, a diminué pour avoisiner zéro, en raison surtout de la baisse des prix de l'essence. Nous nous attendons à ce que des facteurs temporaires maintiennent l'inflation sous sa fourchette cible à court terme. Nous savons toutefois que l'indice des prix à la consommation (IPC) n'offre pas un portrait fidèle de l'inflation pour beaucoup de Canadiens en ce moment. C'est

parce que la pondération des biens et services dans l'IPC est fixe. Et durant le confinement, la consommation de certains articles – tels que l'essence et les services de voyage – n'est pas la même que d'ordinaire.

Cependant, nos mesures de l'inflation fondamentale n'ont baissé que légèrement pour se situer entre 1,6 et 2 %. Ce n'est pas étonnant, puisque les mesures de l'inflation fondamentale font généralement abstraction de l'effet des prix les plus volatils dans l'IPC, comme ceux de l'essence.

Naturellement, mes collègues du Conseil de direction et moi avons beaucoup parlé de l'évolution future de l'économie. Et nous avons des raisons d'espérer que le pire peut être évité. D'abord, une réouverture graduelle de l'économie s'est amorcée dans la plupart des régions du pays. Les dépenses consacrées aux voitures et au logement se sont accrues, et les indicateurs de la confiance des consommateurs ont augmenté par rapport aux bas niveaux enregistrés le mois passé.

Par ailleurs, on observe des signes que les différentes mesures budgétaires mises en place par les autorités publiques ont contribué efficacement à soutenir le revenu. Évidemment, perdre son emploi est une expérience douloureuse, et d'autant plus pendant une pandémie. Sans compter que le montant du soutien au revenu offert varie d'une personne à l'autre. Cela dit, le soutien annoncé jusqu'ici est ajusté de façon à remplacer le revenu du travail perdu dans l'économie. De plus, les mesures des autorités publiques aident les gens à conserver leur lien d'emploi. Ce facteur va être absolument essentiel pour favoriser la reprise. Enfin, comme je l'ai dit plus tôt, des signes indiquent clairement que le crédit circule et que le système financier fonctionne bien. C'est là un autre élément important qui va déterminer la vigueur de la reprise.

Malgré les signes positifs, il reste beaucoup de risques et d'incertitudes. La situation va dépendre en grande partie de notre capacité, comme pays, à gérer le risque de possibles vagues ultérieures de COVID-19 et du rythme du déconfinement. C'est vrai aussi bien pour l'économie mondiale que pour l'économie canadienne. Nous allons surveiller de près l'incidence de la pandémie sur la croissance et la demande sur les principaux marchés d'exportation canadiens.

À mesure que de nouvelles données seront disponibles, nous aurons une meilleure idée des effets du confinement. Ces données nous aideront aussi à répondre à plusieurs questions importantes. Que va-t-il arriver à la confiance des entreprises et des consommateurs? La pandémie va-t-elle entraîner des changements durables dans les habitudes d'épargne et de consommation des ménages? Combien d'entreprises seront incapables de rouvrir leurs portes et combien de pertes d'emplois seront permanentes? Combien de temps les personnes qui perdent leur emploi mettront-elles à en retrouver un? Comment les entreprises vont-elles ajuster ou reconstruire les chaînes d'approvisionnement mondiales? Et ainsi de suite.

En définitive, l'orientation de la politique monétaire de la Banque dépendra en bonne partie de l'évolution de l'équilibre entre ce que l'économie peut offrir et ce que la population demande, car cela va se répercuter sur les perspectives de l'inflation. Il se peut, par exemple, que l'offre se redresse plus vite que la

demande si les entreprises rouvrent rapidement, mais que les consommateurs restent prudents. D'ici la publication de notre RPM de juillet, et au-delà, il sera essentiel pour nous de comprendre quel a été l'effet de la pandémie sur la demande, l'emploi et la capacité de l'économie à produire des biens et des services.

À mesure que le fonctionnement des marchés s'améliore et que le déconfinement se poursuit, la Banque déplacera son attention sur la reprise de la croissance de la production et de l'emploi. La Banque maintient son engagement à continuer ses achats d'actifs à grande échelle jusqu'à ce que la reprise économique soit bien entamée. Toute nouvelle mesure de politique serait calibrée de façon à fournir le degré de détente monétaire requis pour atteindre la cible d'inflation.

Merci beaucoup de votre attention. Je me ferai maintenant un plaisir de répondre à vos questions.