



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2020



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 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour². Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. 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.
- 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.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et

les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, 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 TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de 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.

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 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2020



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2020

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

Table des matières

Vue d'ensemble	1
On présente un scénario intermédiaire plutôt qu'une projection	2
Économie mondiale	5
La contraction de l'activité économique mondiale a été forte et soudaine .	6
La croissance s'accélère grâce à la réouverture des économies	7
La demande devrait rester faible par rapport à l'offre	8
Les mesures prises par les autorités continuent à apporter un soutien... 8	
Les prix des produits de base se sont partiellement redressés	10
L'économie canadienne	13
Encadré 1 : Principaux éléments du scénario intermédiaire.....	14
Les autorités budgétaires et monétaires ont réagi rapidement.....	15
La phase de réouverture est en cours	17
L'inflation mesurée par l'IPC a chuté abruptement	19
Encadré 2 : L'inflation mesurée par l'IPC ajusté affiche une baisse à peine plus faible que l'inflation mesurée par l'IPC	20
La croissance se modère durant la phase de récupération	21
Les dépenses des ménages augmenteront, mais la prudence pourrait subsister	22
Les investissements des entreprises devraient rester faibles.....	24
Le secteur de l'énergie devrait rester morose	25
Les exportations reprendront à un rythme modéré	26
La lente remontée de la demande pèse sur l'inflation	26
Encadré 3 : Estimer l'offre au sein de l'économie dans le sillage de la COVID-19	27
Les outils de politique monétaire	31
Autres scénarios et risques	35

Vue d'ensemble

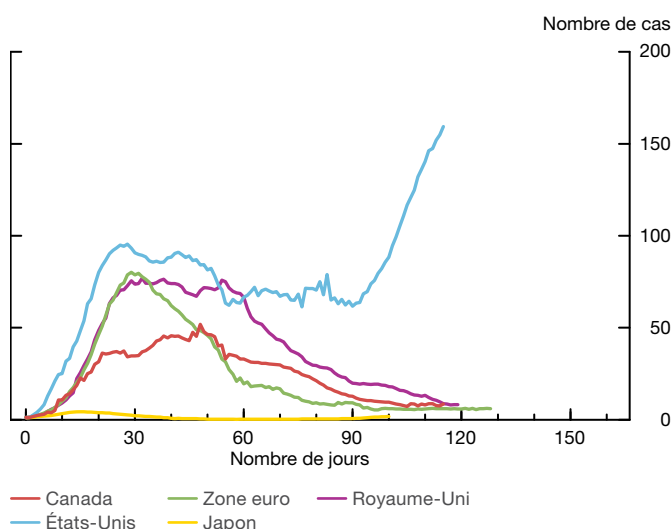
La pandémie de COVID-19 a causé une situation d'urgence sanitaire mondiale et une catastrophe économique d'une ampleur inimaginable pour beaucoup. Pour limiter la propagation rapide du virus dans le monde, les autorités ont mis en place des mesures qui ont réduit l'activité économique. Les effets combinés de la pandémie et de ces mesures nécessaires ont précipité le repli économique le plus brutal et le plus profond depuis la Grande Dépression. Pratiquement tous les pans des économies canadienne et mondiale ont été touchés, entraînant des pertes d'emploi généralisées et des baisses importantes des revenus des entreprises.

La trajectoire future de la pandémie est impossible à prévoir en soi, et son évolution dans différentes régions au fil du temps reste donc très incertaine. Le nombre de nouveaux cas d'infection est maintenant très faible en Chine, mais il augmente rapidement dans beaucoup d'autres pays émergents (graphique 1). Certains pays avancés durement touchés au départ ont pu ralentir la hausse des nouveaux cas et sont en train de rouvrir leur économie. Aux États-Unis, le nombre d'infections a atteint de nouveaux sommets. On déplore des centaines de milliers de morts à l'échelle planétaire.

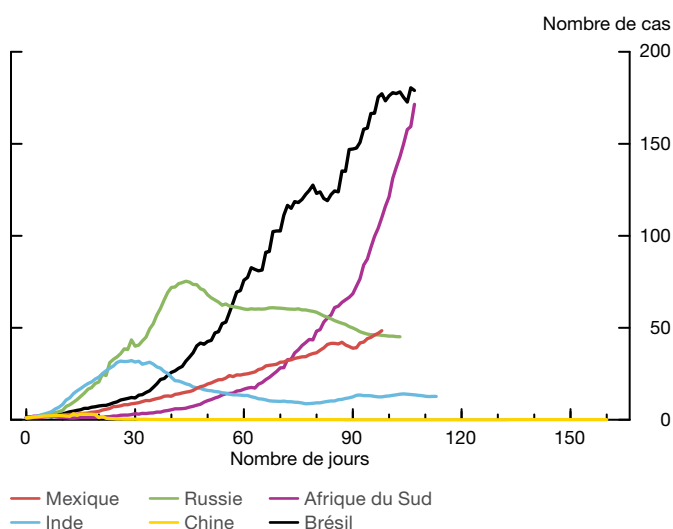
Graphique 1 : L'évolution de la pandémie reste très incertaine

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

a. Économies avancées



b. Économies émergentes

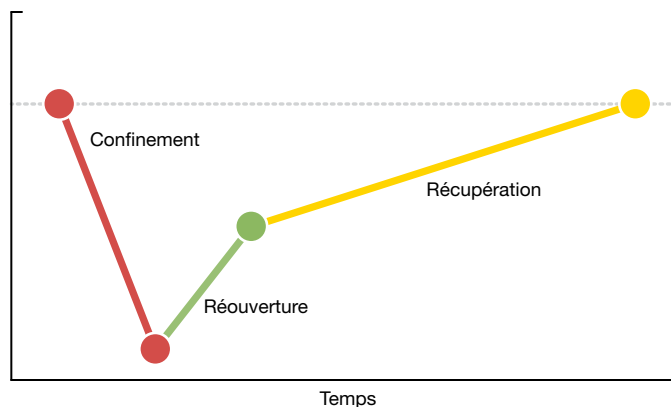


Nota : Le premier point de coordonnées sur l'axe horizontal correspond au premier jour où le nombre de nouveaux cas par million de personnes est supérieur à 1.

Sources : Organisation mondiale de la santé via Haver Analytics, ministère de la Santé et des Services sociaux du Royaume-Uni, Santé publique Angleterre et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 10 juillet 2020

Figure 1 : La reprise de l'activité économique et des dépenses des ménages se fera en deux phases : la réouverture et la récupération



Au Canada, le nombre de nouvelles infections a fortement diminué par rapport au sommet d'avril, et la reprise économique s'est amorcée dans toutes les provinces, tous les territoires ainsi que de nombreux secteurs. L'activité économique s'intensifie donc considérablement avec l'assouplissement des mesures visant à maîtriser le virus. Ce signe est encourageant.

La Banque du Canada prévoit un fort rebond de l'activité économique à la phase de réouverture, suivi d'une phase de récupération plus longue, mais aussi inégale d'une région et d'un secteur à l'autre (figure 1). Par conséquent, la production économique canadienne ne retrouvera probablement pas son niveau d'avant la pandémie avant un certain temps. Bien des travailleurs et des entreprises peuvent s'attendre à connaître une période prolongée de difficultés.

On présente un scénario intermédiaire plutôt qu'une projection

Les perspectives économiques sont extrêmement incertaines, en raison surtout de l'évolution imprévisible de la pandémie. Le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet rend compte de cette incertitude par la présentation d'un scénario intermédiaire plutôt que de l'habituelle projection économique.

Le scénario intermédiaire s'appuie sur l'analyse réalisée par la Banque et cherche à mettre en balance la probabilité de scénarios plus et moins favorables. Sa réalisation dépend toutefois fortement de nos hypothèses concernant l'évolution de la pandémie, à savoir :

- il n'y aura pas de deuxième vague à grande échelle au Canada ou dans le monde;
- la plupart des grandes mesures de confinement seront assouplies graduellement;
- la pandémie aura pris fin ou presque d'ici la mi-2022, probablement grâce à la disponibilité à grande échelle d'un vaccin ou d'un traitement efficace.

En plus de l'incertitude fondamentale concernant la tournure même de la pandémie, une incertitude considérable entoure ses effets. Plus particulièrement, nous n'avons pas assez d'informations pour évaluer dans quelle mesure l'économie subira durablement les séquelles de fermetures d'entreprises ou de pertes d'emploi massives. En outre, lorsque l'offre se sera rétablie, il est difficile de prévoir à quel rythme la demande reprendra, car les gens pourraient avoir modifié leurs priorités, leurs habitudes de travail et leurs comportements sociaux en raison de la pandémie.

La Banque s'est écartée de la structure habituelle du *Rapport sur la politique monétaire* en avril par l'omission d'une projection de référence. En présentant un scénario intermédiaire dans le *Rapport* de juillet, la Banque amorce un retour au format habituel. L'information présentée est néanmoins un peu plus sommaire qu'en temps normal, vu le degré inhabituel d'incertitude. Par exemple, les **tableaux 1 et 2** sont fondés sur le scénario intermédiaire de la Banque. La ventilation pour la projection de la croissance de l'économie mondiale et la contribution des différents éléments à la croissance du produit intérieur brut (PIB) du Canada est donc moins détaillée.

Économie mondiale

Après un plongeon historique au premier semestre, l'activité économique mondiale commence à repartir. L'accroissement de la demande mondiale a contribué à un rebond partiel des prix des produits de base et de certains actifs financiers. Grâce à l'intervention énergique de bon nombre de gouvernements et de banques centrales, les entreprises sont à même de se remettre à produire, et les ménages, à dépenser, à la faveur de l'assouplissement des mesures de confinement. Il reste cependant un long chemin à parcourir pour regagner le terrain perdu, et de nouvelles poussées régionales du virus pourraient entraver la reprise.

Dans le scénario intermédiaire de la Banque, la production mondiale rebondit au second semestre de cette année, bien que le moment de la reprise et sa vigueur varient beaucoup d'une région à l'autre. Le maintien de la distanciation physique et le degré élevé d'incertitude devraient continuer de brider l'activité économique sur l'ensemble de la période considérée dans le scénario. La production mondiale se contracte de quelque 5 % en 2020 puis croît d'environ 5 % en 2021 et en 2022 (tableau 1). Malgré ce fort rebond, la production mondiale s'établit à la fin de 2022 à environ 4 % de moins que le niveau prévu dans le *Rapport* de janvier.

Tableau 1 : Scénario intermédiaire pour la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage)			
		2019	2020	2021	2022
États-Unis	15	2,3	-8,1	3,4	4,3
Zone euro	11	1,2	-9,3	4,2	3,6
Japon	4	0,7	-6,1	3,8	2,6
Chine	19	6,1	-0,3	8,8	6,3
Pays émergents importateurs de pétrole†	33	3,1	-4,8	5,8	6,1
Autres pays‡	17	1,3	-6,9	2,2	6,1
Monde	100	2,9	-5,2	5,2	5,4

* La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international concernant les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2018, publiées en octobre 2019 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*. Parce que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

† 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 et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud —, et des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

‡ Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Une incertitude considérable entoure ce scénario. Il existe une multitude de scénarios possibles, plus ou moins favorables que le scénario intermédiaire présenté dans ces pages. Dans l'ensemble, par contre, les risques semblent orientés à la baisse, en raison surtout de la possibilité d'une deuxième vague du virus.

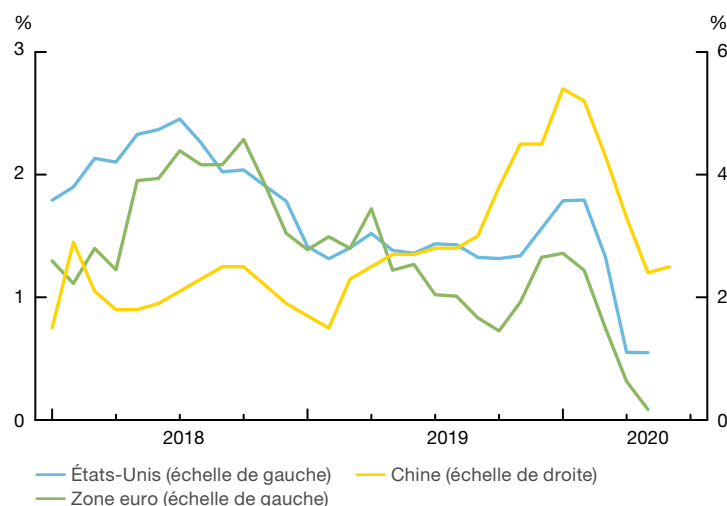
La contraction de l'activité économique mondiale a été forte et soudaine

À la suite des mesures prises pour limiter la propagation de la COVID-19, beaucoup d'entreprises ont dû réduire ou suspendre leurs activités, ce qui a entraîné des pertes d'emplois sans précédent. Les chaînes d'approvisionnement ont été perturbées, et le commerce mondial s'est effondré. Les mesures de confinement ayant surtout nui à l'activité dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, la détérioration a été plus prononcée dans les services que dans la fabrication. Par ailleurs, la pandémie et les mesures de confinement ont provoqué une brusque détérioration de la confiance des entreprises et des ménages ainsi que d'importants changements dans les comportements. La Banque estime que le niveau du PIB mondial au deuxième trimestre était d'environ 10 % inférieur à son sommet du quatrième trimestre de 2019.

L'inflation a fléchi dans toutes les grandes économies (graphique 2). Après s'être fortement contractés en mars et en avril, les prix de l'essence ont partiellement remonté en mai. L'effondrement des prix de l'énergie s'explique par la rapidité et l'ampleur de la chute de la demande mondiale. La baisse des prix dans les services de transport de même que dans l'hôtellerie et la restauration a aussi contribué à la faiblesse de l'inflation dans la plupart des régions. En revanche, les prix des aliments ont augmenté plus vite qu'en temps normal. Dans l'ensemble, les effets de la chute de la demande sont plus importants que les pressions inflationnistes exercées par la perturbation des approvisionnements.

Graphique 2 : L'inflation a reculé dans toutes les grandes économies

Inflation sur un an, données mensuelles



Nota : Les mesures de l'inflation varient d'une région à l'autre. Les États-Unis, la zone euro et la Chine utilisent respectivement l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages, l'indice des prix à la consommation harmonisé et l'indice des prix à la consommation.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis, Eurostat (États-Unis et zone euro); juin 2020 (Chine) Dernière observations : mai 2020

La croissance s'accélère grâce à la réouverture des économies

La Chine a été le premier grand pays à permettre à des entreprises de redémarrer leurs activités, mais en leur imposant des mesures strictes de prévention et de contrôle de l'infection pour endiguer d'éventuelles éclosions. La production industrielle chinoise a progressé au point de revenir aux niveaux d'avant le confinement (**graphique 3**). Des indicateurs de la demande comme les ventes au détail se sont pour leur part redressés, mais moins que la production, car les consommateurs restent prudents. Enfin, la morosité des investissements dans le secteur de la fabrication donne à penser que les entreprises doutent encore de la vigueur de la demande future, vu la pandémie et les tensions persistantes dans les relations commerciales avec les États-Unis.

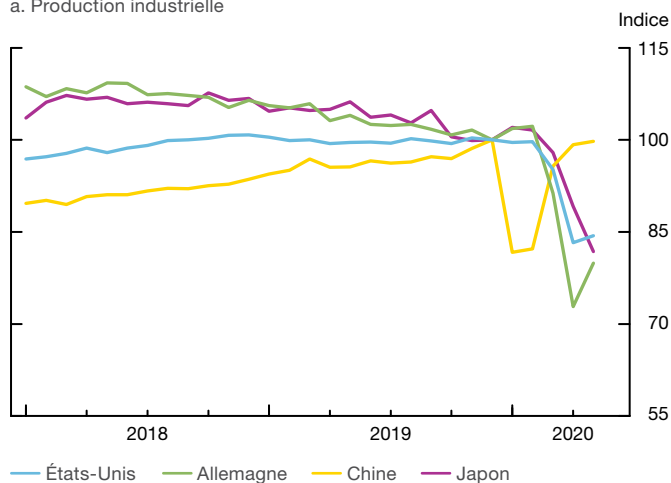
La situation économique des autres pays émergents varie beaucoup de l'un à l'autre. Certains pays d'Asie de l'Est ont réussi à faire en sorte que le nombre de cas sur leur territoire reste bas et à garder leur économie essentiellement ouverte. Des pays d'Europe émergente où le confinement était de rigueur ont récemment permis la réouverture des entreprises. Pour leur part, de nombreux pays d'Amérique latine et d'Afrique sont encore aux prises avec la première vague de la pandémie et son terrible coût humain. Les effets négatifs de la pandémie sur leur économie pourraient perdurer et retarder la reprise de l'activité en raison de leur difficulté à contenir la propagation du virus. Cette situation, à laquelle s'ajoute un fort endettement, rend la stabilité financière de certains pays émergents préoccupante.

Dans bon nombre d'économies avancées, l'activité s'est raffermie en mai et en juin. Des enquêtes signalent un accroissement de l'activité et de la confiance dans la zone euro. Aux États-Unis, la production, l'emploi et les dépenses des ménages ont aussi augmenté, mais leur progression a ralenti depuis que la recrudescence des cas de COVID-19 à partir de la mi-juin a poussé de nombreux États à revoir à la baisse leurs plans de réouverture.

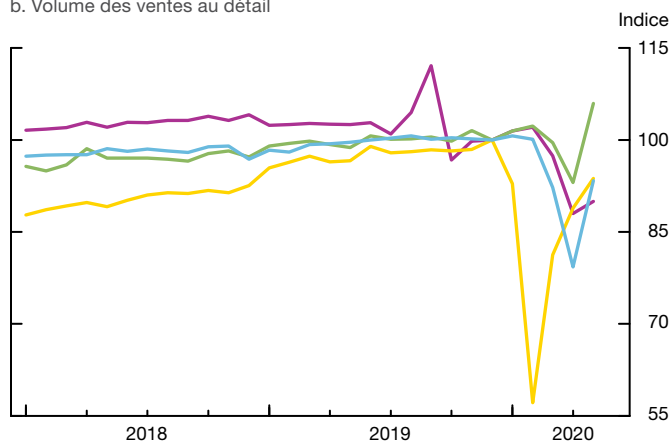
Graphique 3 : L'activité a commencé à reprendre dans certains pays

Base 100 de l'indice : décembre 2019, données mensuelles

a. Production industrielle



b. Volume des ventes au détail



Nota : Les ventes de véhicules automobiles ne sont pas comptabilisées dans les ventes au détail en Allemagne. Pour la Chine, les données sur les ventes au détail sont fournies en valeur nominale.

Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Bureau du recensement des États-Unis, Banque centrale d'Allemagne, Bureau national des statistiques de Chine et ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie du Japon via Haver Analytics, et Banque du Canada

Dernière observation : mai 2020

La demande devrait rester faible par rapport à l'offre

Au deuxième semestre de cette année, le rythme de la croissance mondiale se renforce nettement dans le scénario intermédiaire. La reprise ralentit ensuite en 2021 et en 2022, mais la croissance reste néanmoins relativement forte. L'activité retrouve son niveau d'avant la COVID-19 vers la fin de 2021 dans ce scénario. La pandémie pèse à la fois sur l'offre et sur la demande, mais ses effets sur la demande sont plus prononcés.

Du côté de l'offre, l'organisation de la production dans certains secteurs devra être adaptée aux mesures de distanciation physique. Après avoir évalué la vulnérabilité des échanges transfrontaliers, les sociétés pourraient privilégier les chaînes d'approvisionnement courtes, locales et sans doute mieux diversifiées après la pandémie. Du côté de la demande, le maintien des mesures préventives de distanciation physique continuera vraisemblablement de restreindre les dépenses de consommation même quand le confinement sera totalement levé. Enfin, le climat d'incertitude économique et le fort endettement des entreprises devraient forcer certaines d'entre elles à réduire la taille de leurs grands projets d'investissement ou à annuler ces derniers.

Les mesures prises par les autorités continuent à apporter un soutien

Les autorités de nombreux pays ont rapidement pris des mesures extraordinaires pour soutenir les revenus des ménages et limiter les dégâts de la mise à l'arrêt de l'économie. Ces mesures soutiendront la reprise au moment du redémarrage de l'activité.

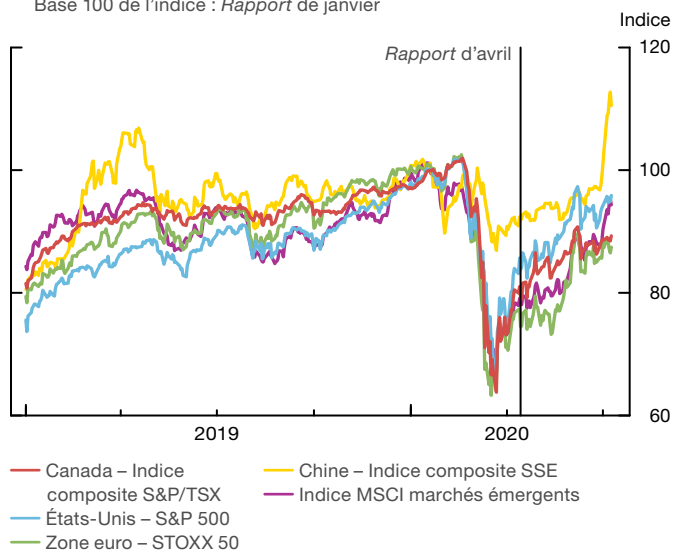
Les gouvernements des économies avancées et de certaines grandes économies émergentes, comme la Chine et le Brésil, ont mobilisé d'importantes ressources pour lutter contre la pandémie et atténuer les effets du choc économique qu'elle a provoqué. Celles-ci comprennent des transferts aux ménages et aux entreprises pour remplacer une partie du revenu perdu. Beaucoup de pays ont aussi instauré des programmes de garantie des prêts et de financement direct visant à soulager les entreprises aux prises avec des difficultés de trésorerie. Les autorités de certains d'entre eux envisagent d'amplifier les mesures de soutien budgétaire. Dans nombre d'autres pays émergents, ce soutien a généralement été plus limité en raison des niveaux déjà élevés de la dette.

Partout dans le monde, des banques centrales ont pris des mesures énergiques pour stabiliser le système financier et garder ouvertes les vannes du crédit aux particuliers et aux entreprises. Elles ont notamment cherché à soulager les tensions sur les marchés de financement à court terme et à en améliorer la liquidité. Les grandes banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs ou pris d'autres mesures d'assouplissement. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux des fonds fédéraux, sensiblement accru ses achats d'obligations du Trésor américain et de titres adossés à des créances hypothécaires, et soutenu les flux de crédit en lançant un ensemble de programmes à cette fin. Elle a par ailleurs étendu le réseau des contreparties à ses accords de swaps en dollars américains, réagissant ainsi à la montée des tensions sur les marchés des changes internationaux.

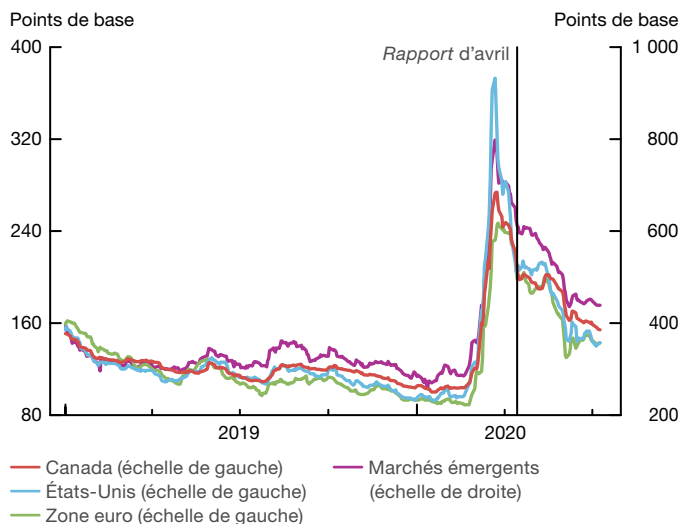
Graphique 4 : Les conditions sur les marchés financiers se sont nettement améliorées

Données quotidiennes

a. Cours des actions

Base 100 de l'indice : *Rapport* de janvier

b. Écarts de taux sur les obligations de sociétés



Nota : Les écarts de taux aux États-Unis et dans les marchés émergents sont corrigés en fonction des clauses optionnelles et correspondent à la différence entre les rendements des obligations libellées en dollars américains et ceux des obligations du Trésor américain. Pour le Canada et la zone euro, les écarts sont calculés, respectivement, par rapport aux taux des obligations du gouvernement du Canada et des obligations du gouvernement allemand. Tous les rendements des obligations de sociétés sont fondés sur des obligations de bonne qualité, sauf en ce qui concerne les marchés émergents, car ceux-ci comportent un certain nombre d'obligations à rendement élevé.

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

Dernière observation : 10 juillet 2020

Les conditions financières mondiales se sont nettement améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril, ce qui contribue à soutenir la reprise. Les marchés ont réagi positivement aux mesures budgétaires et monétaires, à la relance de la demande mondiale et aux signes d'atténuation des risques négatifs extrêmes. Depuis avril, les cours des actions ont regagné une bonne partie du terrain perdu, les écarts de crédit se sont resserrés et la volatilité a diminué sur tous les marchés (**graphique 4**). Dans les pays émergents, les indicateurs des marchés financiers se sont généralement améliorés, bien que dans une moindre mesure dans les plus durement touchés, comme le Brésil, l'Afrique du Sud et le Mexique, où la pandémie continue de se propager rapidement.

Le dollar américain s'est déprécié quelque peu depuis avril par rapport à de grandes monnaies, dont le dollar canadien. Les mouvements vers les valeurs refuges libellées en billets verts se sont atténués, et certains investisseurs recommencent à se tourner vers des actifs libellés dans d'autres monnaies. Le renchérissement des produits de base a aussi soutenu le dollar canadien. Les rendements des obligations d'État dans les grandes économies avancées restent près de leurs creux historiques en raison des achats d'actifs par les banques centrales et des attentes des marchés financiers. Ces derniers s'attendent en effet à ce que les banques centrales maintiennent leurs taux directeurs à de bas niveaux longtemps.

Les prix des produits de base se sont partiellement redressés

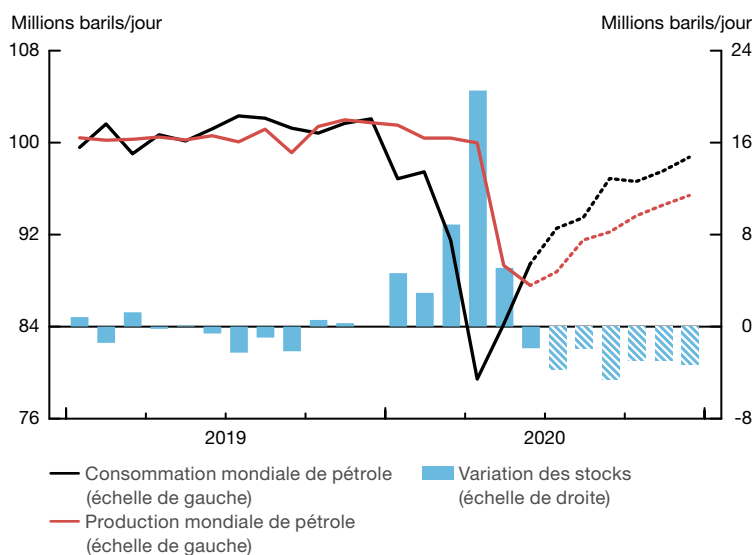
Les cours mondiaux du pétrole ont augmenté depuis avril, mais ils sont toujours d'environ 30 % plus bas qu'avant la pandémie. Leur hausse récente s'explique par l'augmentation de la consommation mondiale de pétrole grâce à la réouverture des économies et par la réduction de la production (**graphique 5**). Les bas cours du pétrole ont amené les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains autres producteurs hors OPEP à s'entendre pour réduire la production de 9,7 millions de barils par jour par rapport à son niveau d'octobre 2018¹. Les producteurs nord-américains ont également diminué leur production de quelque 4 millions de barils par jour.

Dans son scénario intermédiaire, la Banque suppose que les prix du Brent et du West Texas Intermediate (WTI) se maintiendront aux environs de 40 \$ US le baril, leur niveau moyen récent. Les risques liés à cette hypothèse sont orientés à la hausse à moyen terme, car les prix pourraient continuer à monter avec la reprise de la croissance mondiale et de la consommation de pétrole.

Le cours du Western Canadian Select (WCS) a aussi augmenté : il tournait récemment autour de 30 \$ US le baril. L'écart a diminué entre les prix des pétroles bruts WTI et WCS pour s'établir à environ 10 \$ US, en partie sous l'effet de réductions de la production au Canada. De plus, la baisse de la demande a été plus marquée pour les pétroles légers comme le WTI – qui entre davantage dans la fabrication de carburéacteur et d'essence – que pour les pétroles lourds comme le WCS.

Graphique 5 : La consommation de pétrole reprend et la production a été réduite

Données mensuelles



Sources : Agence d'information du département de l'Énergie des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : décembre 2020

¹ Cela correspond en gros à une réduction de la production de 8 millions de barils par jour par rapport à mars 2020.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques établi par la Banque a regagné le terrain perdu entre février et avril. La hausse des prix des métaux communs cadre avec le redressement graduel de la production industrielle et une augmentation des dépenses d'infrastructure en Chine et dans certaines économies avancées. Les prix du bois d'œuvre ont progressé en raison de la fermeture de scieries causée par la pandémie.

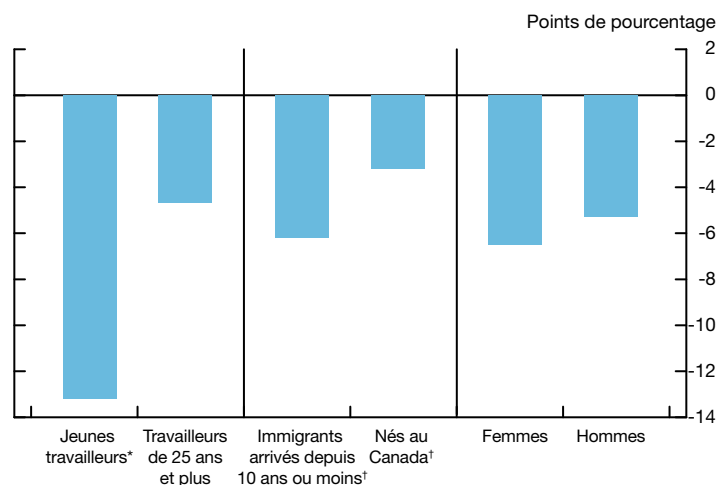
L'économie canadienne

L'économie canadienne commence à se remettre des effets tragiques et dévastateurs de la pandémie. Les coûts humains et économiques seraient cependant considérablement plus élevés si les mesures de confinement n'avaient pas permis d'aplatir la courbe. On estime qu'au deuxième trimestre, quand les mesures de confinement étaient les plus restrictives, l'activité économique a chuté d'environ 15 % par rapport au niveau enregistré à la fin de 2019. L'économie semble avoir touché un creux en avril : environ 3 millions d'emplois avaient alors été perdus.

La contraction et la reprise subséquente de l'économie vont suivre une trajectoire fort différente de celle que l'on observe dans un cycle économique habituel. Les conséquences du confinement ont beaucoup varié d'un secteur et d'un type d'emploi à l'autre. Certains emplois n'ont pratiquement pas été touchés étant donné l'accès à des outils en ligne et la possibilité de travailler à distance. Par contre, d'autres ont subi de graves contrecoups, en particulier dans le secteur des services, notamment le voyage, l'hôtellerie et les services de soins personnels. Le fardeau pèse aussi beaucoup plus lourdement sur certains segments de la population active, comme les salariés à faible revenu, les jeunes, les nouveaux immigrants et les femmes (graphique 6).

Graphique 6 : Les pertes d'emplois ont été plus importantes chez les jeunes travailleurs, les nouveaux immigrants et les femmes

Taux de variation de l'emploi entre février et juin 2020, données désaisonnalisées



* Jeunes de 15 à 24 ans

† Les données de ces deux groupes ne sont pas désaisonnalisées. Elles ne peuvent donc pas être directement comparées aux données relatives au sexe et au groupe d'âge.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juin 2020

Les mesures de politique budgétaire et monétaire vigoureuses, bien ciblées et complémentaires qui ont été prises jettent des bases solides pour la reprise. Il est toutefois probable que bien des gens continuent à craindre de contracter le virus et que l'incertitude relativement à la sécurité d'emploi subsiste pendant la réouverture. La confiance des consommateurs et des entreprises devrait donc rester modérée, ce qui limitera les dépenses et l'emploi, surtout dans des activités nécessitant une interaction en personne. En outre, la pandémie a causé des changements dans les préférences et les comportements. Certains seront vraisemblablement durables et auront des effets persistants qui pourraient entraîner des modifications structurelles de l'économie à plus long terme.

Malgré les épreuves difficiles auxquelles la population canadienne reste confrontée, les scénarios économiques les plus pessimistes évoqués dans le *Rapport* d'avril ont jusqu'à présent été évités. On observe déjà des signes que la réouverture des entreprises donnera lieu à un fort rebond initial de la croissance économique (**tableau 2**). On s'attend toutefois à ce que celui-ci soit suivi d'une phase de récupération durant laquelle le rythme de la reprise ralentira, puisque la pandémie continuera d'influer sur la confiance et que des ajustements économiques généralisés se produiront, y compris dans le secteur de l'énergie. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait rester faible avant de remonter graduellement vers la cible de 2 %, à mesure que l'effet modérateur induit par les bas prix de l'essence et d'autres facteurs temporaires se dissipera et que la demande se redressera, réduisant ainsi les capacités excédentaires au sein de l'économie (**encadré 1**).

Encadré 1

Principaux éléments du scénario intermédiaire

Le scénario intermédiaire de la Banque repose sur plusieurs hypothèses centrales qui ont une influence sur les perspectives de l'économie canadienne. Les principaux éléments de ce scénario, qui se conjuguent aux hypothèses concernant l'évolution de la pandémie et les mesures de santé publique décrites dans la vue d'ensemble, sont les suivants :

- La Banque suppose que les prix du baril de pétrole resteront près des niveaux récents, soit 40 \$ US pour le Brent et le West Texas Intermediate et 30 \$ US pour le Western Canadian Select.
- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision du taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Dans son scénario intermédiaire, elle prend pour hypothèse que le dollar canadien se maintiendra autour des valeurs récentes, aux environs de 74 cents américains.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec une production qui se maintient durablement à son potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de la cible d'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Dans le scénario intermédiaire, la Banque fait

l'hypothèse que le taux neutre se situe à 2,5 %, soit dans la moitié inférieure de la fourchette estimative établie en avril 2019. Ce taux fera l'objet d'une réévaluation en profondeur en octobre, dans le cadre du prochain *Rapport*.

- La pandémie et le confinement ont d'importantes répercussions sur l'offre et la demande au Canada. Aux fins de son scénario intermédiaire, la Banque considère qu'au premier semestre de 2020, l'ampleur des impacts sur l'offre correspond à environ 60 % de celle des impacts sur le produit intérieur brut. Elle estime aussi que le niveau de la production a baissé d'à peu près 15 % par rapport au quatrième trimestre de 2019. L'écart entre la demande et l'offre serait ainsi d'environ 6 à 7 % au deuxième trimestre.
- Ces estimations sont entachées d'une incertitude exceptionnellement élevée, liée à la nature et à l'ampleur hors du commun des chocs économiques causés par la COVID-19. L'**encadré 3**, page 27, donne des précisions sur les hypothèses concernant l'offre et la production potentielle qui ont été utilisées dans le scénario intermédiaire. La Banque présentera une analyse plus approfondie de ses hypothèses à long terme dans le *Rapport* d'octobre.

Tableau 2 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne

Taux de variation sur un an*

	2019	2020				2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4				
Inflation mesurée par l'IPC	2,1	1,8	-0,1	0,4	2,1	0,4	1,3	1,8	1,8	1,9	0,6	1,2	1,7
PIB réel	1,5	-0,9	-14,6	-8,8	1,5	-6,8	4,9	3,2	3,2	1,7	-7,8	5,1	3,7
Taux de variation sur un trimestre†	0,1	-2,1	-13,1	7,1									

* Les principaux éléments du scénario intermédiaire sont présentés dans la vue d'ensemble ainsi qu'à l'encadré 1 et à l'encadré 3.

† Les taux de variation trimestriels annualisés sont de 0,6 % au quatrième trimestre de 2019, de -8,2 % au premier trimestre de 2020, de -43,0 % au deuxième trimestre de 2020 et de 31,3 % au troisième trimestre de 2020. Les taux de variation sur un an au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Les autorités budgétaires et monétaires ont réagi rapidement

Le confinement a eu de graves effets sur le marché du travail. Entre février et avril, quelque 3 millions de travailleurs se sont soudainement retrouvés sans emploi. En mai, le taux de chômage a atteint 13,7 %, un sommet. À cela s'ajoutent 1,4 million de personnes qui ont indiqué qu'elles auraient voulu travailler, mais n'ont pas cherché d'emploi. Ce mois-là, le taux de chômage aurait donc frôlé les 20 % si ce segment avait été pris en compte. Des mesures plus complètes du sous-emploi, qui comptent les personnes en emploi mais qui ont travaillé moins de la moitié de leurs heures normales ainsi que les chercheurs d'emploi découragés, tendent à indiquer que le tiers de la population active environ était sous-utilisée.

Le gouvernement fédéral a rapidement mis en œuvre des mesures de politique budgétaire sans précédent pour aider les ménages et les entreprises à traverser la période de confinement. Des politiques ont été instaurées pour remplacer les revenus perdus et encourager les entreprises à garder leurs employés². La Prestation canadienne d'urgence (PCU) et d'autres transferts ont compensé la perte de revenu d'emploi qu'ont subie beaucoup de travailleurs. De plus, la Subvention salariale d'urgence du Canada (SSUC) a aidé les employeurs à maintenir le lien avec leurs employés, et elle devrait réduire les séquelles à long terme du chômage sur l'économie. Près du quart des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises dont les résultats ont été publiés cet été par la Banque ont déclaré que cette subvention leur a permis de limiter ou d'éviter les mises à pied.

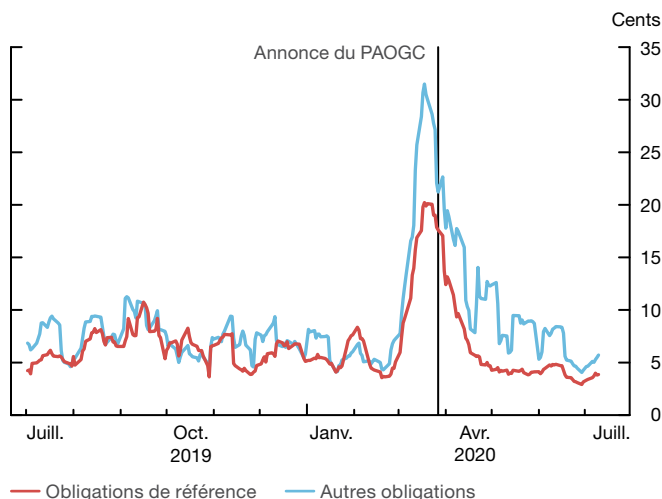
Les entreprises ont également accès à des programmes fédéraux de prêts. Le Compte d'urgence pour les entreprises canadiennes, en particulier, a été largement utilisé. Il offre aux petites entreprises existantes un prêt pouvant atteindre 40 000 dollars et une remise de cette dette allant jusqu'à 10 000 dollars si elle est remboursée avant la fin de 2022.

Par ailleurs, les gouvernements fédéral, provinciaux et territoriaux ont accordé des reports de paiement de taxes, d'impôts, de droits de douane et d'autres droits totalisant plus de 123 milliards de dollars. Même si ces mesures sont temporaires, elles offrent un répit non négligeable à bien des entreprises et des ménages qui éprouvent des problèmes financiers. Les prêteurs commerciaux ont aussi adopté des processus permettant aux ménages de reporter des versements hypothécaires et d'autres remboursements de dette.

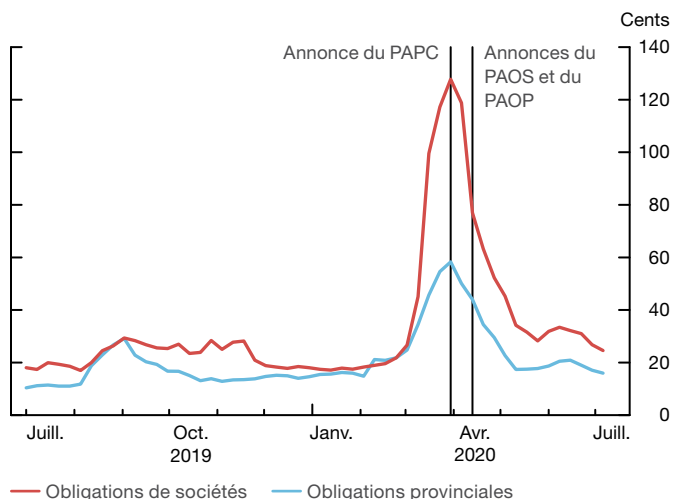
² Pour des précisions, voir le *Rapport sur la politique monétaire d'avril 2020*, le [site Web](#) de la Banque du Canada et le [site Web](#) du gouvernement du Canada.

Graphique 7 : Les programmes de la Banque du Canada ont contribué à améliorer la liquidité des marchés

a. Écart acheteur-vendeur sur les obligations à 5 ans du gouvernement du Canada, moyenne mobile sur dix jours, données quotidiennes



b. Écart acheteur-vendeur sur les obligations canadiennes, moyenne mobile sur quatre semaines, données hebdomadaires



Nota : Signification des sigles : Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (PAOGC), Programme d'achat de papier commercial (PAPC), Programme d'achat d'obligations de sociétés (PAOS) et Programme d'achat d'obligations provinciales (PAOP).

Sources : Caisse canadienne de dépôt de valeurs et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 10 juillet 2020 (obligations du gouvernement du Canada) et 6 juillet 2020 (obligations canadiennes)

La Banque a également réagi sans tarder aux effets de la pandémie. À partir de la fin de février, l'incertitude concernant la gravité éventuelle de la situation et la durée du ralentissement a causé une ruée généralisée vers la liquidité et rendu difficile la vente d'actifs. En réponse à la paralysie des marchés financiers et à la contraction de l'économie, la Banque a rapidement abaissé le taux directeur à sa valeur plancher de 0,25 %. Elle a aussi mis en place un éventail de facilités de liquidité et de programmes d'achat d'actifs destinés à atténuer les problèmes de fonctionnement des marchés. Les programmes d'achat d'Obligations hypothécaires du Canada, d'acceptations bancaires, de papier commercial, d'obligations de sociétés ainsi que de titres du gouvernement fédéral et des provinces en font partie.

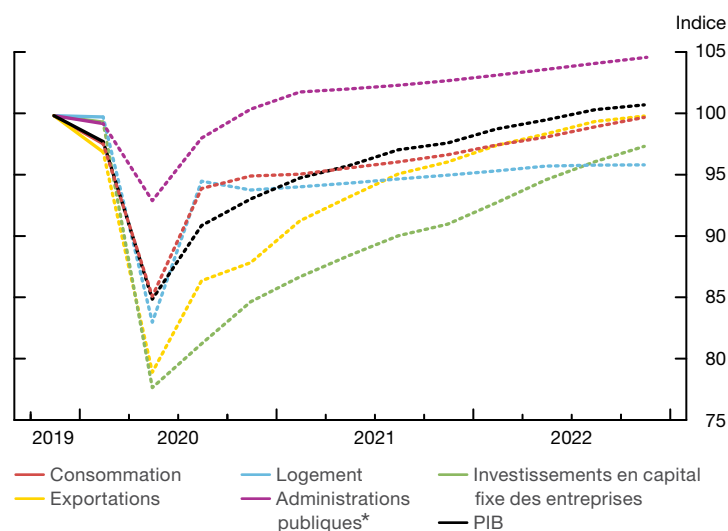
Puisque les marchés financiers fonctionnent maintenant beaucoup mieux, le recours à certains de ces mécanismes a diminué (**graphique 7**). Les achats massifs d'obligations du gouvernement du Canada effectués par la Banque ont d'abord accru la liquidité et la confiance. Compte tenu de l'amélioration du fonctionnement des marchés et de la réouverture de l'économie, ces achats servent maintenant d'importants mécanismes de détente monétaire. L'abaissement du taux directeur à sa valeur plancher, les achats d'obligations et l'assouplissement des conditions financières mondiales ont tous contribué à la diminution des taux d'intérêt au pays, et ont permis aux ménages et aux entreprises d'emprunter plus facilement. Par exemple, le rendement plus bas des obligations à cinq ans du gouvernement du Canada se traduit par des prêts hypothécaires à taux fixes plus abordables. Ces mesures ont allégé le service de la dette, et elles favoriseront les dépenses qui devraient soutenir la reprise.

La phase de réouverture est en cours

On estime que le produit intérieur brut (PIB) s'est nettement contracté au deuxième trimestre (tableau 2 et graphique 8). Selon des données à haute fréquence récentes, les pires répercussions économiques auraient été subies en avril. En mai et en juin, à mesure que le nombre de cas de COVID-19 se stabilisait et commençait à diminuer, les gouvernements ont amorcé le déconfinement. Les indicateurs du marché du travail laissent penser que l'activité économique a commencé à croître en mai et s'est accélérée en juin. Environ 1 ¼ million d'emplois ont été créés au cours de ces deux mois, des hausses généralisées, mais inégales, étant enregistrées dans l'ensemble des secteurs (graphique 9).

Graphique 8 : La production s'est fortement contractée au deuxième trimestre

Base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles réelles

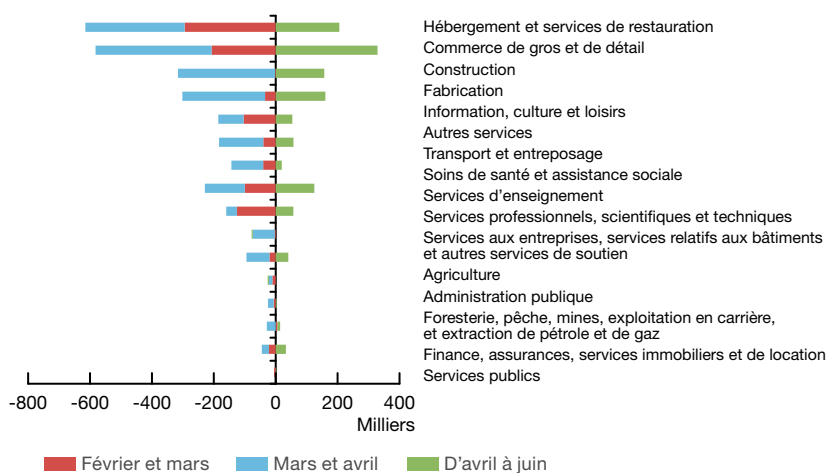


* La catégorie « Administrations publiques » comprend les dépenses de consommation et les investissements bruts en capital fixe du secteur public.

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

Graphique 9 : Les travailleurs sont rappelés dans les secteurs en cours de réouverture

Variation de l'emploi, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juin 2020

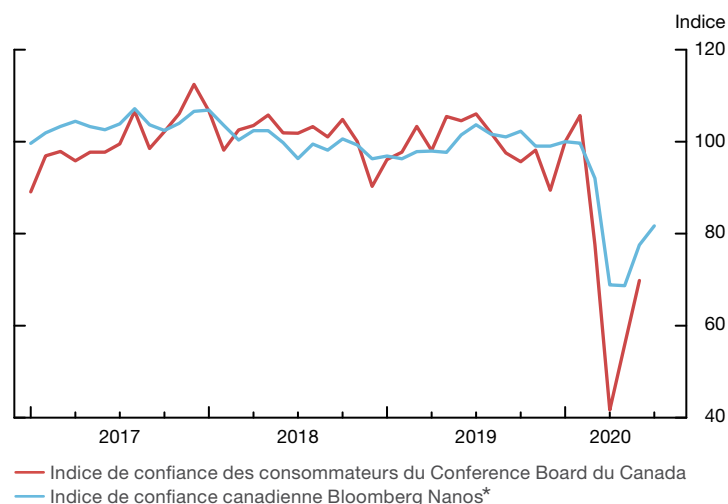
Puisque les effets des mesures de confinement varient selon les entreprises et que les protocoles de santé publique ne sont pas les mêmes d'une province, d'un territoire et d'une municipalité à l'autre, la réouverture de l'économie sera graduelle et inégale. Certaines activités, notamment les ventes de véhicules automobiles, affichent déjà une forte remontée depuis avril. De même, l'activité dans le secteur du logement a brusquement chuté durant le confinement, mais commence à reprendre rapidement. En revanche, la situation de certains des secteurs les plus durement touchés – comme ceux de la restauration, du voyage et des services de soins personnels – ne s'améliore que depuis quelques semaines et on s'attend à ce qu'ils continuent d'être confrontés à d'importants défis.

Ces observations concordent avec les mesures de la confiance des consommateurs et des entreprises, qui se sont améliorées mais demeurent modérées (**graphique 10**). Malgré les programmes mis en place, un certain nombre de ménages et d'entreprises connaissent de graves difficultés financières.

Selon le scénario intermédiaire, environ 40 % des effets de la baisse de la production observés au premier semestre de 2020 seront inversés au troisième trimestre. Cela s'explique par la levée de la plupart des mesures de confinement et par une certaine amélioration de la confiance qui s'ensuivra. La vigueur prévue de la croissance au troisième trimestre découle en grande partie de l'impulsion initiale donnée par la réouverture des entreprises et le rebond partiel des dépenses que cela entraînera. Il est donc peu probable que ce rythme de croissance se maintienne.

Graphique 10 : La confiance des consommateurs s'est raffermie mais reste modérée

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



* La valeur de l'indice en juillet repose sur les données hebdomadaires recueillies pour les semaines s'achevant les 3 et 10 juillet.

Sources : Nanos Research Corporation, Conference Board du Canada et calculs de la Banque du Canada
Dernières observations : juin 2020 (Conference Board du Canada) et juillet 2020 (indice de confiance canadienne Bloomberg Nanos)

Dans l'ensemble, l'économie a jusqu'à présent évité les scénarios les plus pessimistes présentés dans le *Rapport* d'avril, mais elle continue d'afficher une marge de capacités excédentaires considérable.

L'inflation mesurée par l'IPC a chuté abruptement

La demande de certains biens et services a chuté abruptement en raison de la pandémie et du confinement, ce qui a entraîné un net recul des prix de l'essence, des services de voyage, ainsi que des vêtements et des chaussures. Dans le calcul de l'inflation, ces baisses ont largement dépassé les hausses de prix des produits dont la demande a explosé, comme les produits d'entretien ménager et les aliments non périssables, ou dont l'approvisionnement a été perturbé, comme la viande (**graphique 11**).

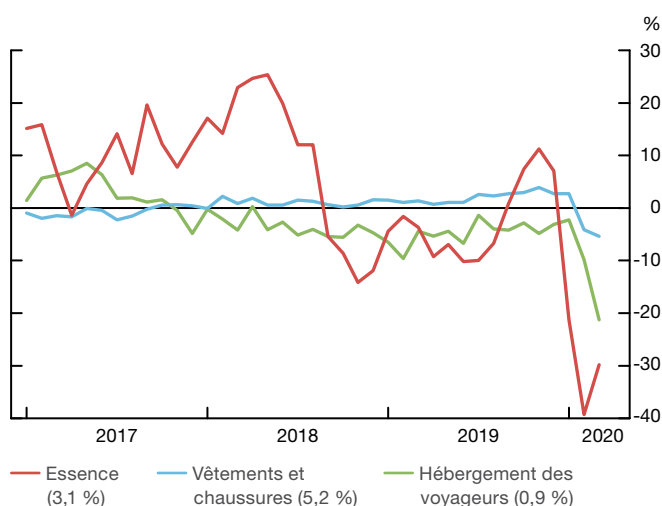
Les effets directs et indirects de la crise ont fait diminuer l'inflation mesurée par l'IPC. Cette mesure est descendue près de zéro en avril et en mai, comme la Banque l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril. Les mesures de l'inflation fondamentale qu'utilise la Banque ont aussi baissé, mais beaucoup moins, puisqu'elles font en général abstraction des mouvements des prix plus volatils comme ceux de l'essence. Elles se sont situées entre 1,4 et 1,9 % (**graphique 12**).

Les habitudes de consommation des Canadiens ont changé drastiquement depuis le début de la pandémie. L'inflation mesurée par l'IPC étant calculée à l'aide de pondérations de la consommation établies avant la pandémie, cette mesure pourrait donc ne pas représenter avec exactitude le taux d'inflation auquel les ménages font face à l'heure actuelle. L'**encadré 2** donne un aperçu d'un nouvel indice des prix ajusté qui montre l'incidence du changement des habitudes de consommation. Ce nouvel indice, qui est basé sur des données mensuelles concernant les transactions et les résultats d'enquête récents, montre aussi un recul marqué de l'inflation, mais un peu moins important que celui révélé par l'IPC officiel (**graphique 12**)³.

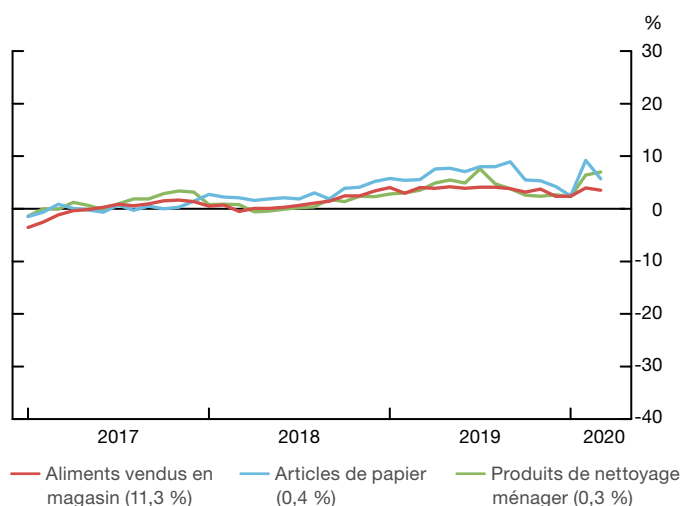
Graphique 11 : Les prix n'ont pas réagi de la même manière à la pandémie

Taux de variation sur un an, données mensuelles

a. Composantes de l'IPC touchées par la baisse de la demande



b. Composantes de l'IPC touchées par la hausse de la demande



Nota : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux poids des composantes de l'IPC dans le panier.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2020

³ Voir K. P. Huynh, H. Lao, P. Sabourin et A. Welte (à paraître), *What Do High-Frequency Expenditure Network Data Reveal About Spending and Inflation During COVID-19?*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

Encadré 2

L'inflation mesurée par l'IPC ajusté affiche une baisse à peine plus faible que l'inflation mesurée par l'IPC

L'éclosion de la pandémie a entraîné des changements d'envergure soudains dans les dépenses de consommation. De ce fait, comme l'indice des prix à la consommation (IPC) est fondé sur les prix d'un panier fixe de biens et services, il pourrait ne pas rendre compte du véritable niveau d'inflation qu'ont connu les Canadiens pendant le confinement. C'est une possibilité qu'évoquent les réponses recueillies dans le cadre de la plus récente enquête de la Banque du Canada sur les attentes des consommateurs au pays. Du point de vue des répondants, l'inflation sur un an était demeurée près de 2 % au deuxième trimestre de 2020, alors que selon les estimations, l'inflation mesurée par l'IPC a fortement baissé¹.

Pour mieux comprendre l'inflation telle que vécue par les consommateurs dans le contexte actuel, la Banque a mis au point, avec Statistique Canada, un indice des prix ajusté, aussi appelé « indice des prix analytique ». La pondération des composantes de cet indice est déterminée selon des données à haute fréquence sur les dépenses et suit les changements dans les habitudes de consommation². Les coefficients de pondération sont rajustés tous les mois en fonction de données agrégées et anonymisées sur les paiements, des résultats de l'enquête mensuelle de Statistique Canada sur le commerce de détail, de données de transactions venant d'épicerie canadiennes ainsi que de contributions d'experts³.

Le nouvel indice rend compte de l'ampleur des changements dans les habitudes de consommation. Par exemple, par rapport à l'IPC, le poids attribué aux aliments, aux médicaments et aux autres produits pharmaceutiques (soins de santé et soins personnels) est plus grand, tandis que le poids donné aux transports (voyages, véhicules motorisés, etc.), aux vêtements et aux loisirs est bien plus faible (**tableau 2-A**).

Dans l'ensemble, l'indice des prix ajusté laisse supposer un peu moins de pressions baissières sur l'inflation que l'IPC, la différence étant d'environ 0,3 point de pourcentage en mai

Tableau 2-A : Pondération des composantes de l'IPC selon des données à haute fréquence

En pourcentage

Composantes de l'IPC	Poids dans le panier de l'IPC	Poids dans l'IPC ajusté de mars	Poids dans l'IPC ajusté d'avril	Poids dans l'IPC ajusté de mai
Aliments (vendus en magasin et achetés au restaurant)	16,48	16,54	20,68	20,84
Logement	27,36	27,70	31,23	37,12
Dépenses courantes et ameublement	12,80	12,66	13,04	13,99
Vêtements et chaussures	5,17	5,00	3,30	2,22
Transports	19,95	19,04	15,01	12,14
Soins de santé et soins personnels	4,79	4,85	5,61	4,96
Loisirs, formation et lecture	10,24	11,62	7,97	5,18
Boissons alcoolisées et produits du tabac	3,21	2,60	3,15	3,55
Écart entre l'inflation mesurée par l'IPC ajusté et l'inflation mesurée par l'IPC officiel (points de pourcentage)		0,10	0,20	0,30

Nota : La mesure ajustée est calculée selon la méthode de l'indice de Laspeyres en chaîne. Les poids utilisés sont donc ceux du mois précédent. Par exemple, la mesure ajustée pour mai 2020 est établie à partir des poids calculés sur les données en temps réel d'avril 2020.

(graphique 12)⁴. Ces résultats confirment que, malgré le bouleversement des habitudes de consommation pendant le confinement (particulièrement dans des secteurs comme les services de voyages), les changements de pondération n'ont pas eu une grande incidence sur l'inflation globale⁵. Ainsi, tant l'indice ajusté que l'IPC donnent à penser que le confinement et les changements de comportement ont eu un effet fortement désinflationniste.

Statistique Canada et la Banque continueront d'actualiser le nouvel indice pour calculer l'inflation mesurée par l'IPC ajusté durant la reprise. L'écart entre les deux mesures de l'inflation pourrait se résorber si les habitudes de consommation revenaient à ce qu'elles étaient avant la pandémie.

1 Pour des précisions, consulter la dernière livraison de l'*Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada*.

2 Les pondérations officielles de l'IPC sont fondées sur les résultats de l'enquête sur les dépenses des ménages menée en 2017 par Statistique Canada.

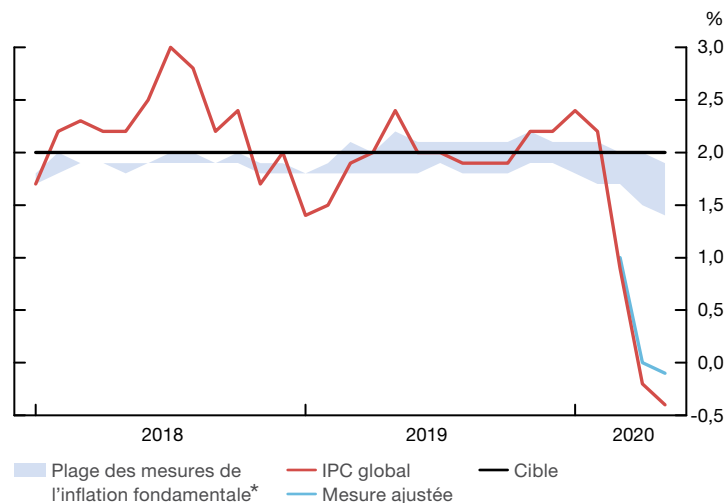
3 Pour des précisions, lire l'étude de T. Mitchell, G. O'Donnell, R. Taves, Z. Weselake-George et A. Xu (2020), *Dépenses de consommation pendant la COVID-19 : une analyse exploratoire des effets de l'évolution des modes de consommation sur les indices des prix à la consommation*, Série analytique des prix n° 2020010, Statistique Canada.

4 Les écarts entre l'indice des prix ajusté et l'IPC ne sont calculés que pour trois mois (mars, avril et mai 2020) sur les douze utilisés dans le calcul de l'inflation mesurée par l'IPC sur un an. Avant mars 2020, on suppose que les habitudes de consommation, et donc les taux de croissance mensuels, étaient les mêmes pour les deux indices.

5 La perception qu'ont les consommateurs des fluctuations des prix peut laisser croire que l'écart serait plus vaste, cette perception étant plus susceptible d'être influencée par les achats fréquents, comme ceux d'aliments, dont les prix ont augmenté pendant le confinement.

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC a avoisiné zéro

Taux de variation sur un an, données mensuelles



* Ces mesures sont l'IPC-comm, l'IPC-méd et l'IPC-tronq.

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

Dernière observation : mai 2020

Les entreprises ont fortement réduit le prix de certains produits pour se défaire de stocks non désirés accumulés au plus fort de la pandémie. En même temps, peu de données jusqu'à présent indiquent que les commerçants augmentent leurs prix pour couvrir la hausse de leurs coûts d'exploitation pendant la pandémie. Malgré l'augmentation de ces coûts, les répondants à l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises ont déclaré qu'ils entendent moins accroître les prix que l'an passé et réduire leur marge bénéficiaire pour rester concurrentiels. Ces forces, combinées aux bas prix de l'énergie, devraient maintenir l'inflation à un bas niveau à court terme.

La croissance se modère durant la phase de récupération

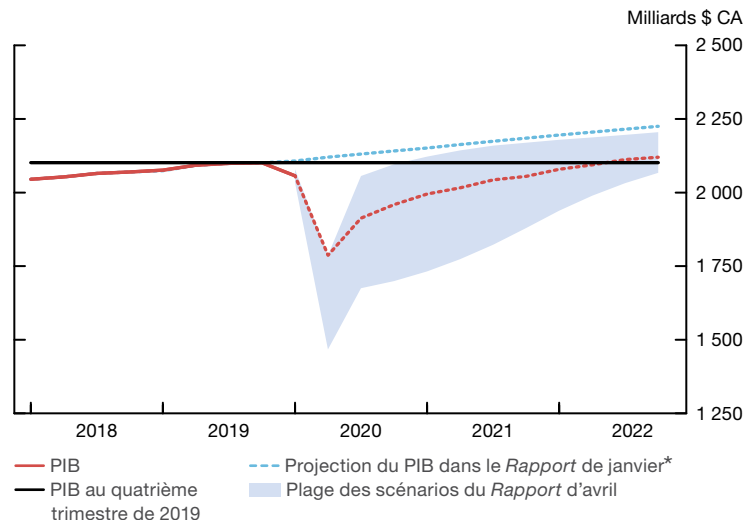
Après le rebond initial de la croissance du PIB, l'économie devrait amorcer une reprise prolongée et plus graduelle (**graphique 13**). Cette évolution reflète le fait que les incidences des mesures de distanciation physique en vigueur sont durables, que la remontée de la demande étrangère est lente, et que la confiance des ménages et des entreprises est modérée en raison de la grande incertitude en ce qui concerne tant la pandémie que le rythme de la reprise.

La restructuration en cours constitue un autre facteur qui limite l'activité durant cette phase. Certaines entreprises ne rouvriront pas, d'autres feront faillite, et il faudra plus de temps pour en créer de nouvelles et les développer. Le secteur des services est habituellement plus résilient en période de récession, jouant un rôle d'amortisseur pour l'économie. Or, cette fois-ci, il a aussi été durement frappé par le confinement, et devra relever des défis constants pour s'adapter à une nouvelle réalité où la distanciation physique demeure nécessaire.

Dans le scénario intermédiaire, la conjugaison des politiques budgétaire et monétaire apporte un soutien considérable à l'économie canadienne. Les mesures budgétaires sont modulées en fonction des effets de la pandémie et répondent à l'évolution de la situation économique.

Graphique 13 : Le scénario intermédiaire montre un redressement graduel du PIB

Produit intérieur brut (PIB) réel en dollars enchaînés de 2012, données trimestrielles



* Dans ce graphique, la projection du PIB réel présentée en janvier porte sur une année de plus et s'étend donc jusqu'en 2022. Elle s'appuie sur l'estimation de la croissance de la production potentielle pour 2021 fournie dans le *Rapport* de janvier.

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

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, la PCU et la SSUC ont été prolongées. D'autres programmes ont été instaurés ou élargis, notamment l'aide pour le loyer commercial et des mesures de soutien destinées aux étudiants et aux nouveaux diplômés, aux personnes âgées, aux travailleurs essentiels, ainsi qu'au secteur pétrolier et gazier⁴. Quant à elles, les mesures de détente monétaire ont réduit les coûts d'emprunt des ménages et des entreprises.

Dans le scénario intermédiaire, plusieurs forces contribuent à la résorption de l'écart entre l'offre et la demande au fil du temps. L'offre se redresse d'abord en phase avec le déconfinement. La demande ne profite que graduellement de l'amélioration de la demande étrangère et de la confiance ainsi que du soutien fourni par les politiques budgétaire et monétaire. Cependant, la demande étrangère et la demande intérieure finissent par croître plus vite que l'offre, résorbant ainsi les capacités excédentaires.

Les dépenses des ménages augmenteront, mais la prudence pourrait subsister

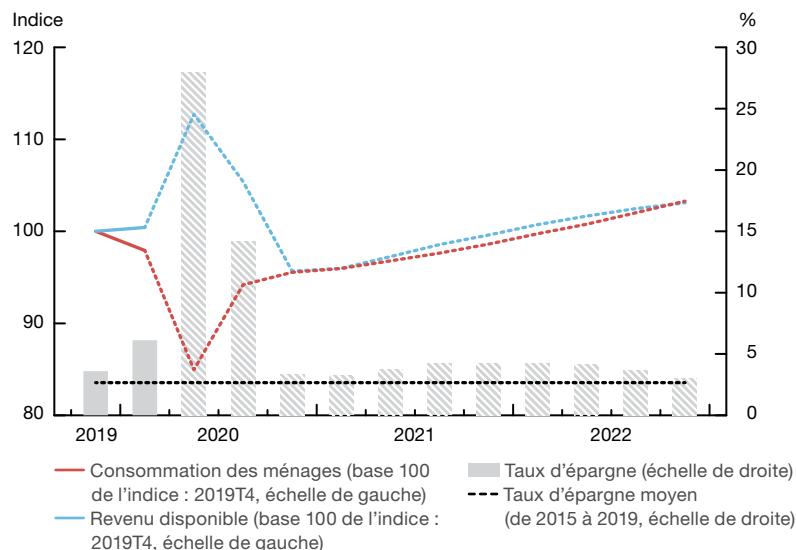
Dans le scénario intermédiaire, les dépenses des ménages se redressent graduellement au fil du déconfinement et la confiance dans l'économie s'améliore. Toutefois, la prudence subsiste. Par conséquent, bien que le taux d'épargne diminue par rapport au sommet atteint au deuxième trimestre, il reste plus élevé qu'au cours des dernières années (graphique 14)⁵.

⁴ Pour des précisions, voir le [site Web](#) du gouvernement du Canada.

⁵ L'importante hausse du taux d'épargne au deuxième trimestre tient à l'effet conjugué qu'ont eu sur le revenu disponible les versements de soutien du revenu et les reports de paiement de l'impôt sur le revenu, ainsi qu'aux mesures de confinement qui ont limité les dépenses. L'incidence sur le revenu disponible devrait s'estomper au troisième trimestre.

Graphique 14 : Le taux d'épargne devrait rester supérieur à sa récente moyenne

Valeur nominale, données trimestrielles



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

Parmi les facteurs sous-jacents au scénario intermédiaire, il y a le fait que les habitudes de consommation des ménages diffèrent beaucoup en fonction de la situation financière de chacun et de l'effet de la pandémie sur leur revenu⁶. Les travailleurs à faible revenu ont été touchés de manière disproportionnée par les efforts visant à contenir la propagation du virus, que ce soit parce qu'ils ont subi des mises à pied ou une réduction des heures de travail. Bon nombre d'entre eux ont vu leurs pertes de revenu être remplacées par la PCU ou d'autres mesures de soutien du revenu, et ont bénéficié de reports de leurs paiements de dette. Néanmoins, certains de ces ménages subiront des pertes de revenu prolongées, ce qui pourrait entraîner une hausse du nombre de ménages en difficulté financière et ainsi freiner la reprise de la consommation.

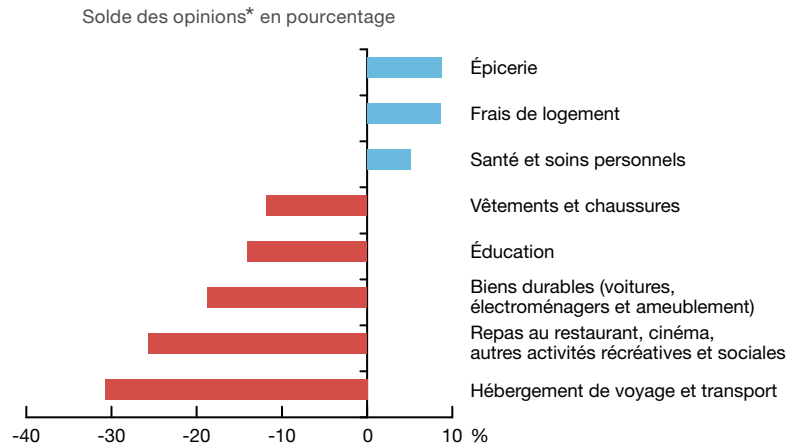
Parallèlement, les revenus d'autres ménages se sont maintenus durant cette période. Ces derniers comptent le plus souvent des personnes gagnant un revenu élevé et exerçant des professions qui se prêtent facilement au télétravail. Ces ménages ont accumulé de l'épargne, en raison surtout de la réduction de l'offre de biens et services durant le confinement. Cette situation donne à penser que la demande refoulée pourrait contribuer à stimuler les dépenses de certains consommateurs.

Dans l'ensemble, le scénario intermédiaire concernant la consommation incorpore un degré de prudence, puisque certains ménages préfèrent rembourser leurs dettes ou augmenter leur épargne de précaution vu la conjoncture économique incertaine. Le nombre de cas d'insolvabilité s'accroît, mais il ne compromet pas la reprise.

Plus généralement, les habitudes de consommation des ménages se sont modifiées depuis le début de la pandémie, et certains des changements observés pourraient perdurer (**graphique 15**). Une grande incertitude entoure donc la composition de la consommation et de la demande de

⁶ Voir J. C. MacGee, T. M. Pugh et K. G. See (à paraître), *The Heterogeneous Effects of COVID-19 on Household Consumption, Debt and Savings*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

Graphique 15 : Les habitudes de consommation des ménages changent



* Réponses à la question suivante de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada : « Après que la situation sera régularisée, comparativement à vos dépenses d'avant l'écllosion de COVID-19, estimez-vous que vos dépenses suivantes seront plus basses / les mêmes / plus élevées? ». Le solde des opinions correspond au pourcentage des consommateurs qui prévoient augmenter leurs dépenses diminué du pourcentage de ceux qui prévoient les réduire. Pour en savoir plus, consulter la livraison du deuxième trimestre de 2020 de [l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada](#).

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2020T2

logements dans le scénario intermédiaire ainsi que les conséquences possibles pour les secteurs du commerce de détail et du voyage et la construction résidentielle.

Dans le scénario intermédiaire, les effets du ralentissement économique et de la baisse de l'immigration restreignent l'activité sur le marché du logement durant les prochaines années. Après un regain d'activité à court terme dû à la demande refoulée, l'investissement résidentiel augmente lentement à mesure que le revenu et la confiance se redressent.

Les investissements des entreprises devraient rester faibles

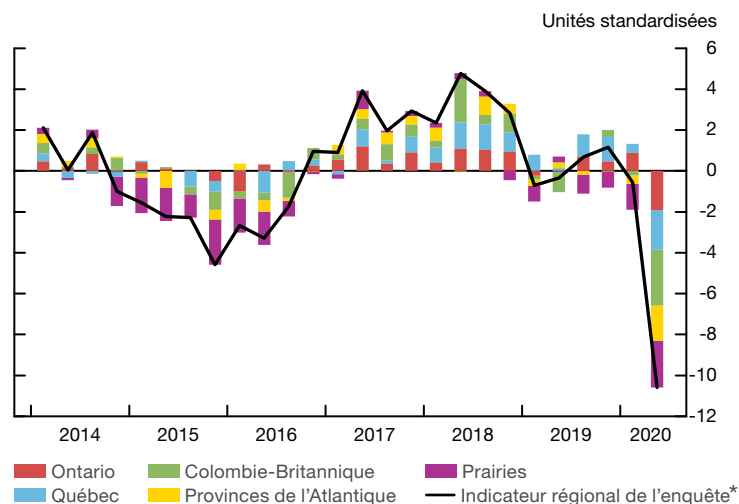
Dans le scénario intermédiaire de la Banque, l'incertitude quant à la composition et à la vigueur de la demande future, les niveaux d'endettement élevés et les tensions financières tenaces freinent considérablement les investissements des entreprises. Dans l'ensemble des régions et des secteurs, les répondants à l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises ont déclaré que l'incertitude pesait fortement sur leurs intentions d'investissement et ont laissé entendre que leurs investissements resteront faibles au cours des douze prochains mois ([graphique 16](#)).

Dans le scénario intermédiaire, les investissements des entreprises se redressent lentement, alors même que l'incertitude élevée s'atténue. Cette situation s'explique par le fait que les pressions sur la capacité de production sont somme toute assez limitées et que certaines entreprises réduisent ou abandonnent leurs projets d'investissement tandis que d'autres ferment leurs portes définitivement. De plus, il faudra aux entreprises un certain temps pour se repositionner et ajuster leurs investissements en fonction du nouveau profil de la demande.

Par ailleurs, la trajectoire plus basse des investissements devrait avoir des effets persistants sur la production potentielle en réduisant le stock de capital futur. Les investissements dans les technologies numériques

Graphique 16 : La confiance des entreprises a chuté dans toutes les régions

Indicateur régional de l'enquête sur les perspectives des entreprises et contribution par région, données trimestrielles



* Cet indicateur peut différer de l'indicateur global de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les variations communes étant extraites d'un plus grand nombre de variables. Ces dernières sont plus volatiles puisqu'elles sont basées sur les réponses de plus petits échantillons d'entreprises.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2020T2

représentent en revanche une source de vigueur relative. De fait, la pandémie a déjà accéléré la numérisation dans certains secteurs. Lors de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les détaillants ont souvent évoqué leur intention d'investir davantage dans leur offre en ligne, et les fournisseurs de services financiers et autres services professionnels ont dit augmenter leurs dépenses en technologies numériques pour permettre à leurs employés de télétravailler efficacement.

Le secteur de l'énergie devrait rester morose

La faiblesse actuelle des prix de l'énergie est survenue au moment même où le secteur commençait à sortir d'une longue période d'ajustements difficiles.

Les vives préoccupations concernant la liquidité se sont atténuées à la faveur de la hausse des cours du pétrole par rapport à leurs creux d'avril et du rétrécissement de l'écart entre les prix du WTI et du WCS. Le secteur reste néanmoins sous pression, les petites entreprises éprouvant des difficultés plus importantes que les grands producteurs intégrés.

La restructuration au sein du secteur, en cours depuis le choc des prix du pétrole de 2014-2015, devrait se poursuivre. La production de pétrole a été diminuée et les projets de dépenses en immobilisations, nettement réduits. Par ailleurs, des questions se posent de nouveau quant à l'avenir des pipelines en développement. Selon le scénario intermédiaire, étant donné l'affaiblissement des investissements face à la diminution de la demande et au bas niveau des prix, la production de pétrole se situe maintenant sur une trajectoire beaucoup plus basse qu'avant la crise de la COVID-19.

Les exportations reprendront à un rythme modéré

Dans le scénario intermédiaire, les exportations reprennent progressivement, à mesure que la réouverture des frontières se poursuit, que les chaînes d'approvisionnement internationales se rétablissent et que la demande étrangère se raffermirait. Toutefois, les voyages ainsi que les exportations de véhicules automobiles et d'énergie continuent de peser sur la croissance, étant donné la demande plus faible de ces produits durant la phase de récupération.

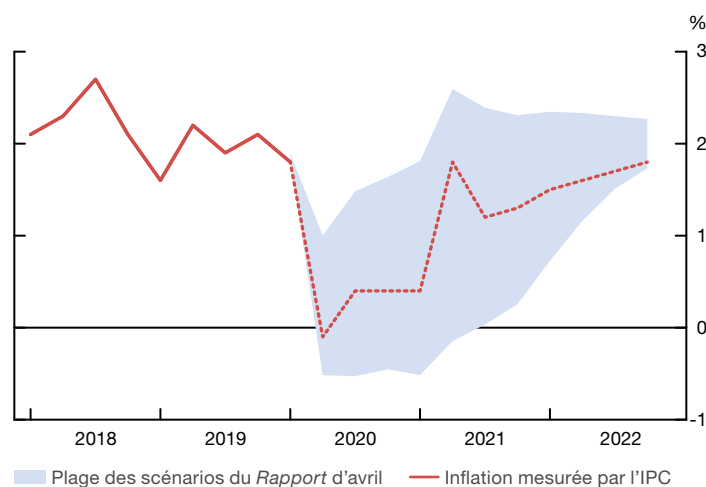
La crise actuelle pourrait amplifier les pressions visant le rapatriement des chaînes d'approvisionnement, une tendance mondiale qui s'était amorcée avant la pandémie en raison de la montée du protectionnisme. De plus, dans le contexte actuel de perturbation des échanges commerciaux, la baisse des exportations pourrait être en partie contrebalancée par la substitution de certaines importations par des biens et services produits au pays.

La lente remontée de la demande pèse sur l'inflation

Dans le scénario intermédiaire, la trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPC durant la prochaine année reflète en grande partie l'influence des prix de l'énergie. La chute spectaculaire de ces prix en mars et en avril exercera une pression à la baisse sur l'inflation jusqu'au début de 2021 (**graphique 17**). Par la suite, les perspectives de l'inflation dépendent surtout du rythme et de la vigueur de la reprise de l'offre et de la demande. Les entreprises signalent que leur production pourrait remonter rapidement après la réouverture de l'économie et le déconfinement. Elles s'attendent à ce que la reprise de la demande soit plus modérée, en particulier dans les secteurs des services et de l'énergie (**graphique 18**). Le scénario postule que l'effet sur l'offre contribue pour environ 60 % à la baisse du PIB au premier semestre de 2020 (**encadré 3**).

Graphique 17 : L'inflation mesurée par l'IPC augmentera progressivement à 2 % dans le scénario intermédiaire

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

Encadré 3

Estimer l'offre au sein de l'économie dans le sillage de la COVID-19

La pandémie a eu de vastes et profondes conséquences sur l'offre de biens et de services au Canada. Ces effets sont d'une tout autre nature que par les récessions passées : cette fois, l'offre a chuté brutalement quand les autorités ont ordonné la fermeture temporaire de certaines entreprises.

Même si quelques secteurs pourraient encore se heurter à des restrictions pour un temps, beaucoup d'entreprises reprennent déjà leurs activités. Ainsi, selon toute probabilité, la chute initiale de l'offre sera relativement de courte durée et affaiblira donc la capacité de production sous-jacente de l'économie (la production potentielle) dans une moindre mesure que ce à quoi on aurait pu s'attendre. A priori, cette capacité est toujours là et aurait continué d'être exploitée s'il n'y avait pas eu de pandémie. Ce raisonnement explique la distinction faite entre l'offre et la production potentielle à court terme dans le présent rapport. Dans la phase de récupération, les deux notions se fondent l'une dans l'autre. Ainsi, les perspectives à plus long terme de l'offre deviennent celles de la production potentielle. Sur un horizon plus éloigné, les deux rendent compte des séquelles persistantes de la pandémie sur les investissements et la population en âge de travailler.

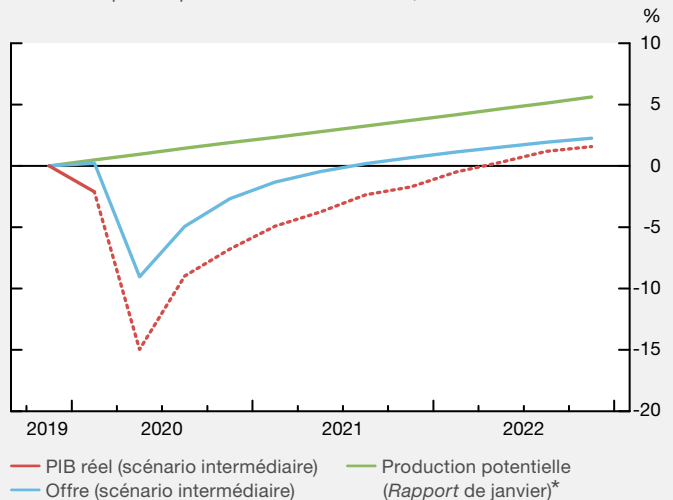
La nature exceptionnelle de la pandémie de COVID-19

La Banque du Canada estime que l'offre globale a baissé d'environ 9 % entre le quatrième trimestre de 2019 et le deuxième trimestre de 2020, principalement sous l'effet du confinement. Cette forte contraction explique environ 60 % de la diminution du produit intérieur brut au cours de cette période.

Dans son scénario intermédiaire, la Banque suppose que la contraction à court terme de l'offre tient aux pertes d'heures de travail causées par les fermetures d'entreprises, le confinement de la population, la perturbation des habitudes de travail, l'accroissement des responsabilités familiales et, dans une moindre mesure, la maladie. Ces effets devraient se dissiper au fil du déconfinement, mais certains devraient perdurer jusqu'à la mi-2021, compte tenu de la pandémie et des problèmes qui se posent toujours dans certains secteurs.

Graphique 3-A : Dans le scénario intermédiaire, la demande recule davantage que l'offre

Variation depuis le quatrième trimestre de 2019, données trimestrielles



* Dans ce graphique, la projection de la production potentielle présentée en janvier porte sur une année de plus et s'étend donc jusqu'en 2022. Elle s'appuie sur l'estimation de la croissance de la production potentielle pour 2021 fournie dans le *Rapport de janvier*.

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

De plus, la confiance des consommateurs et des entreprises a été durement ébranlée par la pandémie et l'incertitude persistante quant à son évolution et ses impacts économiques. Or, un faible niveau de confiance a des effets négatifs tant sur la demande que sur l'offre, et ceux-ci continueront de se faire sentir longtemps après le début du déconfinement. De manière générale, dans le scénario intermédiaire de la Banque, la demande met plus de temps à se rétablir que l'offre à court terme.

Une perspective à long terme de la production potentielle

Dans le scénario intermédiaire, la production potentielle se situe en 2022 à un niveau de près de 4 % inférieur à celui mentionné dans le *Rapport de janvier* (graphique 3-A). La population, les investissements des entreprises et la productivité de la main-d'œuvre devraient tous suivre des trajectoires de croissance plus basses.

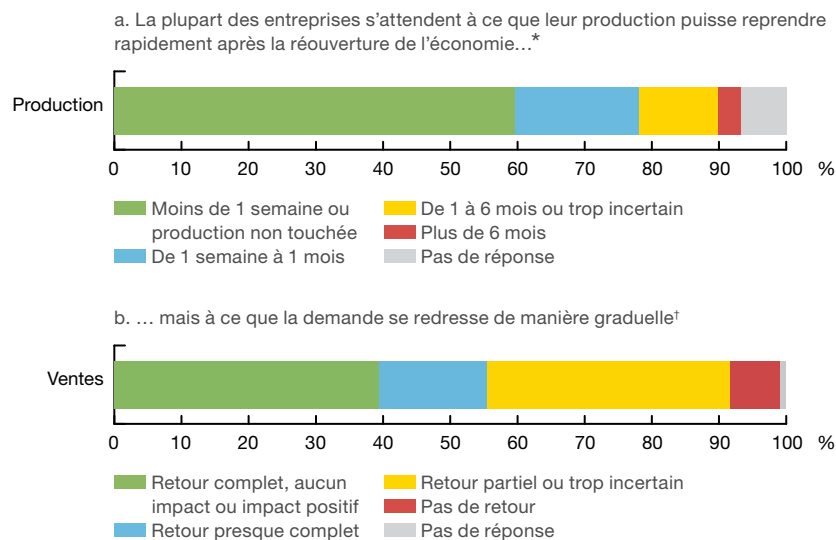
(suite à la page suivante)

Encadré 3 (suite)

À court terme, le Canada devrait connaître une baisse du nombre d'immigrants et d'étudiants étrangers attribuable à la fermeture des frontières et au rallongement des délais de traitement des demandes de visa. En conséquence, la population canadienne en âge de travailler devrait se contracter quelque peu au milieu de 2020, puis reprendre son expansion à la fin de l'année. À plus long terme, la Banque suppose que, d'ici 2022, le rythme d'accueil de nouveaux résidents permanents et non permanents au Canada retournera progressivement à ce qu'il était avant l'éclosion de COVID-19.

La Banque estime également que la crise actuelle aura des répercussions négatives durables sur la capacité de production de l'économie : les changements de comportement des entreprises et des consommateurs – combinés aux faillites et aux mises à pied – pourraient donner lieu à d'importants ajustements structurels. La réaffectation de la main-d'œuvre et des capitaux dans l'ensemble des secteurs mènera vraisemblablement à des disparités entre les compétences des travailleurs et les besoins du marché et à une certaine obsolescence du capital, ce qui pourrait ensuite peser sur les investissements et la productivité des travailleurs.

Graphique 18 : L'offre se redresse plus vite que la demande



* Pourcentage des participants à l'enquête sur les perspectives de entreprises ayant répondu à la question suivante : « Une fois que les restrictions seront levées, combien de temps faudra-t-il pour que la production revienne à la normale? »

† Pourcentage des participants à l'enquête sur les perspectives des entreprises ayant répondu à la question suivante : « Dans quelle mesure pensez-vous que vos ventes reviendront au niveau d'avant la COVID-19 au cours des 12 prochains mois? »

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2020T2

Malgré la réouverture des établissements, on s'attend à ce que beaucoup de consommateurs hésitent à reprendre leurs précédentes habitudes de consommation, notamment par crainte de contracter le virus. De plus, même les personnes qui n'ont pas perdu leur emploi, ou dont la perte de revenu a été entièrement compensée par les programmes gouvernementaux, pourraient réévaluer leur besoin de constituer une épargne de précaution. La demande étrangère pourrait être encore plus lente à rebondir du fait que certains partenaires commerciaux mettent plus de temps que le Canada à contenir la propagation du virus. Confrontées à l'incertitude concernant la demande, les entreprises sont susceptibles d'annuler ou de reporter leurs projets d'investissement. Globalement, il s'ensuit que la demande prendra un certain temps à se redresser en phase avec l'offre.

Dans ce contexte, la faiblesse de la demande explique pourquoi les entreprises sont réticentes à faire payer aux clients les augmentations de coûts associées à la pandémie. Il se peut toutefois que les consommateurs se montrent compréhensifs lorsque les hausses de prix sont manifestement liées à ces coûts. L'inflation pourrait dans ce cas être plus élevée que dans le scénario intermédiaire.

Jusqu'ici, les attentes d'inflation des consommateurs sur un à deux ans sont restées fermes malgré le repli marqué de l'inflation mesurée par l'IPC. Dans le scénario intermédiaire, les pressions à la baisse sur l'inflation s'estompent graduellement à mesure que se redresse la demande et que diminuent les capacités excédentaires dans l'économie. L'incertitude est cependant beaucoup plus élevée que d'habitude. Le vif recul de l'offre et de la demande est exceptionnel. À plus long terme, la pandémie pourrait modifier de façon importante et durable les préférences des consommateurs et d'autres sources de demande. De même, l'étendue des changements structurels possibles dans l'économie post-pandémie est vaste, et le moment où s'effectueront les ajustements ne pourra pas être connu tant que la COVID-19 demeurera une menace.

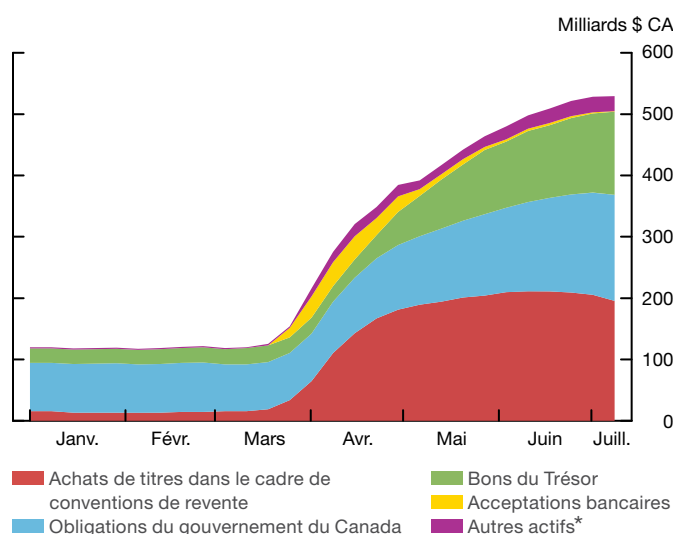
Les outils de politique monétaire

La Banque du Canada a réagi rapidement et vigoureusement aux perturbations sur les marchés et aux conséquences économiques prévisibles de la pandémie de COVID-19 et du confinement. Elle a abaissé le taux directeur de 150 points de base pour l'établir à 25 points de base, sa valeur plancher, et lancé plusieurs facilités de liquidité et programmes d'achat d'actifs. Depuis mars, ces dispositifs ont eu pour effet cumulatif de faire augmenter de façon exceptionnelle la taille du bilan de la Banque (graphique 19a).

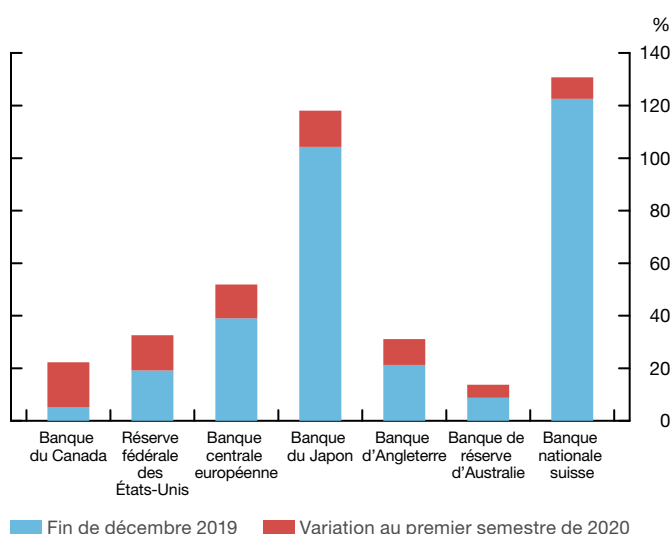
Si ces dispositifs visaient dans un premier temps à restaurer le fonctionnement des marchés, les programmes d'achats d'actifs jouent tous un rôle dans la conduite de la politique monétaire. En effet, quand les marchés ne fonctionnent pas correctement, la chaîne des activités de prêt et d'emprunt se brise et les mesures de relance monétaire perdent de leur efficacité. Pendant une crise, les banques centrales doivent s'assurer que les ménages et les entreprises continuent d'avoir accès au crédit. Depuis que le fonctionnement des marchés s'est amélioré, la Banque a réduit la

Graphique 19 : Les banques centrales sont intervenues rapidement pour soutenir les marchés

a. Ensemble des actifs détenus par la Banque du Canada, données hebdomadaires



b. Ensemble des actifs détenus par les banques centrales en pourcentage du PIB au quatrième trimestre de 2019, données mensuelles



* Les autres actifs comprennent les obligations provinciales, les obligations de sociétés et le papier commercial. La liste complète des actifs se trouve dans le [site Web de la Banque du Canada](#) (données sur l'actif et le passif).

Sources : Bloomberg Finance L.P., sources nationales via Haver Analytics, et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 8 juillet 2020
(ensemble des actifs détenus par la Banque du Canada)
et juin 2020 (ensemble des actifs détenus par les banques centrales)

fréquence de ses opérations à court terme d'injection de liquidités, mais comme l'incertitude demeure élevée, les facilités restent accessibles et constituent encore un important filet de sécurité.

Les achats massifs d'obligations du gouvernement du Canada sur le marché secondaire accentuent la détente monétaire par la voie de plusieurs canaux et peuvent ainsi être qualifiés d'assouplissement quantitatif⁷. Lorsque les marchés ne fonctionnent pas bien, l'assouplissement quantitatif améliore la liquidité du marché des obligations d'État (canal de la liquidité). En exerçant une pression à la baisse sur les rendements des titres d'État, il peut aussi réduire les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages (canal des taux d'intérêt)⁸. De plus, l'achat d'une grande quantité d'obligations d'État détenues par le secteur privé en réduit l'offre relative et en abaisse ainsi le rendement relatif, ce qui incite les investisseurs à remanier leurs portefeuilles en faveur d'actifs plus risqués (canal du rééquilibrage des portefeuilles). Par ailleurs, certains investisseurs modifieront la composition de leurs portefeuilles afin d'inclure davantage d'actifs libellés en devises, ce qui exercera des pressions à la baisse sur le dollar canadien (canal des taux de change). Enfin, pour les marchés, l'assouplissement quantitatif est en général une indication que les taux ont de grandes chances de rester à leur valeur plancher pendant une période prolongée (canal des indications)⁹.

La Banque s'est engagée à continuer d'acheter des obligations du gouvernement du Canada à raison d'au moins 5 milliards de dollars par semaine jusqu'à ce que la reprise soit bien engagée. Au niveau actuel des achats, leurs effets se propagent vraisemblablement à divers degrés par tous ces canaux, ce qui contribue à rendre les emprunts plus accessibles et plus abordables pour les ménages et les entreprises. Au début, les achats avaient pour effet d'accroître la liquidité. Maintenant que le fonctionnement des marchés s'est amélioré et que la réouverture de l'économie s'est enclenchée, les autres canaux gagnent en importance. Si le bilan de la Banque n'est pas élevé par rapport à celui d'autres grandes banques centrales, sa taille a augmenté de façon particulièrement rapide (graphique 19b).

Le programme de la Banque visant l'achat d'obligations de sociétés sur le marché secondaire a aidé à accroître la liquidité de ce marché, même si ces opérations ont jusqu'à présent été limitées. À mesure que le fonctionnement des marchés s'est amélioré à l'échelle mondiale et au pays, il est devenu plus facile pour les sociétés canadiennes d'obtenir directement sur les marchés du nouveau financement qui leur permette de poursuivre leurs activités. Les programmes d'assouplissement direct du crédit comme celui-ci peuvent contribuer à la relance en resserrant l'écart de rendement entre les obligations de sociétés et celles du gouvernement, et en réduisant ainsi les coûts d'emprunt des entreprises.

7 Pour en savoir plus, consulter la livraison d'avril 2020 du *Rapport sur la politique monétaire*, la *Revue du système financier* de mai 2020, le discours *Le point sur la situation économique : maintenir le fonctionnement des marchés*, prononcé par T. Gravelle devant la Chambre de commerce du Grand Sudbury le 4 juin 2020, le discours *La politique monétaire au temps de la COVID-19*, prononcé par T. Macklem devant les Cercles canadiens et Canadian clubs à Ottawa le 22 juin 2020, et le *site Web* de la Banque du Canada.

8 Dans les écrits spécialisés, on appelle aussi le canal des taux d'intérêt « canal du crédit » ou « canal des prêts bancaires ».

9 Il existe de nombreux travaux sur l'assouplissement quantitatif, mais pas de nomenclature standardisée en ce qui concerne les canaux décrits dans la présente section. Pour de plus amples renseignements, voir : Comité sur le système financier mondial (2019), *Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis*, coll. « CGFS Papers », n° 63; I. Goldstein, J. Witmer et J. Yang (2018), *Following the Money: Evidence for the Portfolio Balance Channel of Quantitative Easing*, document de travail du personnel n° 2018-33, Banque du Canada; J.-S. Fontaine, L. Suchanek et J. Yang (2017), « *La politique monétaire non traditionnelle du point de vue d'une petite économie ouverte* », *Revue de la Banque du Canada*, printemps; A. Reza, E. Santor et L. Suchanek (2015), *Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound*, document d'analyse du personnel n° 2015-14, Banque du Canada.

Autres scénarios et risques

Le scénario intermédiaire visant la production et l'inflation qui est décrit dans le présent *Rapport* dépend fortement de la trajectoire que prendra la pandémie de COVID-19. De fait, beaucoup d'autres scénarios, plus optimistes ou plus pessimistes, sont susceptibles de survenir selon l'évolution plus ou moins favorable de la pandémie. Par ailleurs, plusieurs risques économiques à la hausse comme à la baisse entourent le scénario intermédiaire. En pratique, la santé publique et la santé économique sont étroitement liées, et à bien des égards, l'économie pourrait évoluer dans un sens plus positif (négatif) si la pandémie évoluait plus (moins) favorablement que ce que postule le scénario intermédiaire.

Du côté des scénarios plus pessimistes, un ensemble de situations de moins en moins favorables pourraient se produire, du fait que la réouverture de l'économie pourrait entraîner une hausse du nombre d'éclosions de COVID-19, forçant les autorités à reprendre des mesures de confinement. Plus les mises à l'arrêt seraient généralisées, plus les conséquences économiques seraient néfastes. Il faut ainsi tenir compte d'une possible deuxième vague du virus, plus étendue et potentiellement plus grave, qui nécessiterait un confinement total.

Les conditions financières mondiales pourraient se resserrer si, par exemple, les niveaux d'endettement élevés donnaient lieu à un déferlement de défaillances des ménages, des entreprises et des États. Cette situation constituerait une menace pour la stabilité financière et occasionnerait probablement un ajustement rapide des prix du marché et des primes de risque. Les marchés émergents, surtout ceux où le virus n'a pas encore été maîtrisé, seraient particulièrement vulnérables et pourraient subir de fortes tensions et une hausse marquée des sorties de capitaux. Si la pandémie devait suivre une trajectoire plus néfaste, il se pourrait que les tensions commerciales et la fragmentation mondiale s'aggravent. Au Canada, les risques associés à l'endettement élevé des ménages pourraient se matérialiser si un scénario beaucoup plus pessimiste se concrétisait.

Du côté des scénarios plus optimistes, une situation économique plus positive pourrait se réaliser si, par exemple, les économies rouvraient sans que le virus se propage trop, ou si un vaccin ou un traitement efficace devenait disponible plus tôt que ce que suppose le scénario intermédiaire. Un tel scénario pourrait entraîner notamment un raffermissement des prix des produits de base et de la confiance des entreprises et des consommateurs, et en être à son tour renforcé. Ces facteurs favoriseraient vraisemblablement les exportations et les investissements des entreprises, plus particulièrement dans les secteurs de l'énergie et des produits de base. Si la confiance des consommateurs était plus robuste et durable, ce scénario plus optimiste inclurait un rebond important des dépenses des

ménages comparativement à la reprise modérée présentée dans le scénario intermédiaire. De meilleures perspectives pourraient inciter les ménages qui ont pu épargner durant le confinement à effectuer les achats qu'ils avaient alors mis sur la glace, débloquant ainsi la demande refoulée.

Même si la pandémie évoluait conformément à ce que postule le scénario intermédiaire, les facteurs économiques mentionnés précédemment pourraient améliorer ou détériorer les perspectives économiques et créer des dynamiques semblables à celles que nous venons de présenter.