



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 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 %.

Les outils de politique monétaire

- Il faut un certain temps – entre six et huit trimestres, habituellement – pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- La Banque conduit normalement la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour (le taux directeur)². Elle dispose également de plusieurs autres outils de politique monétaire qu'elle peut utiliser lorsque le taux directeur est très bas, comme les indications sur l'évolution future du taux directeur, les achats massifs d'actifs (assouplissement quantitatif et assouplissement direct du crédit), le financement de mesures de crédit, ou encore les taux directeurs négatifs. L'utilisation et l'ordre de mise en œuvre de ces outils supplémentaires dépendent du contexte économique et de la situation des marchés financiers.
- L'usage par la Banque de tous ses outils de politique monétaire se répercute sur la demande globale de biens et de services canadiens en raison de l'influence qu'ils exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs au pays ainsi que sur le taux de change. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.

- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur l'économie et l'inflation. D'habitude, ses décisions en matière de politique monétaire sont annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

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

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

Le suivi de l'inflation

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

¹ Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le *document d'information* publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

² Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

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

Octobre 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
Messages clés	1
La projection économique dépend largement des hypothèses concernant la pandémie.....	1
L'économie mondiale	3
Encadré 1 : Les chaînes de valeur mondiales se sont rapidement adaptées à la crise de la COVID-19	4
Les conditions financières continuent à favoriser la croissance.....	6
Après s'être redressé rapidement, l'économie américaine commence à ralentir	7
La résurgence de la pandémie freine la reprise dans la zone euro	9
En Chine, la production a renoué avec les niveaux d'avant la pandémie.....	9
De nombreuses économies de marché émergentes continuent d'éprouver des difficultés	10
Le redressement des prix des produits de base est inégal	10
L'économie canadienne	13
Encadré 2 : Principaux éléments de la projection.....	14
La phase de réouverture a été vigoureuse, mais inégale	16
Une marge de capacités excédentaires importante subsiste	18
L'inflation mesurée par l'IPC est faible dans un contexte où les prix subissent des pressions divergentes	20
La croissance de la production potentielle est revue nettement à la baisse	21
La phase de récupération s'amorce	21
Les dépenses des ménages tirent la reprise	22
Les exportations se redressent lentement.....	24
La reprise des investissements des entreprises sera longue.....	24
Les capacités excédentaires dans l'économie pèsent sur l'inflation.....	26
Encadré 3 : Évolution du bilan de la Banque du Canada	28
Les risques entourant les perspectives d'inflation	31
Annexe 1 : La production potentielle	33
Annexe 2 : Le taux d'intérêt neutre	37

Vue d'ensemble

Les économies canadienne et mondiale se sont vivement redressées à la suite des ralentissements marqués qu'elles ont connus au début de la pandémie de COVID-19. Toutefois, le virus continue de se propager à l'échelle du globe et d'avoir des répercussions économiques importantes, surtout dans les secteurs exigeant une certaine proximité physique, comme ceux du voyage et de l'hôtellerie. De fait, la trajectoire que prendra la pandémie et les mesures qui devront être mises en place pour la contenir demeurent très incertaines.

Messages clés

- Après la forte accélération de la croissance qui a été observée à la levée des mesures de confinement et à la réouverture de l'économie canadienne, celle-ci est passée à une phase de récupération plus lente et plus longue dans ce contexte de reprise. Les phases de la reprise se déroulent essentiellement comme le présentait le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet, à la différence que le rebond initial a été plus important que prévu. En outre, le ralentissement à court terme évoqué dans la phase de récupération devrait être plus prononcé, en raison de la récente multiplication des infections au virus.
- Il continue d'y avoir une marge de capacités excédentaires considérable au sein de l'économie canadienne. L'écart entre la production observée et la production potentielle ne devrait pas se résorber avant 2023. L'économie progresse de façon inégale, certains secteurs et travailleurs étant touchés de manière disproportionnée par la pandémie.
- La marge persistante de capacités excédentaires devrait continuer d'exercer une pression à la baisse sur l'inflation jusqu'en 2023.

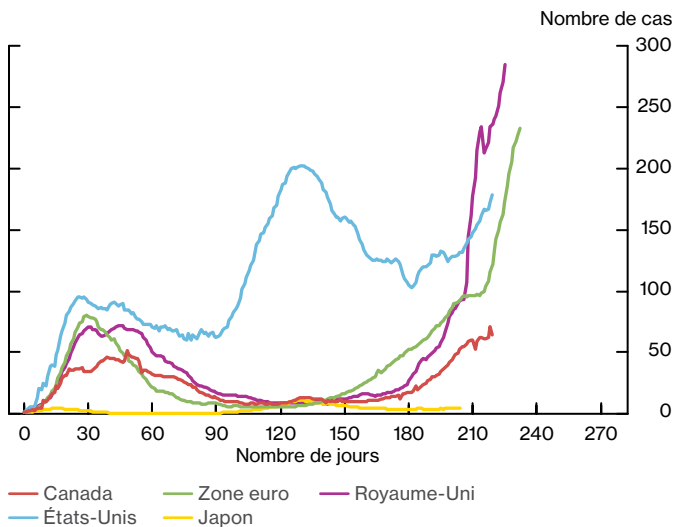
La projection économique dépend largement des hypothèses concernant la pandémie

La reprise économique reste tributaire de l'évolution de la pandémie. En dépit de l'incertitude persistante, la Banque revient maintenant à sa pratique habituelle qui consiste à présenter une projection pour la croissance économique et l'inflation dans le *Rapport*. Il va de soi que cette projection dépend fortement du devenir du virus et des mesures nécessaires pour contenir sa propagation. Mais, comme la pandémie a débuté il y a plus de six mois, la Banque a acquis une meilleure compréhension de l'incidence des mesures de confinement et des programmes de soutien sur les économies canadienne et mondiale. Ces connaissances, ainsi que les informations complémentaires dont elle dispose sur les avancées médicales liées à la COVID-19, lui permettent maintenant de formuler une série d'hypothèses raisonnables à l'appui d'un scénario de référence.

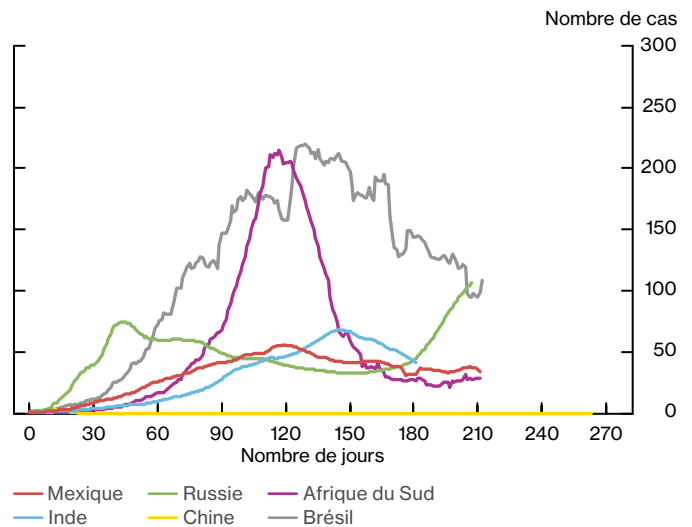
Graphique 1 : La trajectoire que prendra la pandémie reste imprévisible

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 : Nations Unies via Haver Analytics, Organisation mondiale de la Santé, gouvernement du Mexique et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 21 octobre 2020

Compte tenu de l'incertitude persistante entourant l'évolution de la pandémie (graphique 1), la projection dépend largement des hypothèses suivantes :

- les vastes mesures de confinement, comme les fermetures généralisées imposées au début de la pandémie, ne seront pas remises en place, même si des mesures restrictives plus localisées et plus modérées vont se succéder;
- des vaccins et des traitements efficaces seront offerts à la population générale d'ici le milieu de 2022, moment où se seront dissipés les effets directs de la pandémie sur l'activité économique. Le comportement prudent des ménages et les répercussions de l'incertitude entourant la pandémie subsisteront probablement encore quelque temps.

La pandémie risque aussi d'avoir des effets persistants sur les préférences et les comportements des consommateurs et des entreprises. Ces effets pourraient changer de façon durable la structure de l'économie et peser sur sa production potentielle. Il est toutefois difficile d'en évaluer précisément l'ampleur et le moment où ils se feront sentir. C'est pourquoi les perspectives de l'activité économique au Canada comme à l'étranger demeurent entachées d'une incertitude inhabituelle.

L'économie mondiale

La croissance mondiale s'est redressée à mesure que les économies ont rouvert pendant l'été, mais, comme prévu, la vive augmentation de l'activité a ralenti depuis. On estime qu'au troisième trimestre de 2020, l'économie mondiale a dû récupérer plus de la moitié de sa perte initiale, évaluée à 10 %. La phase de réouverture des économies a été à la fois plus solide et plus inégale dans l'ensemble des régions qu'on ne l'avait envisagé dans le scénario intermédiaire du *Rapport* de juillet. Les économies avancées et la Chine ont connu des contractions plus modérées et des rebonds plus marqués. Les pays émergents, eux, ont été plus durement touchés, surtout là où il y a eu d'importantes éclosions, comme en Inde et dans certains États d'Amérique latine.

Les variations des prix des produits de base reflètent la reprise partielle et inégale de l'économie mondiale. Au début, les prix mondiaux du pétrole se sont redressés rapidement, mais ils n'ont pratiquement pas changé depuis juillet, restant environ un tiers plus faibles qu'avant la pandémie. Pour leur part, les indices des prix des produits de base non énergétiques ont plus que regagné le terrain perdu.

Les politiques publiques jouent un rôle déterminant dans la dynamique de la reprise. Par exemple, les importantes mesures budgétaires annoncées au début de la crise ont soutenu le revenu et l'emploi, mais leur expiration va contribuer au ralentissement de la croissance dans certains pays.

Dans la projection économique de la Banque, la croissance mondiale s'essouffle au quatrième trimestre. Plusieurs facteurs contribuent à cet essoufflement dans de nombreux pays, dont la diminution de la demande refoulée, la réduction des mesures de soutien budgétaire et l'augmentation des cas de COVID-19. Pendant la phase de récupération prolongée, les mesures de distanciation physique et l'incertitude entourant la maladie devraient freiner durablement la croissance dans la plupart des pays jusqu'en 2022, moment où l'on considère que la pandémie devrait être maîtrisée. Les échanges internationaux ont rebondi rapidement, en partie grâce à la résilience des chaînes de valeur mondiales (**encadré 1**). La reprise de la production de biens et des échanges commerciaux à l'échelle mondiale devrait limiter les retombées commerciales négatives.

Dans l'ensemble, le produit intérieur brut (PIB) mondial devrait reculer d'environ 4 % en 2020, puis progresser de 4½ % en moyenne en 2021 et 2022 (**tableau 1**). La croissance en 2020 est plus forte qu'anticipé en juillet. La projection pour les années suivantes a été revue à la baisse, compte tenu de l'assombrissement des perspectives des pays émergents et de la révision à la baisse de la croissance de la production potentielle dans toutes les régions.

Encadré 1

Les chaînes de valeur mondiales se sont rapidement adaptées à la crise de la COVID-19

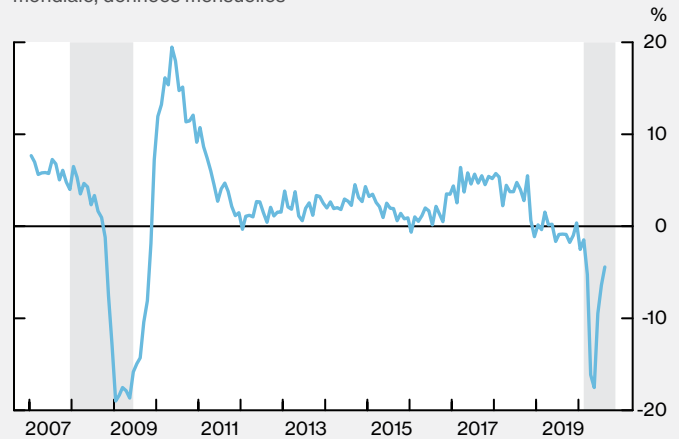
La résilience des chaînes de valeur mondiales a contribué au rebond du commerce et de l'activité économique dans le monde. La survenue de la pandémie a posé de nombreux défis : la fermeture à grande échelle d'usines, un vif essor de la demande de produits essentiels et l'interruption du transport de composants et de biens finaux. Touchées dès le départ par ces perturbations généralisées, les chaînes de valeur mondiales ont tout de même su s'adapter assez rapidement puisqu'elles sont dominées par de grandes entreprises faisant affaire avec divers fournisseurs et consacrant des ressources considérables à la gestion des chaînes d'approvisionnement. Par exemple, grâce à l'ingéniosité et à beaucoup de travail, les chaînes d'approvisionnement alimentaire ont été restructurées en quelques semaines et l'industrie automobile nord-américaine a redémarré la production sans trop de difficultés. Des efforts continus sont cependant nécessaires pour éviter des perturbations des chaînes d'approvisionnement¹.

Les répercussions commerciales ont été plus limitées durant la pandémie de COVID-19 qu'au cours de la crise financière mondiale de 2007-2009. Au deuxième trimestre, le commerce mondial s'est effondré, mais a rebondi partiellement depuis (**graphique 1-A**). La crise actuelle présente une importante différence : ses effets économiques sont plus concentrés dans le secteur des services. En revanche, les secteurs fortement liés au commerce international, comme la fabrication, sont moins touchés.

¹ Voir aussi l'encadré 1 de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises – Automne 2020* publiée par la Banque : on y explique comment les entreprises canadiennes s'adaptent aux défis liés aux chaînes d'approvisionnement au pays.

Graphique 1-A : Après s'être fortement contracté, le commerce mondial s'est redressé

Croissance sur un an du volume des échanges commerciaux à l'échelle mondiale, données mensuelles



Nota : Les zones ombrées indiquent les dates de récession aux États-Unis obtenues du National Bureau of Economic Research (NBER).

Sources : Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas via Haver Analytics et NBER

Dernière observation : août 2020

À plus long terme, la pandémie de COVID-19 pourrait remodeler les chaînes de valeur mondiales, car les entreprises prennent de nouvelles mesures pour rendre les chaînes d'approvisionnement encore plus résilientes. Ces mesures pourraient comprendre une diversification des sites de production et des fournisseurs ainsi que des investissements accrus dans la numérisation. Toutefois, le climat actuel d'incertitude élevée pèse sur les décisions d'investissement, y compris sur celles des entreprises qui font partie des chaînes de valeur mondiales.

La pandémie aura des effets durables sur l'économie planétaire (**graphique 2**). La production potentielle mondiale devrait être en retrait d'environ 2 % d'ici la fin de 2022 comparativement à la tendance qu'elle affichait avant la pandémie. Divers facteurs contribuent à cette baisse, notamment la réaffectation coûteuse des ressources, le repli du taux d'activité, ainsi que le ralentissement de la croissance de la productivité et des investissements (**annexe 1**). L'offre excédentaire persistante dans l'ensemble des régions jusqu'en 2022 contribue au maintien de faibles pressions inflationnistes.

Tableau 1 : Croissance projetée de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel* (en pourcentage)	Croissance projetée [†] (en pourcentage)			
		2019	2020	2021	2022
États-Unis	16	2,2 (2,3)	-3,6 (-8,1)	3,1 (3,4)	3,4 (4,3)
Zone euro	12	1,3 (1,2)	-8,0 (-9,3)	4,9 (4,2)	2,4 (3,6)
Japon	4	0,7 (0,7)	-5,7 (-6,1)	3,7 (3,8)	1,9 (2,6)
Chine	17	6,2 (6,1)	1,6 (-0,3)	8,2 (8,8)	5,5 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole [‡]	34	3,0 (3,1)	-5,6 (-4,8)	5,3 (5,8)	6,0 (6,1)
Autres pays [§]	17	1,3 (1,3)	-5,0 (-6,9)	1,0 (2,2)	2,5 (6,1)
Monde	100	2,8 (2,9)	-4,0 (-5,2)	4,8 (5,2)	4,3 (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 2019, publiées en octobre 2020 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

† Les chiffres entre parenthèses correspondent au scénario intermédiaire utilisé dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

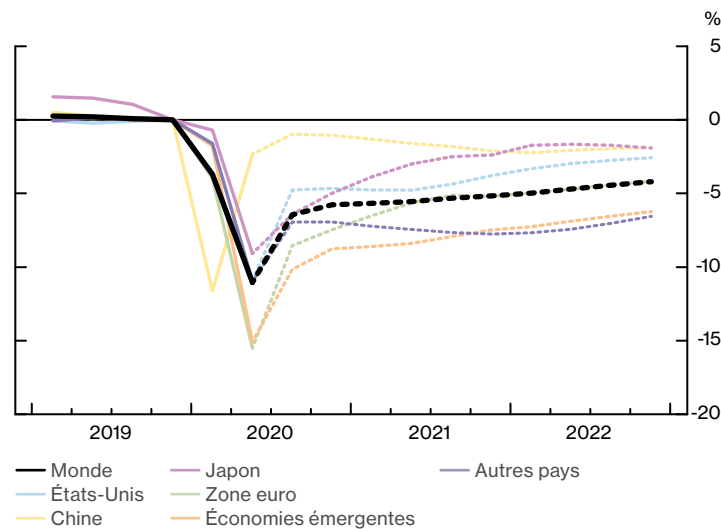
‡ Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique – comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud –, et des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

§ 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

Graphique 2 : La production devrait rester inférieure aux niveaux d'avant la pandémie

Écart entre le PIB réel et la projection du *Rapport* de janvier, données trimestrielles



Nota : La projection du PIB réel présentée en janvier a été prolongée d'une année, jusqu'en 2022, à partir de l'estimation de la croissance de la production potentielle pour 2021 utilisée dans le *Rapport* de janvier. Afin d'effectuer des comparaisons malgré la révision des données historiques, les projections du PIB dans le scénario de référence actuel et le *Rapport* de janvier ont été indexées au même niveau que celui du quatrième trimestre de 2019.

Sources : sources nationales et calculs et projections de la Banque du Canada

Les conditions financières continuent à favoriser la croissance

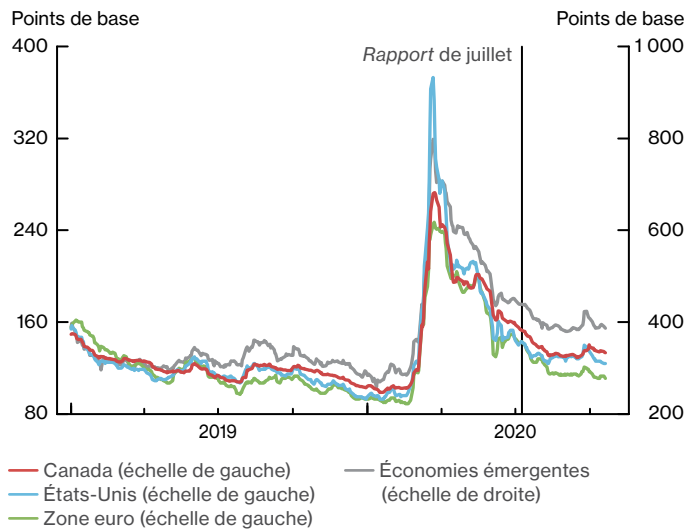
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux demeurent très favorables, les banques centrales maintenant leurs taux directeurs à de bas niveaux et recourant à d'autres outils pour accroître la détente monétaire. La Réserve fédérale américaine a d'ailleurs adopté récemment un nouveau régime flexible de ciblage de l'inflation moyenne et a réaffirmé son orientation expansionniste. Les rendements des obligations d'État se situent près des creux historiques. En effet, la plupart de celles qui sont émises par des économies avancées se négocient sous la barre de 1 %. Les courbes de rendement des obligations d'État nord-américaines se sont un peu accentuées, les écarts entre taux longs et taux courts se situant à leurs niveaux du début de 2018. Les taux directeurs ciblés et les indications prospectives des banques centrales contribuent à garder les rendements ancrés dans le segment à court terme. Par ailleurs, les rendements à long terme ont augmenté, car la confiance des investisseurs s'est renforcée et leurs attentes d'inflation sont légèrement plus élevées. De fait, les attentes des marchés à l'égard de l'inflation aux États-Unis se sont accrues depuis juillet et sont revenues en grande partie à leurs niveaux d'avant la crise.

Depuis juillet, les conditions financières se sont quelque peu améliorées dans le cas des sociétés non financières et des pays émergents. Les écarts de taux sur les obligations de sociétés ont continué à diminuer et les émissions de ces obligations ont été soutenues en Amérique du Nord, même si elles ont ralenti récemment. Les écarts sur les obligations de pays émergents sont également plus faibles qu'en juillet, et les flux de capitaux retournent vers certains de ces marchés. Les indices boursiers nord-américains, eux, sont supérieurs à leurs niveaux de la mi-juillet, bien que leur rendement varie considérablement selon les secteurs, en raison de l'inégalité de la reprise.

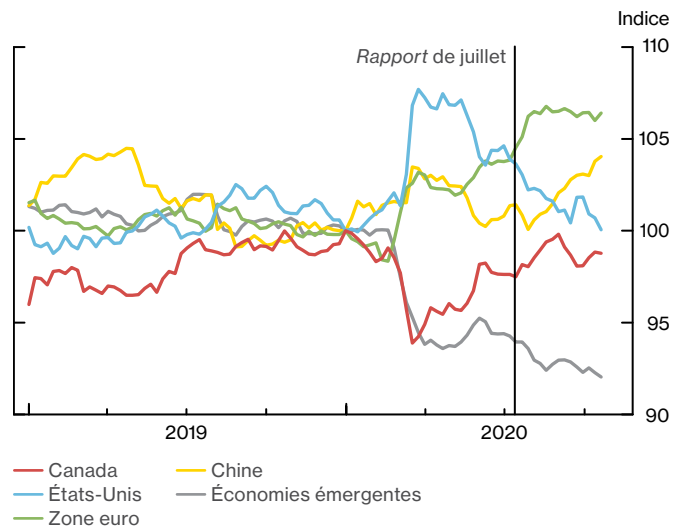
Le dollar canadien s'est apprécié davantage par rapport au dollar américain depuis juillet, dans un contexte où l'appétit pour le risque se renforce partout dans le monde. Il est revenu à son niveau de la fin de 2019 et du début de 2020, même si les prix du pétrole sont encore bien en deçà de leurs niveaux d'avant la pandémie. Quant au dollar américain, il s'est déprécié depuis juillet, en partie en raison de la baisse des taux d'intérêt réels qui se poursuit aux États-Unis et qui est plus importante que dans d'autres pays (**graphique 3**). Les économies des pays émergents ayant été généralement plus éprouvées par la pandémie, leurs monnaies – prises collectivement – continuent de s'affaiblir par rapport à celles de leurs partenaires commerciaux. Par contre, l'euro s'est apprécié depuis juillet.

Graphique 3 : Les conditions financières se stabilisent

a. Écarts de taux sur les obligations de sociétés, données quotidiennes



b. Indices des taux de change effectifs nominaux, données hebdomadaires
Base 100 de l'indice : 4 janvier 2020



Nota : Les écarts de taux aux États-Unis et dans les économies émergentes 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 économies émergentes, car cette catégorie comporte un certain nombre d'obligations à rendement élevé. Les écarts de taux sur les obligations de sociétés des économies émergentes comprennent uniquement ceux d'obligations émises en dollars américains. L'indice de taux de change des économies émergentes comprend les données de 24 pays présentées en pourcentage du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat.

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

Dernière observation : 23 octobre 2020

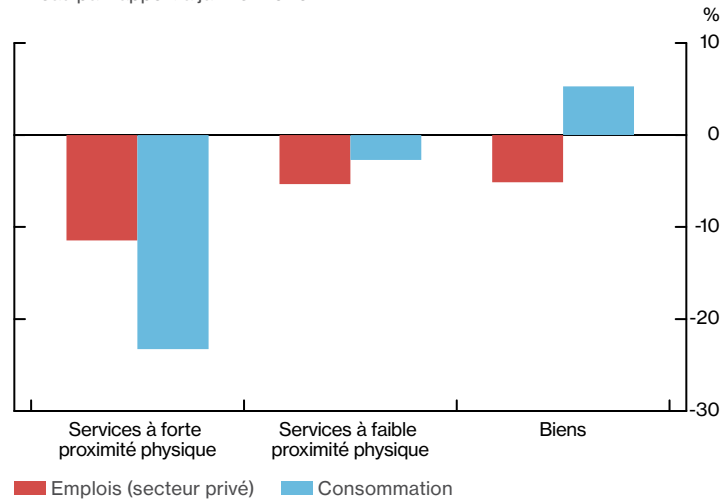
Après s'être redressée rapidement, l'économie américaine commence à ralentir

Aux États-Unis, l'emploi et l'activité économique se sont redressés rapidement après mai, et dans une plus grande mesure que ce qui était envisagé dans le *Rapport de juillet*. En juin, la consommation de biens dépassait les niveaux d'avant la pandémie, les articles de rénovation et les véhicules automobiles étant très demandés. La construction résidentielle s'est aussi vivement accélérée. La consommation de services, cependant, ne s'est redressée qu'en partie et, dans de nombreux secteurs, la production industrielle demeure au-dessous des niveaux d'avant la pandémie (graphique 4).

La politique budgétaire américaine a largement soutenu l'économie en 2020. La Banque estime qu'au troisième trimestre, les mesures de relance budgétaire avaient compensé environ la moitié des effets économiques négatifs de la pandémie. Par ailleurs, la politique monétaire américaine a été très expansionniste, et les marchés s'attendent à ce qu'elle le reste à moyen terme, conformément aux indications récentes de la Réserve fédérale.

Graphique 4 : Aux États-Unis, la reprise est inégale d'un secteur à l'autre

Niveau par rapport à janvier 2020



Nota : Les services à forte proximité physique font référence, entre autres, aux secteurs du transport, de la restauration et de l'hébergement, des loisirs et des soins personnels. Les services à faible proximité physique font référence aux autres secteurs producteurs de services.

Sources : Bureau des statistiques du travail et

Bureau d'analyse économique des États-Unis via
Haver Analytics, et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : août 2020 (consommation);
septembre 2020 (emplois dans le secteur privé)

De nouvelles données montrent que les gains enregistrés au chapitre de l'emploi et de l'activité économique ont diminué depuis juillet, à mesure que la flambée initiale de la demande s'estompait. La croissance de l'économie américaine devrait ralentir nettement au quatrième trimestre, la multiplication des cas de COVID-19 incitant à redoubler de prudence et certaines mesures de soutien budgétaire devant expirer. Dans sa projection, la Banque suppose qu'aucune mesure budgétaire supplémentaire ne sera mise en œuvre¹. On s'attend donc à ce que la croissance de la consommation soit particulièrement faible cet automne et cet hiver, sans compter que les taux d'infection sont élevés et qu'il faudra continuer d'appliquer les mesures de distanciation physique. À partir de la mi-2021, la croissance de la consommation devrait s'accélérer graduellement, puisqu'on aura probablement moins besoin de ces mesures, même si l'on s'attend à ce que les craintes des consommateurs persistent tout au long de la période de projection. La faiblesse des perspectives concernant la consommation et l'incertitude élevée freinent la progression des investissements. La pandémie devrait aussi avoir un impact négatif sur la croissance de la production potentielle américaine (**annexe 1**).

L'inflation devrait demeurer en deçà de 2 % jusqu'en 2022, étant donné le contexte d'offre excédentaire persistante. Ces derniers mois, des facteurs transitoires, comme le renchérissement des véhicules et pièces automobiles ainsi que des services financiers, ont exercé des pressions à la hausse sur l'inflation fondamentale.

¹ De nouvelles mesures de relance budgétaire constituent un risque à la hausse sur les perspectives. Dans son analyse, la Banque suppose que l'effet multiplicateur global des mesures budgétaires américaines est de 0,8. Les effets multiplicateurs sont légèrement plus prononcés qu'en juillet, selon de récentes études. Voir R. Chetty et autres (2020), *How Did COVID-19 and Stabilization Policies Affect Spending and Employment? A New Real-Time Economic Tracker Based on Private Sector Data*, document de travail n° 27341, National Bureau of Economic Research (NBER) et O. Coibion, Y. Gorodnichenko et M. Weber (2020), *Labor Markets During the COVID-19 Crisis: A Preliminary View*, document de travail n° 27017, NBER.

La résurgence de la pandémie freine la reprise dans la zone euro

L'économie de la zone euro est celle qui s'est contractée le plus parmi les économies avancées, la production au deuxième trimestre y ayant chuté de 15 % par rapport à son niveau d'avant la pandémie. Les mesures de soutien économique ont préservé efficacement les emplois, malgré une baisse marquée de l'activité et des heures travaillées. Les indicateurs de la production et de la confiance dans la zone euro donnent à penser que la croissance y a rebondi au troisième trimestre de manière un peu plus poussée qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* de juillet. Cependant, la récente résurgence de cas de COVID-19 a nécessité de nouvelles mesures de confinement, avec pour effet de ralentir la croissance à court terme.

Au-delà du court terme, on s'attend à ce que la reprise se prolonge, étant donné la nécessité de maintenir en place les mesures de distanciation physique. Cela dit, leur incidence est quelque peu compensée par les mesures de soutien des autorités, bien que l'assistance budgétaire ait été modérée jusqu'à présent et que la marge de manœuvre pour appliquer de nouvelles mesures monétaires puisse être limitée². On s'attend aussi à ce que la pandémie réduise l'expansion du facteur travail et de la productivité totale des facteurs, ce qui ralentirait la croissance de la production potentielle et réelle dans la zone euro.

En Chine, la production a renoué avec les niveaux d'avant la pandémie

La propagation du virus étant maîtrisée en Chine, la reprise y a été plus rapide que dans les autres grandes économies, mais aussi plus rapide que prévu en juillet. Le PIB du pays a retrouvé au deuxième trimestre son niveau d'avant la pandémie. Les investissements dans les infrastructures et l'immobilier ont été particulièrement robustes, en partie grâce aux mesures de soutien économique et à la forte croissance du crédit. Les exportations ont aussi rapidement progressé ces derniers mois. Les exportateurs chinois ont en effet bénéficié d'une réouverture plus précoce que dans d'autres pays ainsi que de la forte demande étrangère de matériel médical, d'articles de bureau pour le télétravail et de produits de haute technologie. Les ventes au détail sont à la traîne par rapport à la production, même si des données récentes indiquent un regain de vigueur de la consommation et de la demande de services.

La reprise devrait se généraliser en Chine, à mesure que la consommation, les investissements du secteur privé et la demande étrangère continueront de se renforcer. Les programmes de relance budgétaire contrebalancent une bonne partie de l'effet modérateur exercé sur la croissance par les mesures de distanciation physique. Comme ailleurs, les effets de la pandémie devraient brider la production potentielle, en particulier la croissance de la productivité et des investissements.

² Les dirigeants de l'Union européenne ont convenu en juillet de coordonner leurs mesures de relance budgétaire dans le cadre de la « facilité pour la reprise et la résilience ». Cet accord marque une évolution importante, mais les détails disponibles à ce jour laissent penser qu'il aura un impact relativement modeste jusqu'en 2022.

De nombreuses économies de marché émergentes continuent d'éprouver des difficultés

De nombreuses économies de marché émergentes ont été durement touchées par le virus. L'Inde et un grand nombre de pays d'Amérique latine font face à des flambées épidémiques particulièrement graves et persistantes qui limitent l'activité, surtout dans le secteur des services. En Asie de l'Est, bien que la pandémie soit relativement bien maîtrisée, de récentes données portent à croire que la prudence maintient l'activité économique à un niveau plutôt modéré.

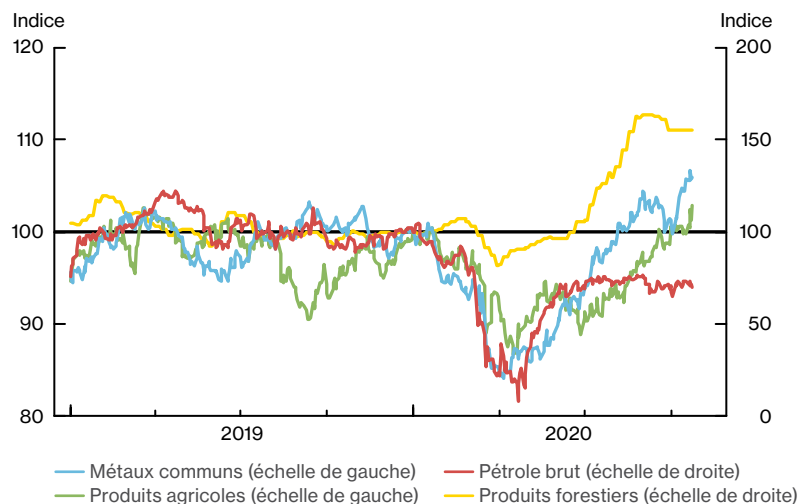
On s'attend à ce que le redressement économique s'opère plus lentement dans la plupart des pays émergents qu'en Chine et dans les économies avancées. La capacité de nombreux pays émergents à se réorienter vers le télétravail est limitée. La reprise dans ces pays devrait également être ralentie par leurs vulnérabilités financières et les contraintes qui pèsent sur leur aptitude à apporter un soutien budgétaire. Comparativement à juillet, l'incidence des mesures de distanciation physique et le recul de la production potentielle se traduisent par une révision à la baisse des perspectives concernant les pays émergents importateurs de pétrole. Ces facteurs pèsent également sur les économies du groupe « Autres pays », les bas prix du pétrole ayant pour effet de diminuer les estimations de leur production potentielle.

Le redressement des prix des produits de base est inégal

Les cours du pétrole sont restés stables ces dernières semaines, alors que la reprise mondiale ralentit et que l'offre de pétrole augmente progressivement. À l'échelle mondiale, ils demeurent environ un tiers plus faibles qu'avant la pandémie (**graphique 5**). La réduction du transport aérien et terrestre et le niveau élevé des stocks de pétrole contribuent à la faiblesse persistante des cours.

Graphique 5 : La remontée des prix du pétrole s'est essouffée

Base 100 de l'indice : 1^{er} janvier 2020, données quotidiennes



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

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 23 octobre 2020

Comme en juillet, la Banque suppose que les prix du Brent et du West Texas Intermediate se maintiendront aux environs de 40 \$ US le baril et que celui du Western Canadian Select restera autour de 30 \$ US le baril (**encadré 2**). Les risques liés à cette hypothèse sont légèrement orientés à la hausse à moyen terme, car les prix du pétrole pourraient continuer à monter à la faveur de la reprise économique mondiale.

Les indices des prix des produits de base non énergétiques dépassent maintenant leurs niveaux d'avant la pandémie. La reprise de l'activité manufacturière à l'échelle mondiale et la croissance des investissements en infrastructure en Chine ont contribué à raffermir les prix des métaux communs. Les prix des produits forestiers ont bondi pendant l'été, du fait que les réductions antérieures de la production ont gardé les stocks à un bas niveau tandis que la demande en logements s'est redressée aux États-Unis. L'augmentation de l'offre de bois d'œuvre et le ralentissement de l'expansion de la demande ont contribué à stabiliser les prix depuis.

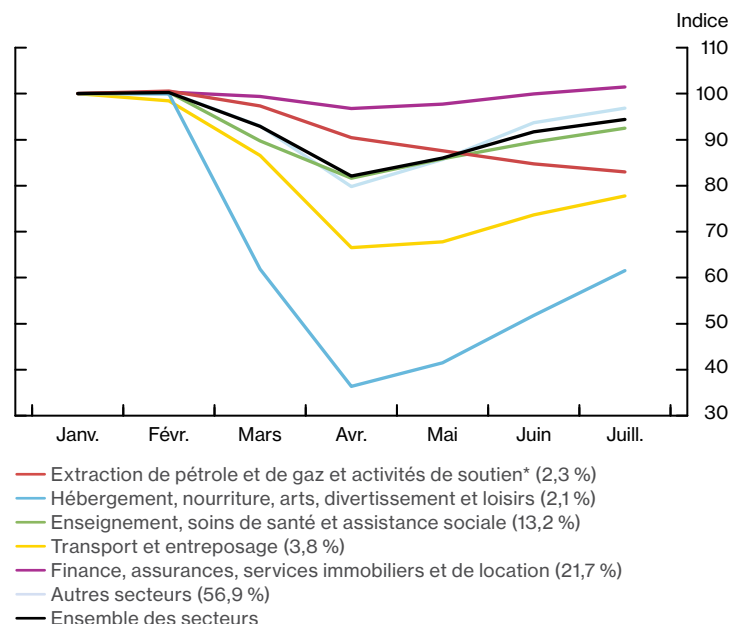
L'économie canadienne

L'économie canadienne est maintenant entrée dans la phase de récupération de la reprise. Comme prévu, la croissance économique rapide provoquée par le déconfinement au cours de l'été a fait place à une croissance dont le rythme est plus modéré. La réintroduction récente de certaines mesures de confinement face à l'augmentation du nombre de cas de COVID-19 devrait avoir une incidence négative sur l'activité économique à court terme.

Les effets de la pandémie ont été très inégaux à l'échelle de l'économie. Certains secteurs ont été assez peu touchés – quelques-uns ont même été favorisés – par la propagation du virus et les mesures de confinement. Dans d'autres cas, les commerces ont dû fermer partiellement ou complètement, mais ont pu rouvrir et voir leurs activités revenir à un niveau proche de celui d'avant la pandémie. Pour leur part, les entreprises des secteurs où la distanciation physique n'est pas possible continuent d'être touchées de manière disproportionnée (**graphique 6**). Les effets sur les ménages ont été tout aussi inégaux.

Graphique 6 : Les secteurs les plus durement touchés continuent d'éprouver des difficultés

PIB réel par secteur, secteurs choisis, base 100 de l'indice : janvier 2020, données mensuelles



Nota : Les chiffres entre parenthèses correspondent à l'estimation des parts nominales du PIB total par secteur.

* Les activités de soutien comprennent celles relatives au secteur minier.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juillet 2020

Encadré 2

Principaux éléments de la projection

La projection de la Banque du Canada repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives de l'économie canadienne. En voici les principaux éléments, qui s'ajoutent aux hypothèses concernant l'évolution de la pandémie de COVID-19 et les mesures de santé publique décrites dans la vue d'ensemble :

- 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. Ces cours sont à peu près les mêmes que ceux postulés dans le *Rapport* de juillet.
- Par convention, la Banque ne fait pas de prévision du taux de change dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Elle prend pour hypothèse que le dollar canadien demeurera à 76 cents américains durant la période de projection, ce qui est proche du niveau moyen observé récemment et un peu au-dessus des 74 cents américains postulés dans le *Rapport* de juillet.
- La pandémie et les mesures de confinement ont des effets négatifs persistants et temporaires sur l'économie canadienne¹.
 - L'évaluation que fait la Banque de la croissance de la production potentielle, un concept à plus long terme, fait abstraction des répercussions de courte durée des mesures de confinement. La Banque estime que, sur la période 2020-2023, les séquelles persistantes de la pandémie sur la main-d'œuvre, l'investissement et la structure de l'économie freineront considérablement la croissance de la production potentielle par rapport aux évaluations précédentes (*annexe 1*, page 33). Les points milieu des dernières fourchettes d'estimations de la croissance de la production potentielle s'établissent en moyenne à environ 1 % par année de 2020 à 2023. Ces estimations sont empreintes d'une plus grande incertitude que d'habitude.
- Les mesures mises en œuvre par les gouvernements afin de contenir la pandémie ont des effets à court terme importants sur l'offre de biens et services. Plus précisément, l'offre a chuté de façon marquée plus tôt cette année lorsqu'une partie des entreprises ont été forcées de suspendre temporairement ou de réduire leurs activités. Cette incidence sur l'offre devrait largement s'estomper en 2021.
- L'offre est estimée en combinant les estimations des effets temporaires des mesures de confinement et les estimations de la production potentielle. D'après la Banque, l'écart de production (la différence entre l'offre et le PIB) était de l'ordre de -3 à -4 % au troisième trimestre.
- Le taux directeur nominal neutre est défini comme le taux d'intérêt réel compatible avec une production qui se maintient durablement à son niveau potentiel et un taux d'inflation qui demeure à la cible, auquel on ajoute 2 % pour tenir compte de l'inflation. Il s'agit d'un concept d'équilibre valable à moyen et à long terme. Dans le présent *Rapport*, la Banque a mis à jour la fourchette estimée du taux d'intérêt neutre (voir l'*annexe 2*, page 37). La projection repose sur l'hypothèse que le taux neutre correspond au point milieu de cette fourchette de 1,75 à 2,75 %.

¹ Comme dans le *Rapport* de juillet, la Banque fait la distinction entre l'offre et la production potentielle à court terme pour tenir compte du fait que la contraction de l'offre est, en partie, d'assez courte durée.

Compte tenu des difficultés qui persistent, en particulier les graves répercussions sur les ménages à faible revenu, les gouvernements ont prolongé et modifié les programmes de soutien au revenu depuis la publication du *Rapport* de juillet. Parallèlement, la politique monétaire continue de maintenir les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens à un niveau bas (*encadré 3*, à la page 28).

La reprise économique devrait être longue. Elle sera soutenue par les mesures des autorités publiques, mais aussi grandement influencée par l'évolution du virus, l'incertitude persistante et les changements structurels de l'économie. Ces changements pourraient mener à des mouvements de main-d'œuvre et de capital à plus long terme entre les régions et les secteurs de l'économie. Ce processus d'ajustement pèse sur les estimations de la croissance potentielle formulées par la Banque.

Après s'être contractée d'environ 5½ % en 2020, l'économie devrait progresser de près de 4 % en moyenne en 2021 et en 2022 (**tableau 2**). Le profil de croissance trimestrielle sera anormalement irrégulier, vraisemblablement en raison de deux facteurs : les éclosions et mesures de confinement localisées ainsi que la reprise plus ou moins rapide selon les secteurs.

Jusqu'au début de 2021, l'inflation devrait demeurer en deçà de la limite inférieure de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque, principalement du fait des effets des bas prix de l'énergie. On s'attend ensuite à ce qu'elle se situe à l'intérieur de cette fourchette, même si elle continuera de subir des pressions à la baisse venant des capacités excédentaires de l'économie tout au long de la période de projection.

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

	2019	2020	2021	2022
Consommation	1,0	-3,9	2,4	2,3
Logement	0,0	0,1	0,6	0,0
Administrations publiques	0,4	0,0	1,3	0,2
Investissements fixes des entreprises	0,0	-1,2	0,1	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	1,3	-5,0	4,4	3,2
Exportations	0,4	-3,0	1,3	1,5
Importations	-0,2	3,5	-2,4	-1,4
Total partiel : exportations nettes	0,2	0,5	-1,1	0,1
Stocks	0,1	-1,2	0,9	0,4
PIB	1,7 (1,7)	-5,7 (-7,8)	4,2 (5,1)	3,7 (3,7)
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,5 à 2,1 (de 1,5 à 2,1)	de 0,1 à 1,3 (de 1,3 à 2,1)	de 0,2 à 1,6 (de 1,2 à 2,4)	de 0,3 à 1,9 (de 1,3 à 2,5)
Revenu intérieur brut réel	1,6	-6,3	4,6	3,6
Inflation mesurée par l'IPC	1,9 (1,9)	0,6 (0,6)	1,0 (1,2)	1,7 (1,7)

* Les chiffres entre parenthèses relatifs au PIB et à l'inflation mesurée par l'IPC correspondent au scénario intermédiaire utilisé dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*, et ceux relatifs à la fourchette de la production potentielle correspondent aux projections du *Rapport* d'avril 2019.

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

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne
Taux de variation sur un an*

	2020				2019	2020	2021	2022
	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,8 (1,8)	0,0 (-0,1)	0,2 (0,4)	0,2	2,1 (2,1)	0,2 (0,4)	1,3 (1,3)	1,8 (1,8)
PIB réel	-0,9 (-0,9)	-13,0 (-14,6)	-4,4 (-8,8)	-4,3	1,5 (1,5)	-4,3 (6,8)	3,8 (4,9)	3,0 (3,2)
Taux de variation sur un trimestre†	-2,1 (-2,1)	-11,5 (-13,1)	10,2 (7,1)	0,2				

* Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés dans la section Vue d'ensemble et à l'encadré 2 de la présente livraison. Les chiffres entre parenthèses correspondent au scénario intermédiaire utilisé dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

† Les taux de variation trimestrielle annualisés sont de -8,2 pour 2020T1, de -38,7 pour 2020T2, de 47,5 pour 2020T3 et de 1,0 pour 2020T4. Dans le *Rapport* de juillet, ils étaient de -8,2 pour 2020T1, de -43,0 pour 2020T2 et de 31,3 pour 2020T3. Les taux de variation sur un an au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

La phase de réouverture a été vigoureuse, mais inégale

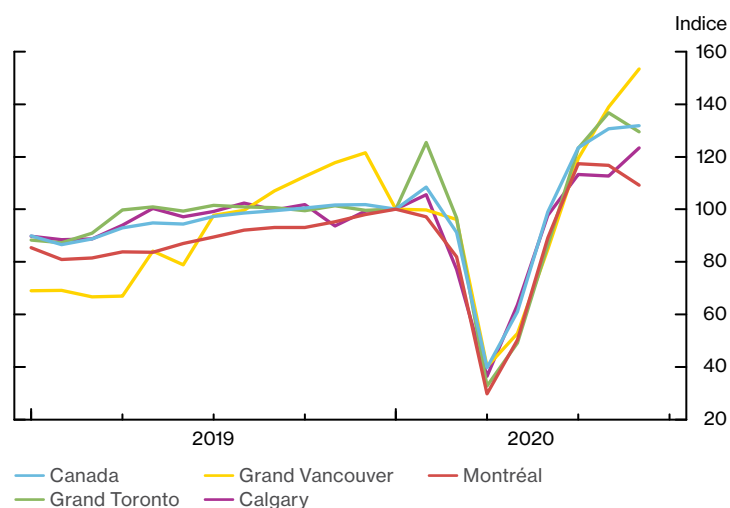
La Banque estime que la croissance a fortement rebondi au troisième trimestre, ce qui a permis de renverser environ les deux tiers du recul observé durant la première moitié de l'année (**tableau 3**). L'activité a enregistré un rebond appréciable sous l'effet d'une remontée de la demande étrangère, du déblocage de la demande refoulée de logements et de certains biens durables, ainsi que de solides mesures de soutien.

L'activité dans le secteur du logement a repris de façon marquée au troisième trimestre, soutenue par des coûts de financement historiquement bas, par des revenus stables chez les ménages plus aisés et par des activités de vente et de construction supplémentaires venues compenser les retards du printemps dernier (**graphique 7**). On estime qu'en septembre, l'activité de revente avait regagné tout le terrain perdu pendant la période printanière habituellement occupée. L'activité dans le secteur du logement bénéficie peut-être aussi des changements qui s'opèrent dans les préférences. Notamment, plus du quart des répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada menée au troisième trimestre de 2020 ont indiqué qu'ils aimeraient déménager dans une maison plus grande ou une maison unifamiliale en raison de la pandémie.

La reprise vigoureuse du marché de l'habitation, jumelée aux tensions du marché de la revente, a entraîné une hausse rapide des prix des logements dans certains marchés. Toutefois, contrairement à 2016, où la valeur des logements avait particulièrement augmenté à Toronto et à Vancouver, la croissance des prix a été plus forte dans les marchés où les ratios de prêt au revenu sont modérés, comme à Ottawa, Montréal et Halifax.

Graphique 7 : Les reventes de logements ont fortement rebondi

Ventes résidentielles réalisées par l'intermédiaire des systèmes MLS, base 100 de l'indice : janvier 2020, données mensuelles

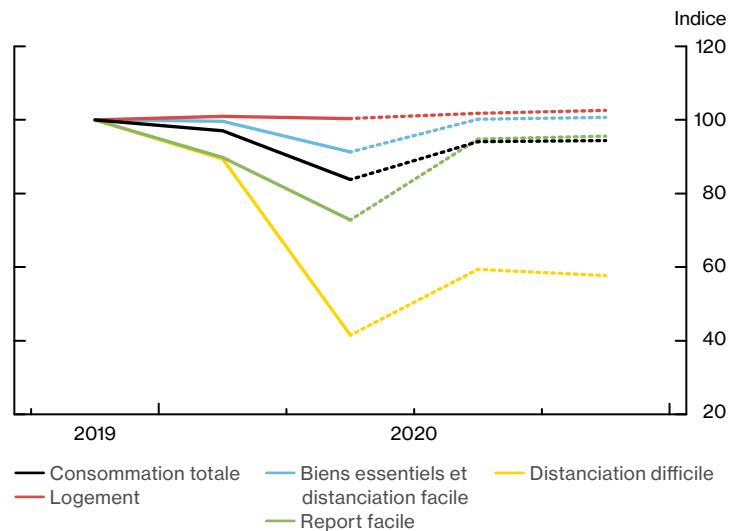


Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2020

Graphique 8 : Les habitudes de consommation ont changé

Consommation nominale désaisonnalisée, base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles



Nota : « Biens essentiels et distanciation facile » : épicerie, alcool, vêtements, chaussures, produits médicaux, soins de santé, scolarité, communication, assurances, services financiers, etc. « Distanciation difficile » : nourriture et boissons consommées dans les bars et les restaurants, hébergement, loisirs, culture, transport, dépenses de voyage des Canadiens à l'étranger, etc. « Logement » : dépenses liées à la propriété, à la location ou à l'entretien d'un logement. « Report facile » : véhicules, électroménagers, mobilier, bijoux, etc.

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

Dernière valeur du graphique : 2020T4

Les ménages s'adaptent aux mesures de distanciation physique. Les consommateurs dépensent moins en services qui comportent des risques d'infection élevés (voyages, soins personnels, loisirs, etc.), et relativement plus en biens tels que l'épicerie et les appareils électroniques (**graphique 8**). On estime donc que pour la plupart des biens, les ventes se seraient redressées au troisième trimestre et se situeraient près de leurs niveaux d'avant la pandémie.

Les habitudes d'épargne et de consommation ont divergé d'un ménage à l'autre. Certains travailleurs à plus faible revenu ayant perdu leur emploi ont reçu des versements de soutien plus élevés que le revenu qu'ils gagnaient avant la pandémie, ce qui leur a permis d'épargner davantage. Pour d'autres travailleurs mis à pied, les versements de soutien se sont avérés bien inférieurs aux revenus d'avant la pandémie. Pour leur part, les ménages à revenu élevé ont été moins touchés par les pertes d'emploi, mais ont tout de même réduit leurs dépenses habituelles, surtout pour des services exigeant plus d'interactions en personne. Le taux d'épargne global s'est considérablement accru.

Les investissements et les exportations ne se sont pas redressés autant que les dépenses des ménages. Ils ont rebondi par rapport aux creux touchés au deuxième trimestre, mais restent modérés et affichent des faiblesses importantes dans certains secteurs. La reprise a été rapide pour certaines exportations hors produits de base, comme les véhicules et pièces automobiles et les biens de consommation. Par contre, les exportations de machines et de matériel industriels et d'autres biens d'équipement ont accusé un retard. Les exportations d'énergie restent faibles en raison des bas prix du pétrole, de la demande modérée et des difficultés d'ordre structurel qui persistent dans le secteur.

La Banque estime que la croissance économique sera très modeste au quatrième trimestre (**tableau 3**). Elle juge que l'impulsion immédiate donnée à la croissance par la réouverture des commerces et le déblocage de la demande refoulée a fait sentir l'essentiel de ses effets pendant l'été. De plus, la réintroduction de certaines mesures de confinement dans plusieurs provinces et les effets négatifs de l'augmentation récente du nombre de cas de COVID-19 sur la confiance devraient atténuer encore la croissance au quatrième trimestre.

En bref, le rebond de l'activité s'est produit plus tôt et la croissance a été plus forte que prévu dans le *Rapport* de juillet. La croissance estimée au troisième trimestre a été revue à la hausse en raison du logement, de la consommation et des exportations. Cette révision étant plus importante que la révision à la baisse concernant le quatrième trimestre, le niveau estimé de l'activité réelle à la fin de l'année est donc environ 3 % plus élevé que dans le scénario intermédiaire du *Rapport* de juillet.

Une marge de capacités excédentaires importante subsiste

Les marchés du travail se sont nettement améliorés depuis la réouverture de l'économie. Cependant, environ 720 000 personnes ayant perdu leur emploi à cause de la pandémie étaient encore sans travail en septembre, un nombre qui dépasse de loin le sommet des pertes d'emploi atteint pendant la récession de 2008-2009. La forte reprise de l'emploi s'est poursuivie au troisième trimestre, mais le rythme des gains à ce chapitre devrait diminuer considérablement au cours des mois à venir, à mesure que la croissance ralentira.

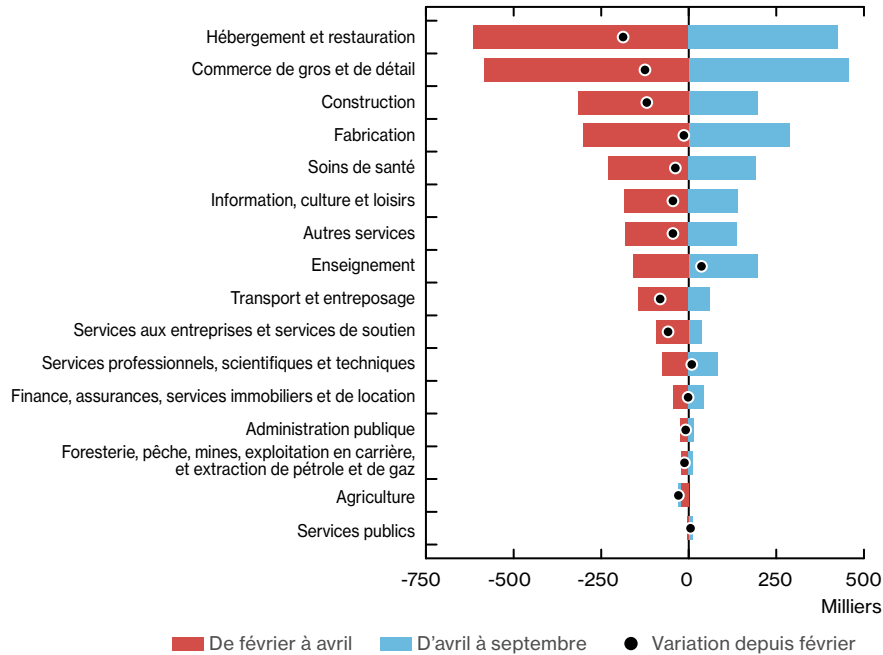
Les entreprises et les travailleurs continuent d'être touchés de manière très inégale par la crise de la COVID-19. La reprise traîne toujours dans les secteurs les plus durement frappés, y compris les services d'hébergement et de restauration, les loisirs et les voyages, où le chômage est encore à un niveau élevé (**graphique 9**). Dans l'ensemble, la Prestation canadienne d'urgence a compensé les pertes de revenu pour les personnes du quartile de revenu inférieur (**graphique 10**). Les jeunes et les travailleurs à bas salaire continuent d'être disproportionnellement mis à l'épreuve par rapport aux autres groupes, parmi lesquels l'inégalité des effets de la crise a diminué au cours des derniers mois. Cependant, l'envergure et la rigueur des mesures de reconfinement, qui ont notamment une incidence sur la situation des écoles et l'offre de services de garde, pourraient renverser les progrès accomplis. En outre, les longues interruptions de travail peuvent avoir des répercussions à plus long terme sur les perspectives de revenu des groupes vulnérables.

Selon l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* publiée à l'automne 2020, les pressions touchant la main-d'œuvre et la capacité de production demeurent modérées pour la majorité des entreprises, ce qui cadre avec d'autres indicateurs faisant état d'importantes capacités excédentaires. Des répondants ont toutefois souligné que la pandémie avait causé des pénuries de main-d'œuvre dans des domaines particuliers ou la perturbation de la chaîne d'approvisionnement de certains biens. Les entreprises ayant participé à l'enquête ont dit s'attendre à ce que les pressions sur les prix et les salaires restent modestes pour l'année à venir.

De façon globale, on estime que le vaste fossé qui s'est creusé entre l'offre et la demande au début de la pandémie a considérablement rétréci au troisième trimestre, lorsque l'économie a rebondi. Néanmoins, d'importantes capacités excédentaires demeurent. À preuve, la Banque estime que l'écart de production se situait entre -3 et -4 % au cours du troisième trimestre de 2020.

Graphique 9 : La reprise de l'emploi reste à la traîne dans les secteurs les plus durement touchés

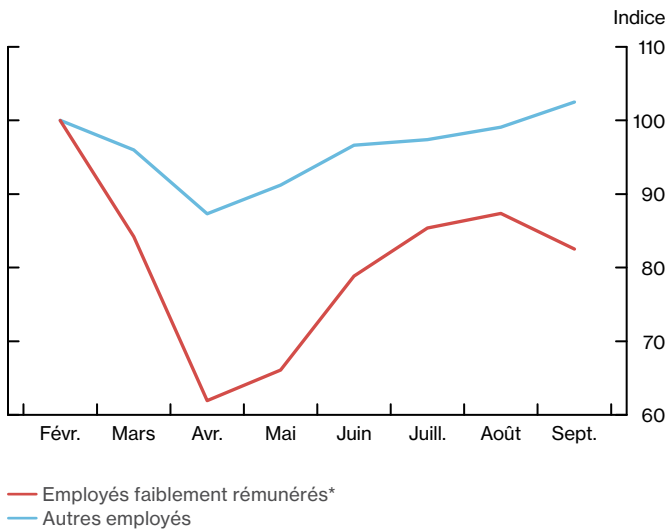
Variation de l'emploi de février à septembre 2020, données mensuelles désaisonnalisées



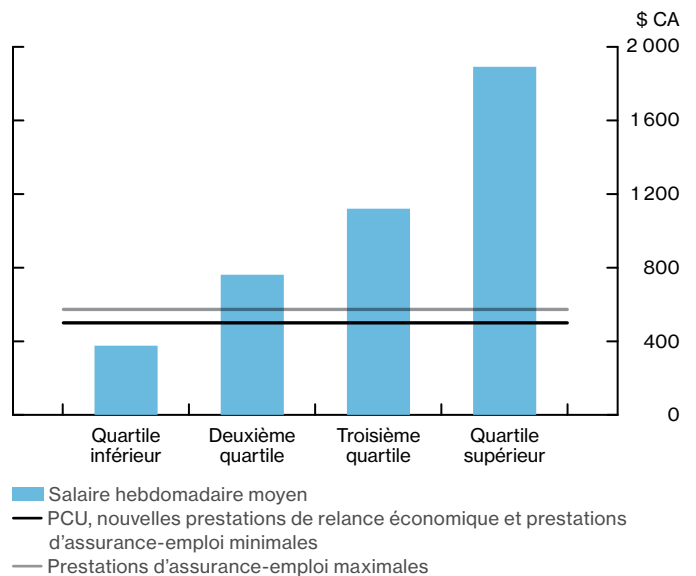
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : septembre 2020

Graphique 10 : Les employés faiblement rémunérés ont été les plus touchés, même si les programmes gouvernementaux procurent un soutien considérable

a. Emploi par niveau de salaire, base 100 de l'indice : février 2020, données mensuelles non désaisonnalisées



b. Salaire hebdomadaire moyen en 2019 par quartile de revenu[†]



Nota : Les données concernent uniquement les employés et excluent donc les travailleurs autonomes. Des facteurs saisonniers pourraient avoir contribué à la baisse de l'emploi des employés faiblement rémunérés observée en septembre. La PCU est la Prestation canadienne d'urgence.

* Les employés faiblement rémunérés sont ceux dont le salaire horaire est inférieur à 16,03 \$ (soit les deux tiers du salaire horaire médian en 2019, qui s'établissait à 24,04 \$).

† Les quartiles de revenu sont calculés en fonction du salaire horaire moyen d'une personne (que lui rapporte son emploi principal) et du nombre d'heures habituellement travaillées par semaine (pour tous les emplois) en 2019.

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

Dernière observation : septembre 2020

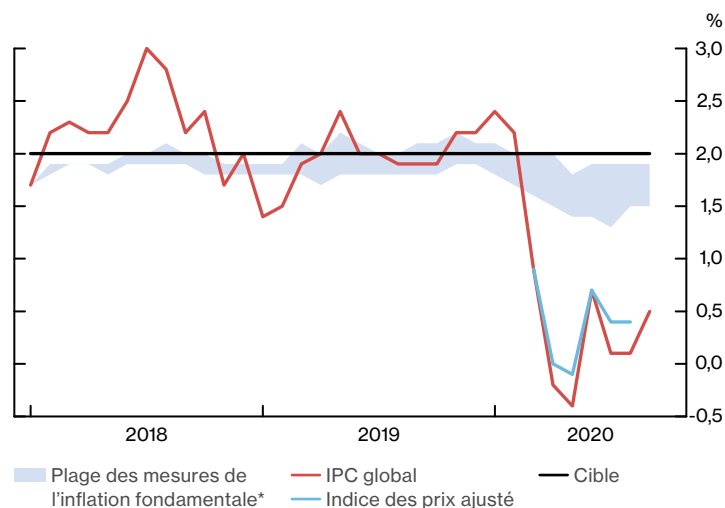
L'inflation mesurée par l'IPC est faible dans un contexte où les prix subissent des pressions divergentes

Comme on l'avait anticipé dans le *Rapport* de juillet, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) – qui se chiffrait à 0,5 % en septembre – reste bien en deçà de la fourchette cible de la Banque. Les prix des composantes de l'IPC qui avaient chuté brusquement en raison de la faible demande au début de la pandémie, notamment ceux de l'essence et de l'hébergement touristique, sont demeurés bas par rapport à leur niveau d'il y a un an. En parallèle, les prix des produits dont la demande avait monté en flèche initialement, comme ceux des produits ménagers et de papier, ont commencé à redescendre. Les pressions sur les prix restent donc modestes dans l'ensemble. L'indice des prix ajusté utilisé pour tenir compte des changements marqués dans les habitudes de consommation des Canadiens depuis le début de la pandémie progresse à un rythme à peine plus rapide que l'inflation mesurée par l'IPC (**graphique 11**)³.

Les mesures de l'inflation fondamentale ont été inférieures à 2 %, ce qui cadre avec une économie où la demande a connu une chute plus prononcée que l'offre, et indique la présence de capacités excédentaires. Ces mesures, conçues pour rendre compte des pressions inflationnistes globales, ont moins baissé que l'inflation mesurée par l'IPC. Le bas niveau de l'inflation mesurée par l'IPC s'explique surtout par la baisse considérable de quelques prix ayant collectivement un grand poids dans le panier de l'IPC.

Graphique 11 : L'inflation mesurée par l'IPC demeure près de zéro et les mesures de l'inflation fondamentale restent sous la cible

Taux de variation sur un an, données mensuelles



Nota : La Banque du Canada a récemment mis au point, avec Statistique Canada, un indice des prix ajusté dont la pondération des composantes est déterminée selon des données à haute fréquence sur les dépenses.

* 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

Dernières observations : septembre 2020 (IPC); août 2020 (indice des prix ajusté)

³ La construction de l'indice des prix ajusté, lequel rend compte des changements dans les habitudes de consommation des Canadiens depuis le début de la pandémie, est expliquée dans le *Rapport* de juillet. Pour des précisions, consulter K. Huynh, H. Lao, P. Sabourin et A. Welte (2020), *Que révèlent les données à haute fréquence des réseaux de paiement sur les dépenses et l'inflation à l'heure de la COVID-19?*, note analytique du personnel n° 2020-20, Banque du Canada.

La croissance de la production potentielle est revue nettement à la baisse

Dans la présente livraison, la Banque fournit sa réévaluation de la croissance de la production potentielle. Les perspectives à ce chapitre sont beaucoup plus faibles que dans le *Rapport* d'avril 2019 (**encadré 2** et **annexe 1**), la plupart des révisions tenant à des facteurs liés à la pandémie. Les mesures de confinement ont aussi des effets temporaires sur l'offre, dont la croissance est ainsi ralentie par rapport à celle du potentiel de l'économie en 2020 et stimulée en 2021.

Même en faisant abstraction des effets temporaires des mesures de confinement, l'estimation de la croissance de la production potentielle reste plus faible que dans le *Rapport* d'avril 2019 compte tenu des effets durables de la pandémie. Le rythme plus lent d'accumulation du capital devrait peser sur la croissance de la productivité tendancielle du travail pendant plusieurs années. De plus, certains travailleurs mis à pied pourraient quitter le marché du travail s'ils ne trouvent pas de nouvel emploi, ce qui mettra des pressions à la baisse sur la croissance du facteur travail tendanciel. En conséquence, la Banque estime que la croissance de la production potentielle se chiffrera en moyenne à 1,2 % en 2022 et 2023, soit bien au-dessous de la moyenne estimative de 1,8 % pour 2010 à 2018.

Comme d'habitude, l'estimation que fait la Banque de la production potentielle est sujette à une incertitude considérable. Elle est donc présentée sous forme de fourchette (**tableau 2**). Il convient cependant de noter que la pandémie amplifie cette incertitude.

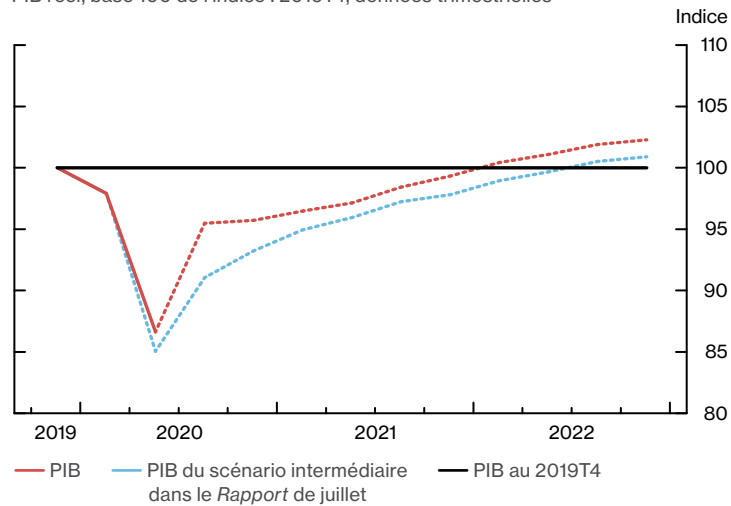
La phase de récupération s'amorce

La croissance devrait se situer, en moyenne, autour de 4 % en 2021 et 2022, alors que l'économie sera en phase de récupération (**graphique 12**). Ainsi, le PIB ne retournera à son niveau d'avant la pandémie qu'au début de 2022, et l'écart de production ne se résorbera que beaucoup plus tard. La reprise devrait rester inégale, les secteurs qui n'ont presque pas été touchés par la COVID-19 ou les mesures de confinement poursuivant leurs activités, et les autres faisant face à des difficultés et à une reprise prolongée. Dans ces secteurs mis à mal, l'incertitude et le frein qu'elle exerce sur la croissance devraient persister, mais s'atténuer progressivement. La reprise restera inégale et partielle jusqu'à ce que la pandémie soit terminée (**graphique 13**).

La Banque s'attend à ce que les mesures budgétaires continuent d'apporter un soutien important à l'économie tout au long de la reprise. Compte tenu des récentes annonces des gouvernements fédéral et provinciaux, la projection actuelle intègre des mesures budgétaires additionnelles par rapport à la projection de juillet. Ces nouvelles mesures, notamment l'élargissement des critères d'admissibilité à l'assurance-emploi et le lancement de nouvelles prestations, ont amélioré les perspectives relatives au revenu disponible. L'incidence de la relance budgétaire sur le PIB est à son plus fort en 2020 et au début de 2021. Par contraste, en raison des décalages plus longs qui caractérisent le mécanisme de transmission de la politique monétaire, les effets des mesures de politique monétaire qui ont été prises devraient continuer de s'amplifier.

Graphique 12 : Le PIB devrait remonter graduellement

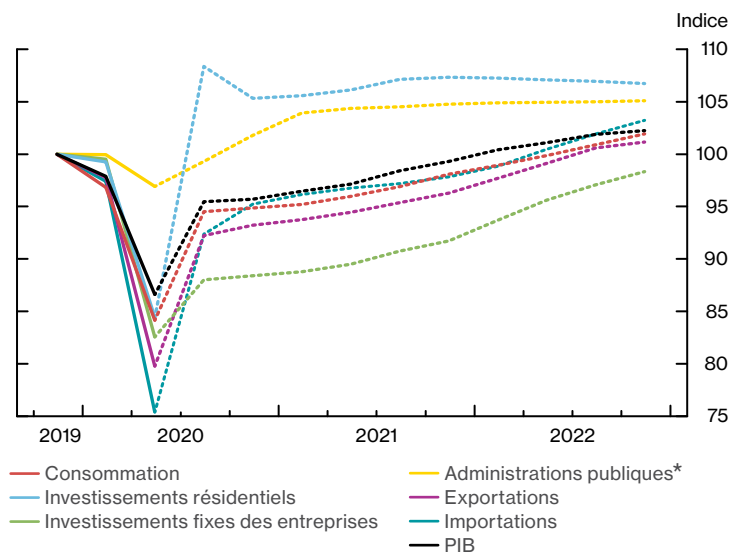
PIB réel, base 100 de l'indice : 2019T4, données trimestrielles



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

Graphique 13 : La reprise devrait rester inégale

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



* La catégorie « Administrations publiques » comprend les dépenses de consommation et la formation brute de capital fixe du secteur public.

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

Les dépenses des ménages tirent la reprise

Les perspectives globales de la consommation et du logement sont façonnées par l'emploi et le revenu disponible, les changements de comportement entraînés par la pandémie, et l'incertitude. De plus, les bas taux d'intérêt devraient soutenir les dépenses, particulièrement en investissement résidentiel et en biens durables comme les véhicules automobiles.

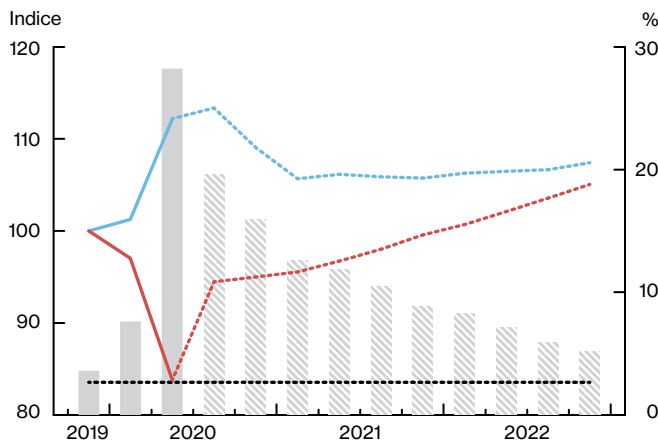
La consommation et la demande de logements, de même que la production potentielle, sont soutenues durant la période de projection par la reprise de l'immigration. Le rythme des arrivées au Canada devrait revenir à son niveau d'avant la pandémie en 2021. L'hypothèse quant à la trajectoire future de la population totale a toutefois été revue à la baisse en raison de la pandémie.

On s'attend à ce que la croissance de la consommation se maintienne autour de 4 % durant la période de projection. Pendant ce temps, deux facteurs pesant sur la consommation devraient peu à peu diminuer en importance. D'une part, la distanciation physique limite les dépenses visant des services tels que le voyage, l'hôtellerie et les soins personnels. D'autre part, l'incertitude fait augmenter l'épargne de précaution (**graphique 14**). Ces facteurs ont contribué au bond exceptionnellement grand du taux d'épargne en 2020. Mais, à mesure que leurs effets diminueront, les dépenses des ménages devraient s'accroître.

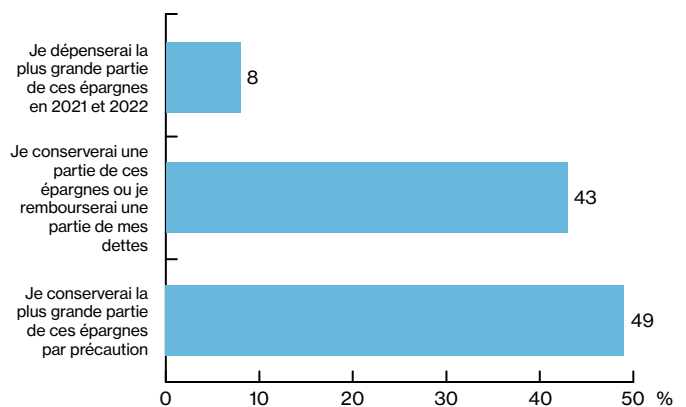
Dans l'ensemble, les perspectives concernant l'investissement résidentiel reflètent l'évolution des préférences en matière de logement entraînée par la pandémie ainsi que la baisse de la population et des coûts d'emprunt. À mesure que la demande refoulée diminuera, les reventes de logements devraient se modérer en 2021 par rapport aux niveaux records atteints au second semestre de 2020. Les rénovations devraient demeurer résilientes durant la période de projection, du fait que les gens passent plus de temps chez eux.

Graphique 14 : L'épargne des ménages devrait rester élevée

a. Valeur nominale, données trimestrielles



b. Pourcentage de répondants*



— Consommation des ménages (base 100 de l'indice : 2019T4, échelle de gauche)
 — Revenu disponible (base 100 de l'indice : 2019T4, échelle de gauche)
 ■ Taux d'épargne (échelle de droite)
 - - - Taux d'épargne moyen (de 2015 à 2019, échelle de droite)

* Pourcentage de répondants ayant répondu à la question « Que prévoyez-vous faire avec vos épargnes supplémentaires? » lors de l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada. Voir l'*Enquête du troisième trimestre de 2020* pour des précisions.

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

Dernière observation : 2020T3 (*Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada*)

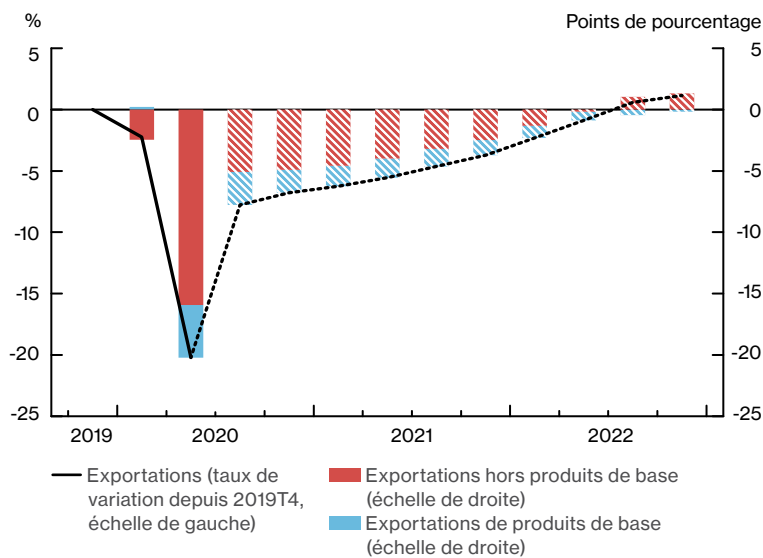
Les exportations se redressent lentement

Dans sa projection, la Banque prévoit que les exportations reviendront à leurs niveaux d'avant la pandémie d'ici la mi-2022, sous l'effet d'un renforcement graduel de la demande étrangère (**graphique 15**). Les bas prix de l'énergie freinent la croissance des exportations dans ce secteur, et les exportations de voyages resteront modérées jusqu'à ce que le tourisme international redémarre.

La reprise des importations devrait elle aussi être graduelle. On s'attend à ce que celles de machines et de matériel soient faibles du fait que l'incertitude entrave les investissements des entreprises canadiennes. Parallèlement, celles de biens de consommation devraient se redresser de pair avec la demande des consommateurs. Les importations de services commenceront vraisemblablement à remonter quand les frontières rouvriront progressivement.

Graphique 15 : Les exportations se sont redressées, mais le rythme de la reprise devrait être plus graduel

Contribution à l'écart des exportations totales réelles par rapport au niveau de 2019T4, en points de pourcentage, données trimestrielles



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

La reprise des investissements des entreprises sera longue

La Banque s'attend à ce que les investissements des entreprises augmentent graduellement, en phase avec la faible demande intérieure et étrangère. L'incertitude devrait demeurer un frein important. En particulier, les entreprises sont confrontées à une incertitude considérable concernant ce qu'il adviendra à long terme de certains des changements provoqués par la pandémie dans les pratiques commerciales et les préférences et le comportement des ménages. Certains changements pourraient persister, alors que d'autres pourraient s'inverser relativement vite une fois que les conditions commenceront à se normaliser. Par exemple, on ne sait pas encore ce qu'il en sera du retour envisagé des travailleurs dans des bureaux centralisés, ce qui crée une incertitude considérable pour les investissements des entreprises en bâtiments et en installations.

Les investissements hors secteur pétrolier et gazier sont freinés par la faible confiance des entreprises. Par conséquent, ils ne dépasseront leur niveau d'avant la pandémie qu'à la mi-2022 (graphique 16).

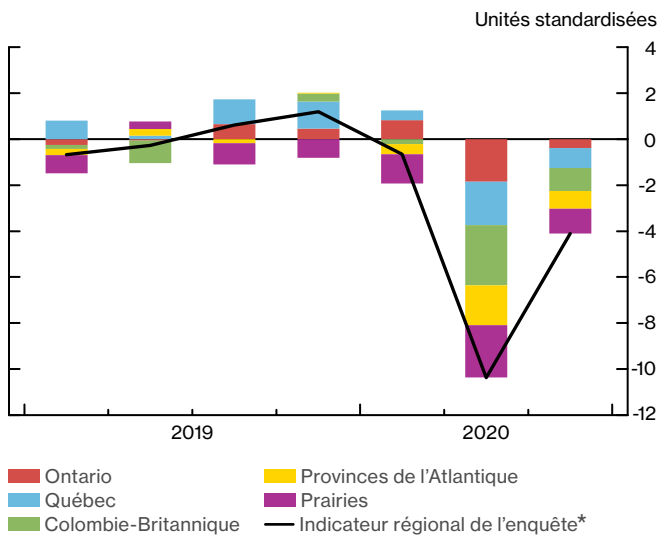
Les investissements dans le secteur pétrolier et gazier se trouvent dans une situation encore plus épineuse en raison des bas prix du pétrole et des conditions de financement difficiles, et ne devraient pas retrouver leurs niveaux d'avant la pandémie durant la période de projection. En conséquence, les projets d'investissement et la production pétrolière au Canada demeurent nettement sous les niveaux de 2019 sur toute cette période. Après une contraction d'environ 30 % en 2020, les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient s'accroître d'un peu plus de 2 % en 2021-2022. Bien que les risques entourant l'hypothèse relative aux prix du pétrole soient orientés à la hausse, des prix légèrement plus élevés ne devraient pas entraîner une augmentation appréciable des investissements.

Les investissements en stocks devraient apporter une contribution positive à la croissance au cours de la période de projection, à mesure que les entreprises reconstitueront leurs stocks.

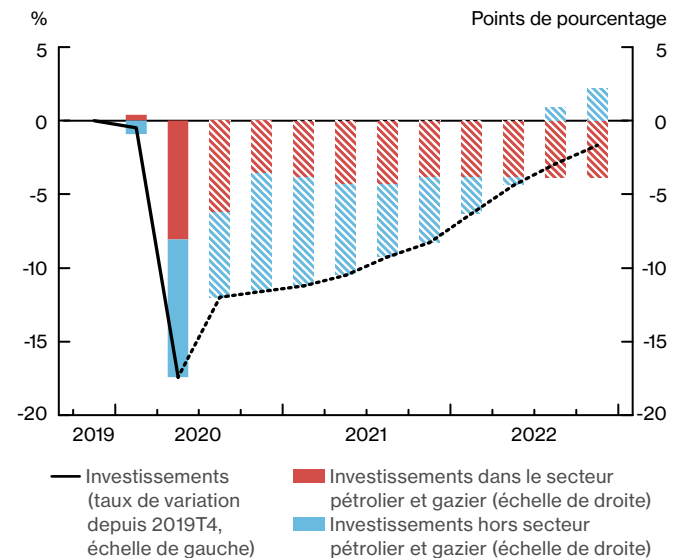
Graphique 16 : La confiance des entreprises s'est améliorée, mais l'incertitude continue de peser sur les intentions d'investissement

Données trimestrielles

a. Indicateur régional de l'enquête sur les perspectives des entreprises et contribution par région



b. Contribution à l'écart des investissements réels totaux des entreprises par rapport au niveau de 2019T4, en points de pourcentage



* 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.

Voir l'[Enquête sur les perspectives des entreprises de l'automne 2020](#) pour des précisions.

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

Dernière observation : 2020T3 (*Enquête sur les perspectives des entreprises*)

Les capacités excédentaires dans l'économie pèsent sur l'inflation

Dans la projection, la trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPC durant la prochaine année reflète en grande partie la dynamique des prix de l'énergie et le rétrécissement progressif de la marge de capacités excédentaires. La chute spectaculaire des prix de l'essence en mars et en avril exercera des pressions à la baisse sur l'inflation jusqu'au début de 2021. Par la suite, l'inflation mesurée par l'IPC devrait augmenter. Abstraction faite de la volatilité d'un trimestre à l'autre, elle devrait néanmoins se situer sous la cible en 2021 et en 2022 compte tenu de la marge persistante de capacités excédentaires (**graphique 17**). Par exemple, environ le quart des emplois perdus pendant le confinement n'ont pas encore été récupérés. Comme certains secteurs ne pourront complètement rouvrir qu'une fois la pandémie passée, l'offre excédentaire devrait exercer des pressions à la baisse sur l'inflation durant toute la période de projection.

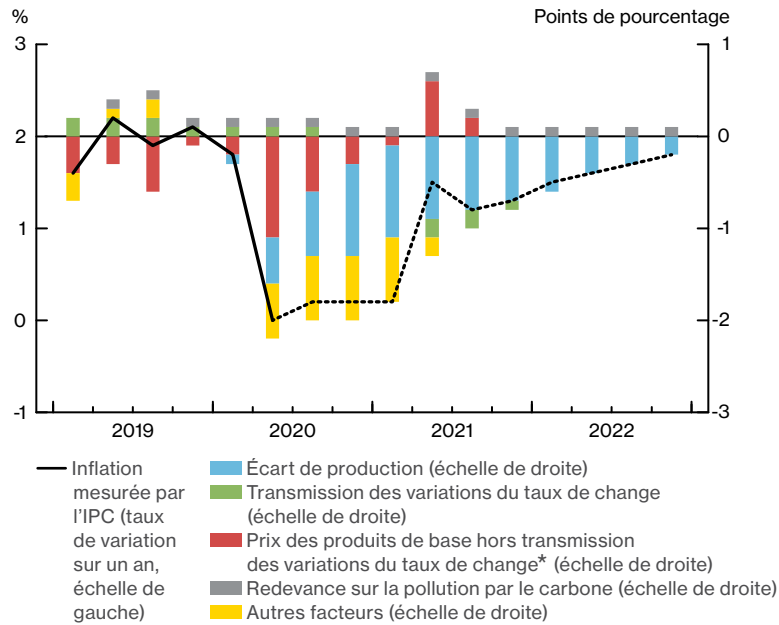
D'autres facteurs pourraient faire varier l'inflation. La hausse des coûts d'exploitation découlant des règles de distanciation physique, comme le renforcement des mesures de désinfection ou l'emploi de personnel supplémentaire, pourrait être une source de pressions à la hausse sur les prix (par exemple, les « frais COVID-19 » affichés dans certains salons de coiffure).

Les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent bien ancrées à la cible de 2 %. La majorité des répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises de l'automne 2020 sont d'avis que l'inflation se maintiendra, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Les attentes d'inflation à l'horizon de deux ans demeurent relativement stables et près des niveaux observés avant la pandémie. Quant à eux, les répondants à l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada du troisième trimestre de 2020 s'attendent pour la plupart à ce que l'inflation se situe à l'intérieur ou légèrement au-dessus de cette fourchette au cours des deux prochaines années⁴. Les compilations de Consensus Economics publiées en septembre 2020 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC au Canada de 0,7 % en 2020 et de 1,7 % en 2021. Selon les réponses à une question trimestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les anticipations se situent en moyenne à 2,0 % jusqu'en 2030.

⁴ Pour des précisions, consulter l'*Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada* et l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*.

Graphique 17 : L'inflation devrait monter graduellement à mesure que les capacités excédentaires dans l'économie se résorbent

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à 2 %, données trimestrielles



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

* Cette mesure prend aussi en compte l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut.

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

Encadré 3

Évolution du bilan de la Banque du Canada

La Banque a réagi rapidement aux premiers stades de la pandémie. Elle a notamment :

- abaissé son taux directeur pour l'établir à sa valeur plancher de 25 points de base;
- lancé plusieurs facilités de liquidité et programmes d'achat d'actifs pour restaurer le fonctionnement des marchés.

Par conséquent, son bilan a gonflé rapidement, surtout sous l'effet de la croissance de ses avoirs en titres pris en pension et en acceptations bancaires. D'autres grandes banques centrales ont aussi considérablement augmenté leur bilan dès le début de la pandémie, mais relativement moins que la Banque (**graphique 3-A**, figure de gauche). Le total des actifs de la Banque, toutefois, demeure nettement inférieur à celui de la plupart des autres banques centrales d'économies avancées.

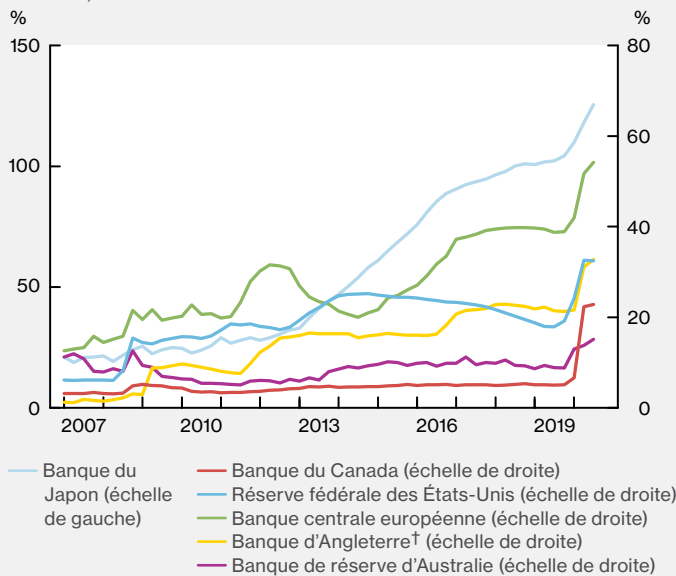
Les conditions sur les marchés financiers se sont améliorées sous l'effet des mesures prises par la Banque, et les participants aux marchés ne font plus tellement appel aux facilités et programmes visant à fournir des liquidités. C'est pourquoi la Banque a mis fin à certains et en a réduit d'autres¹. Conjuguée à l'arrivée à échéance d'acceptations bancaires et de prises en pension à plus d'un jour totalisant 41 milliards de dollars, cette décision a contribué à stabiliser la taille du bilan à partir de juillet (**graphique 3-B**, figure de gauche).

(suite à la page suivante)

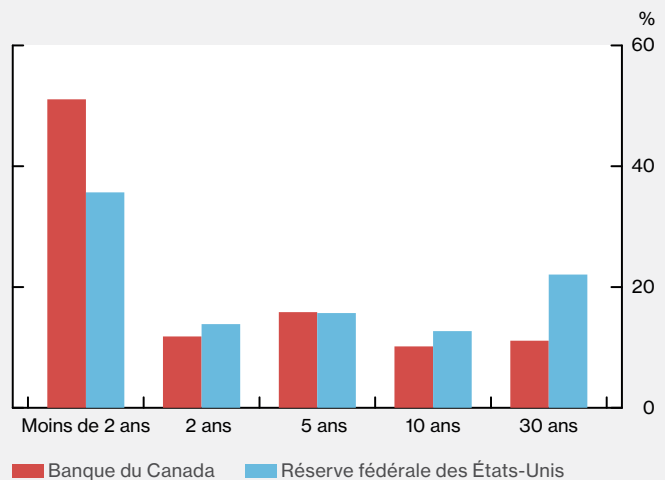
¹ Le 15 octobre 2020, la Banque a annoncé qu'elle mettrait fin à la facilité d'achat des acceptations bancaires (FAAB) et au Programme d'achat d'Obligations hypothécaires du Canada (PAOHC), les dernières opérations étant prévues avant la fin du mois. Elle a aussi annoncé qu'elle réduirait la fréquence de ses opérations de prise en pension à plus d'un jour et restreindrait la liste des titres admissibles.

Graphique 3-A : Les achats d'actifs de la Banque ont été considérables, mais les titres qu'elle détient sont surtout de courte échéance

a. Ensemble des actifs détenus par les banques centrales en pourcentage du PIB, données trimestrielles*



b. Titres d'État par échéance en pourcentage de l'ensemble des titres d'État détenus‡



* Pour les trois premiers trimestres de 2020, l'ensemble des actifs en pourcentage du PIB est calculé à partir du PIB du quatrième trimestre de 2019.

† Ce pourcentage est calculé à partir des soldes de la réserve de la Banque d'Angleterre, tels que publiés dans son rapport hebdomadaire. Ce rapport fait habituellement état de plus de 90 % du bilan de la Banque d'Angleterre (en valeur).

‡ Les titres d'État détenus par la Banque du Canada incluent les obligations et les bons du Trésor du gouvernement du Canada. Les titres d'État détenus par la Réserve fédérale des États-Unis comprennent les bons et les obligations du Trésor américain ainsi que les titres des agences fédérales. Ils n'incluent pas les titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines (la distribution des échéances serait beaucoup plus longue si ces titres étaient inclus). Les catégories d'échéances comprennent les échéances suivantes : « Moins de 2 ans » – 1,9 an ou moins; « 2 ans » – de 2 à 3 ans; « 5 ans » – de 4 à 6 ans; « 10 ans » – de 7 à 11 ans; « 30 ans » – 12 ans et plus.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Bloomberg Finance L.P., sources nationales via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2020T3 (ensemble des actifs détenus par les banques centrales); 21 octobre 2020 (titres d'État)

Encadré 3 (suite)

Notons aussi que la Banque détient beaucoup plus d'obligations d'État à courte échéance en proportion du bilan que d'autres banques centrales, y compris la Réserve fédérale des États-Unis (**graphique 3-A**, figure de droite)². Ce profil des échéances différent tient en partie au fait que la Banque a lancé son premier programme d'assouplissement quantitatif pendant la pandémie de COVID-19, alors que beaucoup d'autres banques centrales ont introduit ce type de programme pour accroître la détention monétaire à divers moments depuis la crise financière mondiale. La taille du bilan de la Banque était donc inférieure à celle du bilan d'autres banques centrales au début de la pandémie. Comme le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (PAOGC) visait initialement à rétablir le bon fonctionnement des marchés, les achats portaient davantage sur des obligations à courte échéance dont le volume

d'émission était le plus important. Cela a aussi contribué au raccourcissement de l'échéance moyenne des titres détenus par la Banque.

Étant donné la réouverture de l'économie pendant l'été et la nette amélioration du fonctionnement des marchés, la Banque a par la suite axé le PAOGC sur la détention monétaire. À la mi-octobre, la Banque détenait environ 34 % des obligations du gouvernement du Canada en circulation. Les achats continus d'obligations et l'arrivée à échéance de positions à plus court terme ont modifié la structure du bilan en allongeant quelque peu l'échéance moyenne des actifs (**graphique 3-B**, figure de droite).

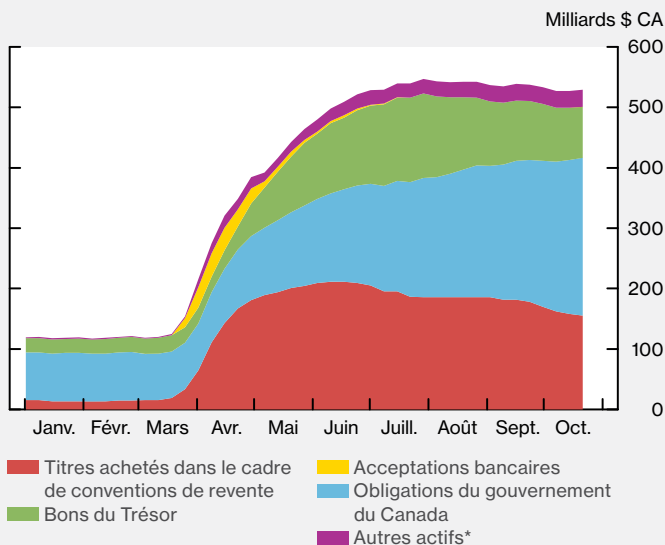
Aux fins de la détention monétaire, tant l'ampleur des achats d'actifs que la répartition des échéances des titres achetés peuvent considérablement contribuer à comprimer les rendements. La structure des échéances du PAOGC a cadré à peu près avec la distribution des échéances des obligations

(suite à la page suivante)

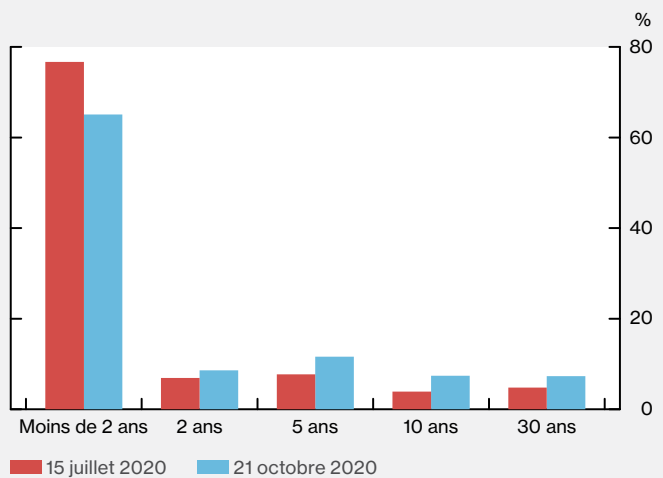
2 Dans le **graphique 3-A**, les avoirs de la Réserve fédérale des États-Unis ne comprennent pas les titres hypothécaires émis par les agences de refinancement américaines. Si on en tenait compte, cela allongerait encore la structure des échéances de la Réserve fédérale.

Graphique 3-B : La taille du bilan de la Banque du Canada s'est stabilisée, mais sa composition a changé

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



b. Répartition des actifs de la Banque du Canada selon l'échéance, en pourcentage de l'ensemble des actifs[†]



* Les autres actifs comprennent les bons du Trésor et les obligations des provinces, les obligations de sociétés et le papier commercial. La liste complète des actifs se trouve sur le [site Web de la Banque du Canada](#).

† Les prises en pension à plus d'un jour et les bons du Trésor constituent la majorité des actifs arrivés à échéance depuis la publication du dernier *Rapport* (15 juillet). Les catégories d'échéances comprennent les échéances suivantes : « Moins de 2 ans » – 1,9 an ou moins; « 2 ans » – de 2 à 3 ans; « 5 ans » – de 4 à 6 ans; « 10 ans » – de 7 à 11 ans; « 30 ans » – 12 ans et plus.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 21 octobre 2020

Encadré 3 (suite)

du gouvernement canadien en circulation. Les achats se sont donc concentrés dans les échéances plus courtes. Les échéances d'environ la moitié des obligations achetées sont de moins de trois ans.

Le degré de détente monétaire procuré par les achats d'obligations à long terme dans le cadre d'un programme d'assouplissement quantitatif est supérieur à celui d'achats d'obligations à court terme. En effet, les achats d'obligations à long terme ont un impact proportionnellement plus important : ils réduisent davantage le risque de terme assumé par les participants aux marchés et exercent une

pression à la baisse sur les primes de terme³. La diminution de ces primes entraîne une baisse des rendements des obligations du gouvernement du Canada, toutes choses égales par ailleurs. Cela abaisse les coûts d'emprunt qui comptent le plus pour les ménages et les entreprises. Plus précisément, les prêts à taux fixe accordés aux ménages et aux sociétés sont en général surtout liés aux rendements des obligations d'État assorties d'échéances de 3 à 15 ans, même si un certain nombre de sociétés et de services publics empruntent à plus long terme.

³ Les primes de terme sont payées par les emprunteurs pour verrouiller leurs taux d'intérêt à plus long terme. Elles dédommagent les prêteurs du risque lié au fait qu'ils ne pourraient pas renégocier les taux sur les prêts existants même si les taux en vigueur sur les marchés augmentaient avant l'échéance de ces prêts.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'incertitude entourant la projection reste extrêmement élevée, puisque la projection dépend de l'évolution et de l'ampleur des répercussions économiques de la pandémie. L'évolution plus ou moins favorable du nombre de cas de COVID-19 et des mesures de confinement par rapport à ce que prévoit le présent *Rapport* influe fortement sur les perspectives. Ces dernières seraient en effet plus favorables si la pandémie prenait fin avant la mi-2022. C'est ce qui se produirait, par exemple, si des vaccins efficaces étaient offerts à la population générale plus tôt qu'anticipé. L'effet modérateur sur la croissance économique exercé par les mesures de distanciation physique et l'érosion de la confiance se dissiperait plus rapidement, ce qui stimulerait les dépenses des ménages ainsi que les investissements des entreprises. Les séquelles à long terme de la pandémie sur les investissements et la main-d'œuvre seraient également moins importantes.

À l'inverse, la pandémie et ses conséquences économiques pourraient être plus graves que prévu. La projection repose sur l'hypothèse que les éclosions de COVID-19 sont assez bien gérées grâce à des mesures de confinement locales et ciblées. Il se peut bien, toutefois, que des restrictions plus larges ou plus sévères soient nécessaires.

Il existe également une grande incertitude quant aux conséquences à long terme de la pandémie. Plus la pandémie est grave, plus la restructuration et la réaffectation des ressources seront importantes.

Même si la pandémie prend la trajectoire prévue dans le scénario de référence, les perspectives d'inflation sont soumises à plusieurs risques, tant à la hausse qu'à la baisse. La Banque considère que les risques entourant les perspectives économiques et l'inflation sont relativement équilibrés. Toutefois, les risques à la baisse sont plus préoccupants parce que l'inflation est basse et le taux directeur, à sa valeur plancher. Voici certains des risques jugés les plus importants.

1) **Nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis (↑)**

La croissance de l'économie américaine pourrait être sensiblement plus forte que ne le prévoit le scénario de référence. Les autorités pourraient convenir de mettre en œuvre de nouvelles mesures de relance budgétaire substantielles. Une croissance plus soutenue aux États-Unis stimulerait davantage la croissance des exportations canadiennes et l'investissement au Canada.

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

L'épargne des ménages a augmenté de façon spectaculaire depuis le début de la pandémie. Cela s'explique par une réduction des possibilités de dépenses, en particulier pour les ménages à revenu élevé, ainsi que par une augmentation de l'épargne de précaution. Si les ménages dépensaient une plus grande partie de cette épargne, la consommation et l'investissement résidentiel pourraient s'avérer supérieurs aux projections, et le taux d'épargne pourrait diminuer plus vite que prévu. Par exemple, les ménages pourraient faire preuve de moins de prudence dans leurs dépenses ou devenir plus optimistes quant à la situation économique, même en l'absence de vaccin ou de traitement efficace.

3) Resserrement marqué des conditions financières à l'échelle mondiale (↓)

De nombreux pays sont encore confrontés à d'importantes vulnérabilités financières en raison des niveaux d'endettement élevés et de la grande incertitude économique. L'aggravation de la pandémie et de la situation économique pourrait se traduire par une augmentation des primes de risque et un resserrement marqué des conditions financières. Les conséquences pourraient être particulièrement néfastes pour les pays émergents, et s'étendre à d'autres pays.

4) Intensification des tensions financières pour les ménages et les entreprises (↓)

Au Canada, un ralentissement de la croissance et un durcissement des conditions financières, conjugués à des niveaux élevés d'endettement des ménages et des entreprises, seraient susceptibles d'accroître les cas d'insolvabilité et de faillite. Il en résulterait des pertes au sein du système financier, un resserrement des conditions du crédit et une réduction des prêts bancaires. Cela soufflerait d'autres vents contraires sur la croissance.

Annexe 1 : La production potentielle

Les estimations de la Banque concernant la croissance de la production potentielle au Canada et dans le monde ont été considérablement révisées à la baisse par rapport aux estimations présentées dans le *Rapport* d'avril 2019 (tableaux A1-1 et A1-2). La pandémie de COVID-19 a réduit la croissance de la production potentielle en influant sur ses déterminants sous-jacents. Au Canada, on a observé de fortes baisses du taux d'activité des travailleurs, des perturbations des flux d'immigration et des diminutions dans l'accumulation de capital. La présente annexe porte sur les séquelles de la pandémie qui sont susceptibles de perdurer, à savoir :

- un recul des investissements des entreprises;
- une baisse du taux d'activité.

Tableau A1-1 : Croissance projetée de la production potentielle

	Croissance projetée* (en pourcentage)			
	2019	2020	2021	2022
Canada				
Exclusion faite des effets temporaires de la pandémie	1,8 (1,8)	0,7 (1,7)	0,9 (1,8)	1,1 (1,9)
Incluant les effets temporaires de la pandémie	1,8 (1,8)	-1,7 (1,7)	3,0 (1,8)	1,5 (1,9)
Monde	3,3 (3,3)	2,1 (3,3)	2,4 (3,3)	2,7
États-Unis	1,8 (1,9)	1,1 (1,9)	1,1 (1,8)	1,5
Zone euro	1,4 (1,5)	0,8 (1,4)	1,0 (1,3)	1,1
Japon	0,9 (0,8)	0,4 (0,8)	0,6 (0,7)	0,6
Chine	6,1 (6,1)	5,1 (6,0)	5,3 (5,9)	5,3
Pays émergents importateurs de pétrole [†]	4,1 (4,2)	2,3 (4,3)	2,9 (4,4)	3,4
Autres pays [‡]	1,8 (1,9)	0,9 (2,0)	1,3 (2,1)	1,5

* Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2019 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les chiffres entre parenthèses sont identiques pour les lignes « Exclusion faite des effets temporaires de la pandémie » et « Incluant les effets temporaires de la pandémie », puisque ces effets n'ont pas été pris en compte dans le *Rapport* d'avril 2019.

† 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

Tableau A1-2 : Taux de croissance projeté de la production potentielle
Taux de variation sur un an**

	Production potentielle	Facteur travail tendanciel	Productivité tendancielle du travail	Fourchette de la production potentielle
2019	1,8 (1,8)	1,2 (1,1)	0,6 (0,7)	de 1,5 à 2,1
2020	0,7 (1,7)	1,1 (0,8)	-0,3 (0,9)	de 0,1 à 1,3
2021	0,9 (1,8)	0,7 (0,8)	0,1 (1,0)	de 0,2 à 1,6
2022	1,1 (1,9)	0,7 (0,8)	0,5 (1,1)	de 0,3 à 1,9
2023	1,2	0,6	0,6	de 0,2 à 2,2

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2019.

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

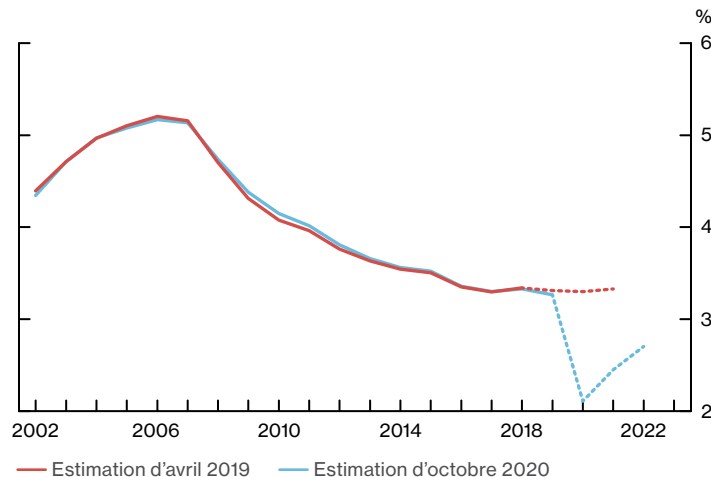
La production potentielle est plus faible partout dans le monde

On estime que le taux de croissance de la production potentielle mondiale a fortement diminué depuis le début de la pandémie, passant de 3,3 % en 2019 à un peu plus de 2 % en 2020 (**graphique A1-1** et **tableau A1-1**)⁵. Cette évolution résulte de la baisse de la croissance de la productivité tendancielle du travail dans toutes les régions du monde et de chutes marquées de la croissance du facteur travail tendanciel dans les économies avancées. Les effets négatifs de la crise de la COVID-19 s'ajoutent aux vents contraires existants liés au vieillissement de la population, aux tensions commerciales et à une croissance structurellement faible de la productivité.

La croissance de la production potentielle mondiale devrait remonter à 2,4 % en 2021 et à 2,7 % en 2022, à la faveur d'une reprise progressive de la croissance de la productivité dans toutes les régions du monde et d'une meilleure dynamique de la population active dans les économies avancées. Comparativement aux estimations d'avril 2019 de la Banque, le taux de croissance de la production potentielle mondiale a été révisé à la baisse de 1,2 et 0,9 point de pourcentage pour 2020 et 2021 respectivement, surtout en raison des effets négatifs de la crise de la COVID-19.

Graphique A1-1 : La croissance de la production potentielle mondiale a été revue à la baisse en raison de la pandémie

Taux de variation sur un an, données annuelles



Sources : calculs et projections de la Banque du Canada

⁵ Pour des précisions, voir X. S. Chen, A. Jaffery, G. Nolin, K. Salhab, P. Shannon et S. Sarker, *Assessing Global Potential Output Growth: October 2020*, document d'analyse du personnel de la Banque du Canada (à paraître).

Aux États-Unis, la croissance de la production potentielle est tombée de 1,8 % en 2019 à 1,1 % en 2020. Ce recul résulte principalement d'une baisse marquée de la croissance du facteur travail tendanciel, la pandémie ayant réduit le taux d'activité tendanciel et les flux d'immigration. La productivité tendancielle du travail a aussi ralenti du fait des perturbations du marché du travail, de la réduction des taux de création d'entreprises et de la trajectoire plus basse de la croissance des investissements des entreprises. Le taux de croissance de la production potentielle aux États-Unis devrait rester faible en 2021 et se redresser partiellement pour atteindre 1,5 % en 2022, à mesure que les flux d'immigration regagneront une certaine vigueur, que les entreprises moins productives fermeront et que les entreprises plus productives prendront de l'expansion.

Dans les économies à marché émergent, les effets négatifs de la pandémie sur l'approfondissement du capital et sur la croissance tendancielle de la productivité totale des facteurs sont la principale cause du recul du taux de croissance de la production potentielle. La croissance de la production potentielle dans les autres économies du monde a été revue à la baisse compte tenu de l'incidence également négative de la pandémie, mais aussi des bas prix du pétrole, qui font mal aux exportateurs de cette matière première.

La faiblesse des investissements et le manque de dynamisme du marché du travail pèsent sur la production potentielle au Canada

Au Canada aussi, la pandémie vient affaiblir considérablement les perspectives de la production potentielle. En tenant compte uniquement des effets permanents sur l'économie, la Banque prévoit maintenant que le taux de croissance de la production potentielle sera inférieur de 0,8 point de pourcentage en moyenne, de 2020 à 2023, au taux moyen qu'elle entrevoyait en avril 2019 pour la période 2020-2022 (**tableau A1-2**). Le niveau de la production potentielle devrait être inférieur d'environ 3 %, d'ici la fin 2022, à celui estimé par la Banque en avril 2019⁶. La pandémie a également des effets temporaires sur l'offre. La prise en compte de ces effets réduirait les estimations de la croissance potentielle en 2020 et les augmenterait en 2021 (**tableau A1-1**).

Le principal facteur justifiant ces révisions à la baisse est l'affaiblissement des perspectives d'investissement des entreprises. Les disparités possibles au plan des compétences et le besoin d'une réaffectation des ressources entre les secteurs devraient également jouer un rôle. En revanche, même si la pandémie a réduit l'immigration, l'afflux important de résidents non permanents depuis 2015 a relevé dans l'ensemble le profil démographique, ce qui stimule la production potentielle estimée⁷.

En tenant compte uniquement des effets permanents de la pandémie, la Banque prévoit que la production potentielle croîtra en moyenne d'environ 1,0 % de 2020 à 2023 (**tableau A1-2**). Tant la croissance du facteur travail tendanciel que la croissance de la productivité tendancielle du travail devraient se modérer par rapport à leur moyenne de la période 2010-2018.

⁶ Pour en savoir plus, voir D. Brouillette, J. Champagne et J. Mc Donald-Guimond, *Production potentielle au Canada : réévaluation de 2020*, note analytique du personnel n° 2020-25, Banque du Canada (octobre 2020).

⁷ Ces révisions étaient intégrées dans le *Rapport* de janvier 2020.

L'accumulation moins rapide du capital explique la croissance réduite de la productivité tendancielle du travail. Les principaux facteurs qui pèsent sur la croissance du facteur travail tendanciel sont les effets persistants de la pandémie et le recul structurel du taux d'emploi associé au vieillissement de la population.

La production potentielle est d'ordinaire difficile à évaluer, du fait précisément que ses composantes sont non observables et difficiles à prévoir. Cette fois-ci, l'évolution inconnue de la pandémie, et les impacts économiques importants qui en résulteront, rendent l'incertitude encore plus grande. Pour aider à saisir l'ampleur de cette incertitude, la Banque fournit une fourchette construite autour d'estimations médianes assujetties à des risques tant à la hausse qu'à la baisse. Les principaux risques sont liés à l'évolution de la pandémie :

- Si la pandémie devait se terminer beaucoup plus tôt que prévu, les investissements des entreprises pourraient fortement rebondir, à la faveur d'une reprise de la demande et d'un retour plus rapide de l'économie à la normale. De plus, la majeure partie des effets négatifs persistants de la pandémie sur le facteur travail tendanciel et sur la productivité tendancielle totale des facteurs disparaîtraient.
- En revanche, si les cas de COVID-19 devaient beaucoup augmenter au cours des prochains trimestres, et si on devait à nouveau fermer certains secteurs de l'économie, la croissance de la production potentielle pourrait être encore plus faible. Dans ce cas, les flux d'immigration pourraient être encore plus limités et les investissements des entreprises demeureraient plus modérés pour une période prolongée.

Annexe 2 : Le taux d'intérêt neutre

Le taux directeur nominal neutre est donné par la somme de deux composantes :

- d'une part, le taux réel requis pour maintenir la production économique à son niveau potentiel et l'inflation au taux cible une fois disparus les effets de tous les chocs cycliques sur l'économie;
- d'autre part, un taux de 2 % pour tenir compte de l'inflation quand celle-ci est égale à la cible.

La Banque estime que le taux nominal neutre au Canada se situe actuellement dans une fourchette allant de 1,75 à 2,75 %, soit 50 points de base de moins que celle publiée lors de la mise à jour d'avril 2019. Cette évaluation se fonde sur quatre approches distinctes mais complémentaires utilisées dans des évaluations précédentes. La présente mise à jour met l'accent sur la façon dont ces approches tiennent compte des impacts de la pandémie de COVID-19⁸. Les résultats sont résumés dans le **tableau A2-1**.

Une combinaison de facteurs intérieurs et extérieurs explique la diminution du taux nominal neutre. Les facteurs intérieurs sont notamment un plus haut degré perçu de risque macroéconomique, qui stimule l'épargne, et une baisse marquée du taux de croissance projeté de la production potentielle⁹.

Tableau A2-1 : Résumé des estimations du taux directeur nominal neutre au Canada

Approche	Estimations de 2020 (%)	Estimations de 2019 (%)
Condition de parité pure des taux d'intérêt	de 1,75 à 2,75	de 2,25 à 3,25
Modèle de croissance néoclassique avec risques	de 1,75 à 2,75	de 2,25 à 3,25
Modèle de forme réduite	de 2,0 à 2,5	de 2,25 à 3,0
Modèle à générations imbriquées	de 2,25 à 3,0	de 2,5 à 3,25
Évaluation globale	de 1,75 à 2,75	de 2,25 à 3,25

⁸ Pour en savoir plus sur les approches utilisées pour estimer le taux neutre au Canada, voir D. Matveev, J. Mc Donald-Guimond et R. Sekkel, *Le taux neutre au Canada : mise à jour de 2020*, note analytique du personnel n° 2020-24, Banque du Canada (octobre 2020).

⁹ Pour des précisions, voir D. Brouillette, J. Champagne et J. Mc Donald-Guimond, *Production potentielle au Canada : réévaluation de 2020*, note analytique du personnel n° 2020-25, Banque du Canada (octobre 2020).

Parce que le Canada est une petite économie ouverte, son taux d'intérêt neutre est aussi étroitement lié à des facteurs extérieurs. La Banque continue de se servir d'une estimation du taux neutre américain comme mesure de substitution du taux neutre mondial. Elle estime que le taux nominal neutre aux États-Unis se situe dans une fourchette allant de 1,75 à 2,75 %, soit 50 points de base de moins que celle publiée lors de la mise à jour d'avril 2019. Cette révision à la baisse reflète l'évaluation selon laquelle la pression à la hausse exercée par l'émission accrue de titres d'État est plus que compensée par les effets négatifs combinés d'une croissance potentielle moindre, d'une plus grande inégalité et d'une plus forte demande d'actifs sûrs libellés en dollars américains¹⁰.

Comme dans les évaluations précédentes du taux neutre, les fourchettes des taux canadien et mondial sont des fourchettes méthodologiques établies en jumelant les fourchettes les plus probables provenant de différentes approches. Bien que ces fourchettes reflètent la sensibilité des estimations aux différentes valeurs des paramètres clés et d'autres facteurs, elles ne tiennent pas compte de toutes les sources d'incertitude. Puisque la pandémie est toujours en cours, les estimations de cette année pour le taux neutre seront plus susceptibles que d'habitude d'être révisées, à mesure que l'on en saura davantage sur les impacts économiques à moyen et à long terme de la COVID-19.

¹⁰ Pour en savoir plus, voir J. Bootsma, T. J. Carter, X. S. Chen, C. Hajzler et A. Toktamyssov, *2020 US Neutral Rate Assessment*, document d'analyse du personnel, Banque du Canada (à paraître).