BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Avril 2020 –

> *« Ce rapport fera état de la façon dont nous avons mené la politique monétaire, et sera utile à ceux qui souhaitent être plus éclairés sur la politique monétaire quand vient le moment de prendre des décisions de nature économique. »*
>
> *— M. Gordon Thiessen, ancien gouverneur de la Banque du Canada*

Le 30 mars 1995, le gouverneur de la Banque du Canada, Gordon Thiessen, prononçait la conférence HERMES-Glendon, intitulée *L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada*. Le gouverneur Thiessen faisait alors valoir que « l'incertitude, compte tenu de son ampleur, mérite une attention beaucoup plus grande que celle qu'on lui accorde généralement ».

Il annonçait également que la Banque du Canada ferait paraître une publication semestrielle, le *Rapport sur la politique monétaire*, à compter de mai 1995. Ce rapport faisait partie d'un ensemble d'efforts visant à « réduire une forme d'incertitude en particulier – soit celle qui peut entourer le comportement de la Banque – avec pour objectif l'amélioration du fonctionnement des marchés monétaires et, de façon plus générale, de l'économie ».

« Ce rapport fera état de la façon dont nous avons mené la politique monétaire, et sera utile à ceux qui souhaitent être plus éclairés sur la politique monétaire quand vient le moment de prendre des décisions de nature économique », avait-il déclaré simplement.

Dans l'introduction de la première livraison du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque écrivait : « La politique monétaire menée au Canada a pour objet ultime de favoriser la bonne tenue générale de l'économie. Et c'est en maintenant la confiance dans la valeur de la monnaie par l'entremise de la stabilité des prix qu'elle peut contribuer à la réalisation de cet objectif. »

Vingt-cinq ans plus tard, malgré l'incertitude sans précédent que nous vivons aujourd'hui, l'engagement de la Banque envers cet objectif simple n'a pas faibli. Et le *Rapport sur la politique monétaire* reste fidèle à son objectif, même dans les périodes les plus difficiles.

Pour commémorer le 25e anniversaire du lancement du *Rapport sur la politique monétaire*, nous avons reproduit la couverture originale de mai 1995, qui arborait le premier dollar en argent du Canada, frappé en 1935, dont le motif évocateur est l'œuvre du sculpteur Emanuel Hahn.

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2020

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

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

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

Le suivi de l'inflation

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

---

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

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

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

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

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

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

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

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2020

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

Table des matières

Vue d'ensemble 1

L'économie mondiale 3

- L'activité s'est fortement et soudainement contractée 3
- Le moment de la reprise variera selon les régions 4
- Le système financier mondial est sous tension extrême 5
- Les prix des produits de base ont chuté abruptement, surtout ceux du pétrole 7

L'économie canadienne 9

- La COVID-19 et l'effondrement des cours pétroliers ont un impact sans précédent sur l'économie 9
- Les autorités ont réagi aux tensions économiques et financières extrêmes avec des mesures exceptionnelles 13
- À mesure que les restrictions seront levées, l'économie reprendra 16
- Les perspectives pour l'activité économique au Canada sont très incertaines 17
- La faiblesse des perspectives économiques pèsera sur l'inflation 21
- Les conséquences pour la politique monétaire 23

Vue d'ensemble

La pandémie de COVID-19 représente une menace extrêmement grave pour la santé et le bien-être des populations du monde entier. Elle a déjà eu des conséquences tragiques pour des milliers de personnes. Les mesures nécessaires pour limiter la propagation du virus ont paralysé ou réduit une grande partie de l'activité économique. Cette forte contraction de l'activité a engendré une précarité généralisée sous l'effet de pertes d'emplois et de la baisse importante des revenus des entreprises. Une part substantielle de l'activité économique sera affaiblie tant que la pandémie ne sera pas maîtrisée.

Ces effets soudains ont provoqué une onde de choc sur les marchés financiers, et se traduisent par une ruée généralisée vers les valeurs sûres, une réévaluation marquée des actifs risqués et le fonctionnement déficient de bon nombre de marchés. La baisse des prix des produits de base, surtout la chute des cours mondiaux du pétrole, pèse aussi lourdement sur l'économie canadienne.

Face à ces chocs économiques et financiers défavorables d'une ampleur sans précédent, l'incertitude entourant les perspectives est exceptionnellement élevée. Les économies mondiale et canadienne devraient se redresser lorsque l'urgence médicale prendra fin, mais le moment et la vigueur du redressement dépendront fortement de l'évolution de la pandémie et des mesures à prendre pour la contenir. Le redressement dépendra aussi de la réaction des ménages et des entreprises à la situation. Or ces facteurs sont impossibles à prévoir avec certitude.

Dans le contexte actuel, il est essentiel de prendre des initiatives fermes en temps utile et de communiquer clairement. Partout dans le monde, les autorités ont rapidement déployé des mesures vigoureuses pour atténuer les séquelles économiques. Les gouvernements ont annoncé de vastes programmes budgétaires pour soutenir la lutte contre la pandémie et permettre aux ménages et aux entreprises de traverser cette période de ralentissement économique. Les banques centrales ont, quant à elles, pris des dispositions pour soutenir le fonctionnement des marchés financiers essentiels et fournir des liquidités aux institutions financières : elles ont notamment procédé à des achats massifs d'actifs et nettement réduit les taux d'intérêt. Ces dispositions ont contribué à pallier les problèmes de liquidité immédiats à l'échelle du globe, mais les conditions du crédit demeureront probablement tendues pendant un certain temps du fait de

l'incertitude accrue et des inquiétudes quant au risque de crédit. Toutefois, les mesures budgétaires, monétaires et financières énergiques jettent les bases d'une reprise économique durable qui se concrétisera à mesure que le virus s'estompera et que les autorités assoupliront les restrictions.

Compte tenu de la rapidité avec laquelle le contexte évolue et le degré élevé d'incertitude, la Banque du Canada a décidé de s'éloigner du format habituel du *Rapport sur la politique monétaire*. Ainsi, cette livraison spéciale se penche sur les principales évolutions de la situation internationale au vu de la crise de la COVID-19 au lieu d'offrir un tour d'horizon complet des données économiques récentes. L'accent est mis sur l'évaluation de l'ensemble des conséquences économiques de la pandémie pour le Canada et sur la détermination des canaux à travers lesquels celle-ci frappera vraisemblablement l'économie. De plus, étant donné l'incertitude entourant les perspectives, la Banque a décidé de ne pas présenter de scénario de référence dans cette livraison. Par conséquent, les tableaux standard qu'elle inclut en temps normal pour ventiler la projection de la croissance de l'économie mondiale et la contribution à la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) réel du Canada sont aussi exclus du *Rapport*. En outre, les mises à jour des estimations de la croissance de la production potentielle et du taux directeur nominal neutre, qui sont généralement exposées en avril, sont reportées à octobre.

Cette livraison du *Rapport* présente donc une analyse des facteurs susceptibles de favoriser ou d'entraver la reprise. On y traite aussi du déroulement possible de la reprise, le moment venu, et de l'incidence que les mesures adoptées pourraient avoir sur elle. Étant donné la forte incertitude quant à la trajectoire du virus ainsi qu'à la durée et à la portée des efforts déployés pour l'endiguer, des scénarios sont utilisés pour illustrer un éventail de possibilités.

L'économie mondiale

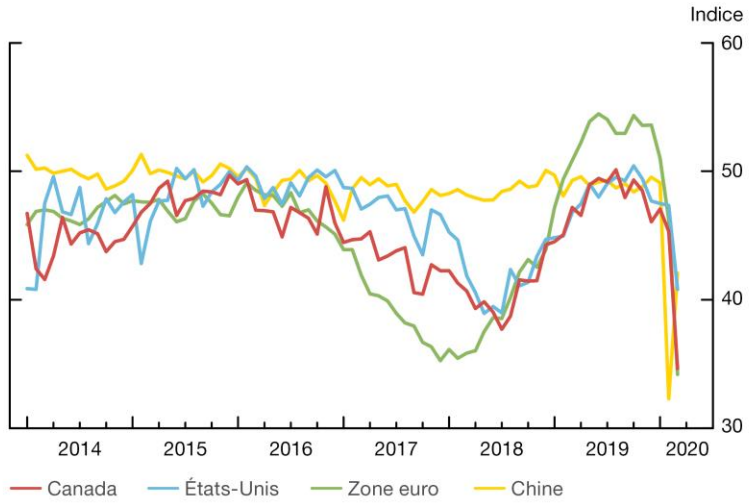
L'activité s'est fortement et soudainement contractée

La COVID-19 a commencé à perturber l'activité économique mondiale au moment même où la croissance se stabilisait. Dans les mois précédant l'éclosion de la maladie, la première phase de l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine avait suscité un optimisme modéré. Les données d'enquêtes semblaient indiquer une amélioration de la croissance des secteurs manufacturiers américain et chinois. Soutenu par la vigueur des marchés du travail, le secteur des services progressait à un bon rythme partout dans le monde.

Les mesures qu'il a fallu prendre pour maîtriser la propagation de la COVID-19 ont provoqué une forte réduction de l'activité économique. La fermeture soudaine de nombreuses entreprises et l'effondrement des échanges commerciaux ont profondément perturbé les chaînes d'approvisionnement mondiales (**graphique 1**). Il en est résulté une augmentation sans précédent du chômage qui a contribué à une chute des revenus.

Graphique 1 : La COVID-19 perturbe l'approvisionnement à l'échelle mondiale

Délai de livraison des fournisseurs selon l'indice PMI, données mensuelles



Nota : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est un indice de diffusion de la conjoncture sectorielle. Un indice supérieur (inférieur) à 50 indique des livraisons plus rapides (plus lentes) par rapport au mois précédent.

Source : IHS Markit via Haver Analytics

Dernière observation : mars 2020

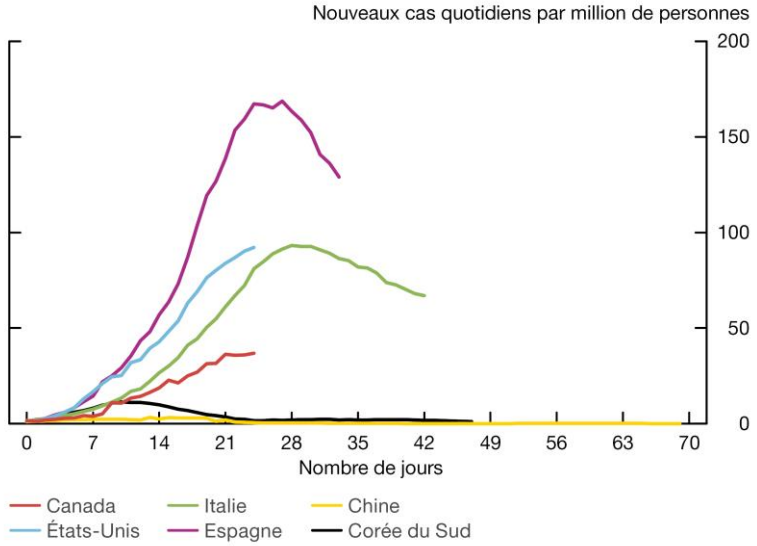
Celle-ci, combinée à un endettement élevé et à l'érosion brutale de la confiance des entreprises et des ménages, pèse lourdement sur un large éventail d'activités économiques. Une forte contraction de l'économie mondiale au premier semestre de 2020 est donc inévitable.

Le moment de la reprise variera selon les régions

La COVID-19 s'est répandue au fil du temps dans le monde, et les pays ne sont pas tous au même stade d'évolution de la maladie (**graphique 2**). C'est pourquoi on ne s'attend pas à une reprise simultanée dans les différentes régions. Compte tenu de ce processus asynchrone, la reprise mondiale sera vraisemblablement progressive.

Graphique 2 : L'intensité de la pandémie de COVID-19 diffère selon les pays

Moyenne mobile sur sept jours



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

Sources : Organisation mondiale de la santé via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 10 avril 2020

En Chine, premier pays touché par la COVID-19, la propagation du virus avait nettement ralenti au début de mars grâce à l'adoption de mesures strictes pour en venir à bout. La Chine a depuis assoupli certaines de ces mesures, et l'activité économique s'améliore. Le virus se propage toujours en Europe, en Amérique du Nord et dans de nombreuses autres régions. Le moment de la reprise dans les différents pays variera selon la gravité de la situation sanitaire et les mesures adoptées pour mater le virus.

Dans tous les pays, on s'attend à une reprise partielle de l'activité lorsque les mesures visant à maîtriser le virus se seront assouplies, mais une reprise complète prendra du temps. Les entreprises reprendront leurs activités par étapes et les gens retourneront progressivement au travail. Cependant, la perte de revenus et de confiance devrait freiner le redémarrage de

l'économie. Dans les secteurs producteurs de biens, les chaînes de production ne fonctionneront probablement pas au maximum de leur capacité pendant un certain temps en raison des perturbations des chaînes d'approvisionnement. De la même façon, on s'attend à ce que le volume des échanges mondiaux reste faible jusqu'à ce que la propagation de la COVID-19 soit maîtrisée à l'échelle mondiale. La remontée de nombreux secteurs des services – en particulier ceux des voyages, du tourisme et du divertissement – pourrait être ralentie par des inquiétudes persistantes concernant les activités impliquant une grande concentration de personnes.

La reprise amorcée en Chine sera étudiée de près pour savoir à quoi s'attendre dans les autres régions. La récente réouverture d'usines devrait conduire à une relance de la production industrielle chinoise au deuxième trimestre. Cependant, si la circulation routière et l'utilisation du métro reprennent les jours ouvrables, elles sont à des niveaux bien inférieurs à la normale les fins de semaine. Cela donne à penser que les ménages font encore preuve de prudence.

Les mesures que sont en train de prendre les autorités du monde entier auront une grande influence sur le rythme et la durabilité de la reprise mondiale. Ces mesures varient d'un pays à l'autre, mais elles ont toutes pour objectifs d'aider les ménages et les entreprises à survivre à la pandémie et de réduire au minimum les effets néfastes à long terme sur l'économie nationale[1].

Le système financier mondial est sous tension extrême

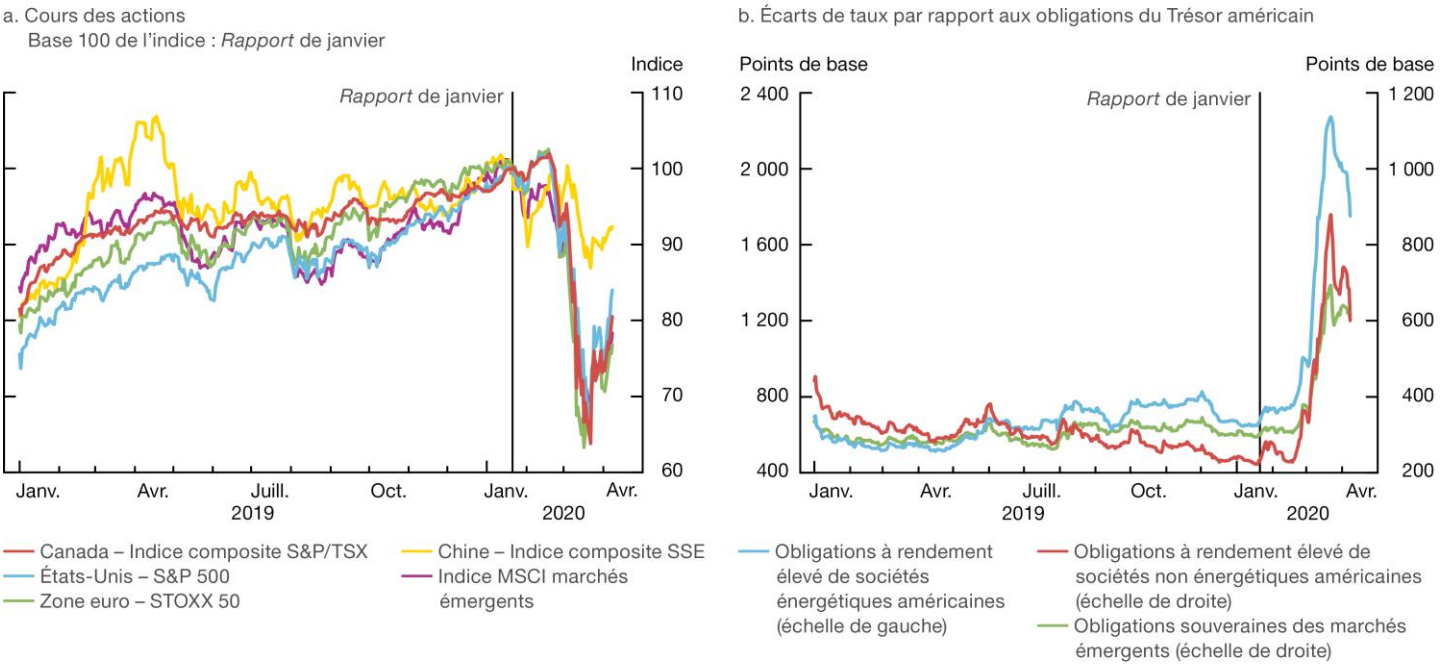
La perspective d'une forte contraction de la croissance mondiale a incité les investisseurs à vendre les actifs à risque et à n'acheter que les instruments financiers les plus sûrs ou à accroître les réserves de liquidités. La volatilité a atteint de très hauts niveaux et on a observé des signes de tension sur les marchés de financement essentiels. Les fonds d'investissement enregistrent d'importantes sorties de capitaux, surtout les fonds d'actions et ceux qui détiennent des titres des marchés émergents et des obligations de sociétés. De plus, la pression qui s'exerce sur les marchés internationaux du financement en dollars américains s'est accrue. Cela a contribué à une forte baisse des cours des actions, gêné le fonctionnement de nombreux marchés financiers et creusé les écarts de crédit sur les titres de sociétés et les titres des marchés émergents (**graphique 3**). Si le resserrement des conditions d'emprunt des entreprises est généralisé, il est particulièrement marqué dans le secteur énergétique nord-américain en raison de la chute brutale des prix du pétrole. Un resserrement persistant

1 Pour consulter une liste complète des mesures prises par les autorités à l'échelle du globe, voir la page intitulée *Policy Responses to COVID-19* sur le site Web du Fonds monétaire international.

pourrait considérablement ralentir la reprise des activités des entreprises fortement endettées et des pays émergents vulnérables, même lorsque la COVID-19 aura été maîtrisée.

Graphique 3 : Les conditions financières se sont détériorées soudainement

Données quotidiennes



Nota : Les écarts de taux correspondent à la différence (corrigée en fonction des clauses optionnelles) entre les rendements des obligations libellées en dollars américains et ceux des obligations du Trésor américain.

Sources : Bloomberg L.P., Bank of America Merrill Lynch et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 9 avril 2020

La recherche d'actifs sûrs, principalement libellés en dollars américains, a entraîné une chute marquée des rendements des obligations d'État de nombreux pays et l'appréciation du billet vert par rapport à d'autres monnaies, dont le dollar canadien. Le recul des prix des produits de base a aussi contribué à la dépréciation de la monnaie canadienne.

Pour atténuer les tensions perturbant le fonctionnement des marchés, accroître la liquidité des marchés de financement essentiels et aider à maintenir les flux de crédit, les banques centrales ont pris des mesures d'une ampleur sans précédent à une vitesse inédite. Ces mesures visent notamment à diminuer les coûts du financement à court terme, par exemple en élargissant le programme d'opérations de prise en pension et la gamme de titres pouvant être donnés en garantie. Elles visent aussi à réduire la pression sur les coûts de financement à long terme par l'achat massif d'obligations d'État. À cela s'ajoutent des programmes ciblés d'achats d'actifs. De plus, les grandes banques centrales, dont la Banque du Canada, ont pris des mesures concertées pour améliorer davantage l'octroi de liquidités en étendant les accords permanents de swap en dollars américains.

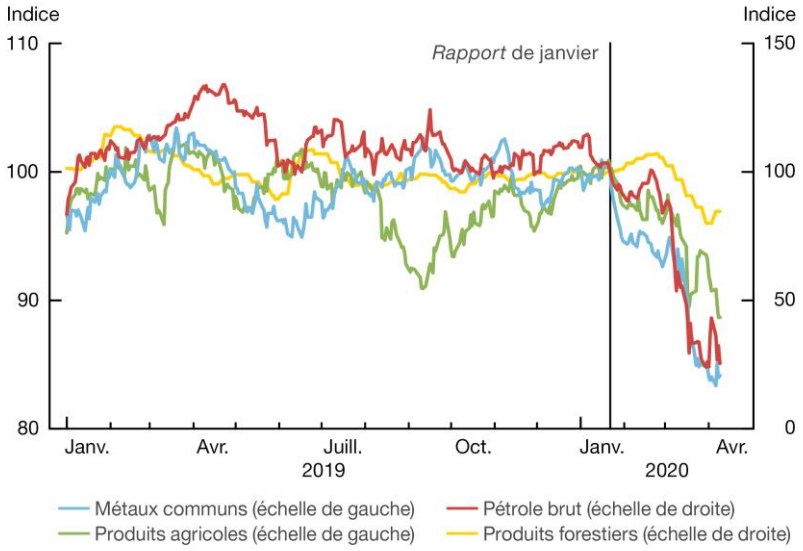
Les prix des produits de base ont chuté abruptement, surtout ceux du pétrole

La dégradation des perspectives de croissance mondiale a entraîné une forte baisse des prix des produits de base. Les produits de base énergétiques sont les plus durement touchés. Les prix des métaux communs et des produits forestiers et agricoles ont aussi nettement reculé (**graphique 4**).

Les cours mondiaux du pétrole brut ont chuté de 50 à 60 % depuis la mi-janvier. Cette chute des cours tient principalement aux réductions observées ou attendues de la consommation de pétrole en raison des effets négatifs de la COVID-19 sur l'activité économique mondiale. La concurrence que se livrent les producteurs de pétrole pour accroître leur part du marché, probablement mue par l'effondrement de la demande, y a aussi contribué. Au début mars, les grands producteurs de pétrole avaient annoncé leur intention d'augmenter l'offre de façon importante après que les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et certains autres producteurs de pétrole hors OPEP n'ont pas réussi à s'entendre pour prolonger les limites de production. Toutefois, au moment de la rédaction du présent rapport, ces producteurs s'étaient entendus pour réduire l'offre d'environ dix millions de barils par jour en mai et en juin par rapport aux niveaux de production d'octobre 2018.

Graphique 4 : Les prix des produits de base ont chuté abruptement

Base 100 de l'indice : *Rapport* de janvier, données quotidiennes



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 9 avril 2020

Les cours du pétrole devraient augmenter à mesure que se normaliseront l'activité économique et la consommation de pétrole à l'échelle mondiale. Le redressement des prix devrait par contre se faire graduellement, puisqu'on s'attend à ce que les stocks demeurent élevés pendant un

certain temps. Plus particulièrement, les prix pourraient rester bas si la demande de pétrole des transporteurs aériens persiste à se maintenir sous son niveau d'avant la pandémie. Ils pourraient suivre une trajectoire plus élevée si les producteurs soumis à des pressions financières devaient réduire l'offre de façon notable.

Le cours du Western Canadian Select (WCS) a aussi connu une chute brutale, s'établissant à près de 90 % de moins qu'en janvier. L'écart entre les cours du West Texas Intermediate et du WCS s'est resserré pour s'établir à moins de 15 $ US le baril en mars, puis s'est élargi plus récemment. L'augmentation des capacités pipelinières, conjuguée à l'anticipation d'une faible croissance de l'offre dans le contexte actuel de bas prix, devrait atténuer les contraintes de transport[2].

2 Des projets d'amélioration de la capacité pipelinière ont été achevés ces derniers mois, dont la mise en service complète de la partie canadienne de la canalisation 3 d'Enbridge et l'optimisation de son réseau principal.

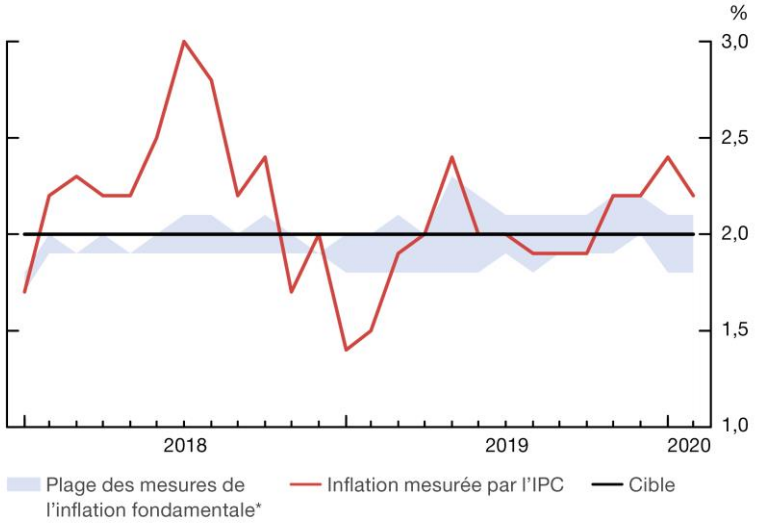
L'économie canadienne

La COVID-19 et l'effondrement des cours pétroliers ont un impact sans précédent sur l'économie

Avant que la COVID-19 ne frappe le Canada, l'économie tournait près de son potentiel depuis presque deux ans, et l'inflation se trouvait à la cible (**graphique 5**). Le marché du travail était vigoureux : le chômage était bas et le rythme des hausses salariales s'accélérait. Même si les régions où le secteur de l'énergie est très présent connaissaient des défis et que l'endettement des ménages était élevé, l'activité économique reposait somme toute sur des bases relativement solides. Cette résilience sous-jacente aidera à soutenir l'économie canadienne durant cette période difficile et la reprise qui suivra.

Graphique 5 : L'IPC et les mesures de l'inflation fondamentale ont avoisiné 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



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

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

Dernière observation : février 2020

L'économie canadienne est maintenant confrontée à deux grands chocs interreliés.

Premièrement, la pandémie de COVID-19 a un effet considérable sur l'activité économique et l'emploi. Les incidences économiques à court terme au Canada tiennent surtout aux mesures que mettent en œuvre les autorités

pour maîtriser la propagation du virus. Comme dans d'autres pays, une grande partie de l'activité économique a cessé au Canada, ce qui a causé un repli soudain et marqué de l'offre (p. ex., par la fermeture d'entreprises) et de la demande (p. ex., par le confinement des consommateurs chez eux), ainsi que du revenu des ménages et des entreprises. L'incertitude quant à la durée et à la gravité de l'épidémie influence les décisions de dépenses des ménages et des entreprises. De plus, l'activité étrangère fortement déprimée fait diminuer les exportations et les investissements canadiens, ainsi que les termes de l'échange du pays, par la baisse des prix des produits de base.

Deuxièmement, aux incidences directes de la pandémie de COVID-19 s'ajoute la chute des prix mondiaux du pétrole, qui pèsera lourdement sur l'économie canadienne. En particulier, cette chute récente a fait subir un revers majeur au secteur pétrolier et gazier. La production et les investissements dans ce secteur ont nettement diminué; ils resteront bas et pourraient se détériorer davantage si les prix se maintiennent bien en deçà des niveaux observés plus tôt cette année (**graphique 6**)[3].

Les effets de la COVID-19, conjugués à ceux de la chute des prix du pétrole, ont incité les entreprises à réduire le nombre d'heures travaillées et leurs effectifs à un rythme sans précédent, et à diminuer leurs investissements, ce qui entraîne une baisse du revenu et des dépenses des ménages qui se renforce elle-même (**graphique 7**). En mars, plus de un million d'emplois ont été perdus au pays et au-delà de deux millions de travailleurs ont indiqué qu'ils effectuent moins d'heures que d'habitude ou pas du tout. En raison de la réduction du nombre d'heures travaillées et de la productivité, les capacités dans l'économie canadienne reculeront nettement et pourraient ne se redresser que graduellement. Les effets de ces deux chocs et l'incertitude qui en découle ont provoqué une chute marquée de la confiance des consommateurs et des entreprises, et affaibli la demande privée (**graphique 8**)[4].

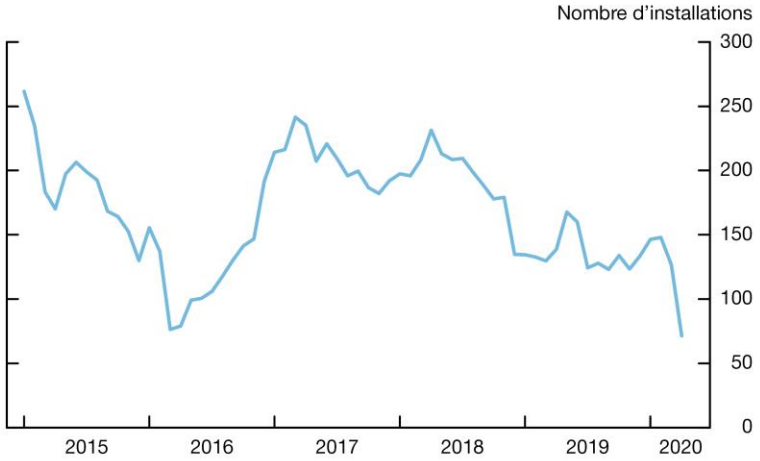
---

3 Les consultations menées auprès d'acteurs de l'industrie en mars 2020 et résumées dans l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* du printemps indiquent que les investissements dans le secteur pétrolier et gazier vont nettement diminuer. Les estimations de la production et de l'emploi ont été revues à la baisse, et de nombreuses entreprises sont confrontées à un durcissement des conditions financières.

4 Par exemple, les entreprises axées sur la consommation consultées en mars 2020 par les bureaux régionaux de la Banque faisaient état d'un effondrement de leurs ventes. Pour en savoir plus, consultez l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* du printemps.

Graphique 6 : La baisse des activités de forage laisse présager un recul des investissements dans le secteur pétrolier et gazier

Nombre total d'installations, données mensuelles



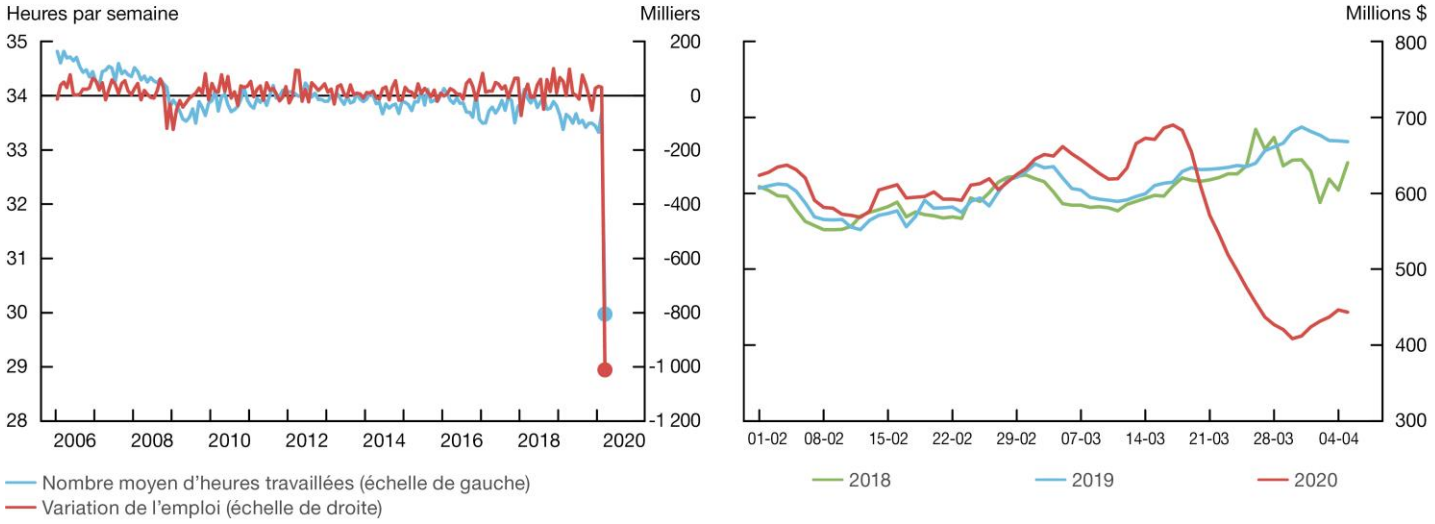
Nota : Les données sur le nombre total d'installations de forage ont été désaisonnalisées par la Banque du Canada. Les chiffres d'avril se fondent sur les données de la deuxième semaine du mois.

Sources : Baker Hughes et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : avril 2020

Graphique 7 : Les entreprises réduisent les heures de travail et font des mises à pied à un rythme jamais vu, tandis que les dépenses des ménages diminuent

a. Données mensuelles*

b. Valeur totale des transactions Débit *Interac*, moyenne mobile sur sept jours, données quotidiennes†



* Les points bleu et rouge représentent les valeurs de mars 2020 pour, respectivement, le nombre moyen d'heures travaillées et la variation de l'emploi.

† Débit *Interac* est le réseau utilisé dans la plupart des transactions par carte de débit dans les points de vente canadiens. C'est un réseau distinct de ceux utilisés pour les virements électroniques, les retraits aux guichets automatiques et les autres produits *Interac*.

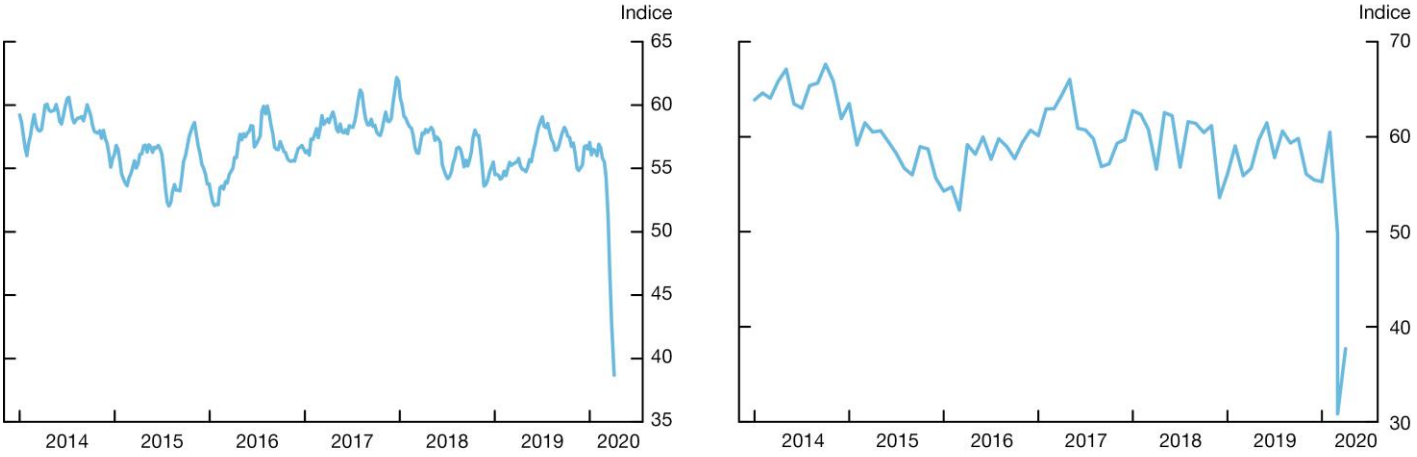
Sources : Statistique Canada, Interac Corp. et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : emploi et nombre moyen d'heures travaillées, mars 2020; transactions Débit *Interac*, 5 avril 2020

Graphique 8 : La confiance s'est considérablement affaiblie, chez les ménages comme chez les entreprises

a. Indice de confiance canadienne Bloomberg Nanos, données hebdomadaires

b. Baromètre des affaires de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, données mensuelles*



* Depuis mars 2020, la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) publie les données toutes les deux semaines.

Sources : Nanos Research Corporation et FCEI

Dernières observations : Indice de confiance canadienne Bloomberg Nanos, semaine se terminant le 10 avril 2020; baromètre des affaires de la FCEI, première moitié d'avril 2020

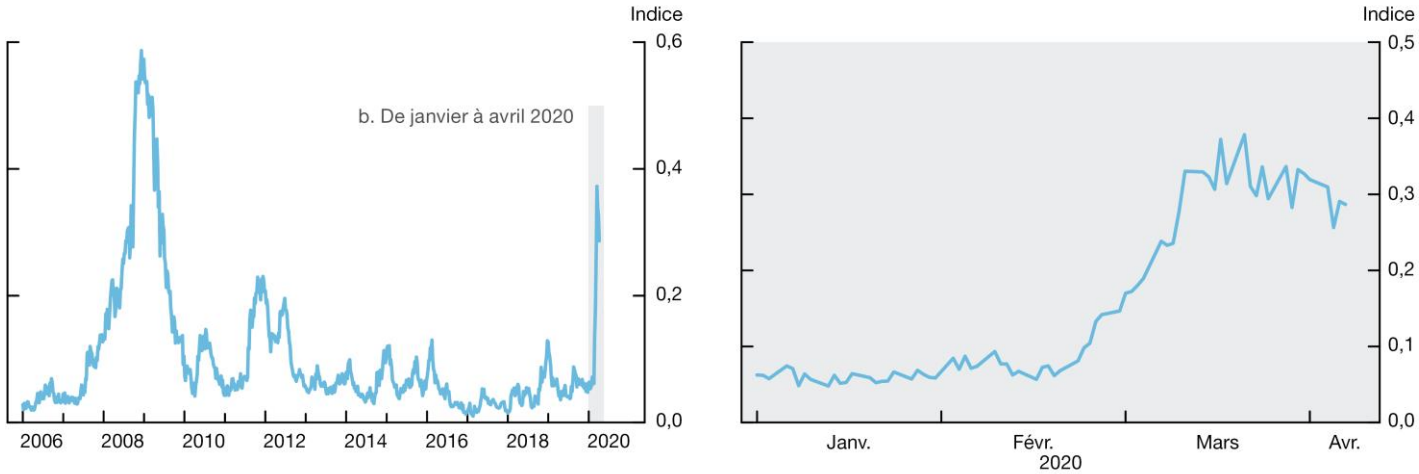
La richesse des ménages a diminué, en partie sous l'effet du fort repli des prix des actions. Cette situation va probablement inciter les consommateurs à augmenter leur épargne de précaution et à restreindre leurs dépenses. Le système financier canadien demeure résilient, bien que la volatilité des marchés et les tensions financières accrues aient mis les institutions et les marchés financiers sous pression alors que les ménages et les entreprises se tournent vers leurs marges de crédit (**graphique 9**).

Graphique 9 : Les tensions sur le système financier ont atteint un pic, mais se sont relâchées sous l'effet des récentes mesures des autorités

Indice des tensions financières au Canada

a. De janvier 2006 à avril 2020, données hebdomadaires

b. De janvier à avril 2020, données quotidiennes



Nota : La méthodologie de l'indice des tensions financières au Canada est inspirée de T. Duprey, B. Klaus et T. Peltonen (2017). « Dating Systemic Financial Stress Episodes in the EU Countries », *Journal of Financial Stability*, vol. 32, octobre, p. 30-56.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 9 avril 2020

Les institutions financières ont lancé des programmes pour aider leurs clients à faire face aux défis auxquels ils sont confrontés en raison de la COVID-19. Ces programmes comportent notamment des engagements à faire preuve de plus de souplesse et des reports de paiements sur les prêts hypothécaires, les cartes de crédit et les marges de crédit. De plus, les nombreuses mesures prises rapidement par la Banque du Canada pour accroître la liquidité visent à maintenir les canaux du crédit ouverts (**tableau 1**).

Malgré toutes les mesures mises en place par les pouvoirs publics, la COVID-19 aura, à court terme, des effets négatifs importants sur l'offre et la demande globales, qui sont amplifiés par le choc des prix du pétrole. La Banque s'est servie d'une analyse de scénarios pour estimer que le niveau du PIB réel au premier et au deuxième trimestre de 2020 sera, respectivement, d'environ 1 à 3 % et 15 à 30 % inférieur à celui du quatrième trimestre de 2019. En dépit de la grande incertitude qui les entoure, ces estimations donnent à penser que le ralentissement à court terme sera le plus prononcé jamais enregistré.

Dans les mois à venir, les effets directs et indirects de la COVID-19 pèseront lourdement sur l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), qui devrait chuter pour avoisiner 0 % au deuxième trimestre de 2020. Le prix de certains articles va augmenter à court terme au Canada, étant donné les pressions à la hausse des contraintes d'offre et les répercussions de la dépréciation du dollar canadien. Cependant, la baisse des prix de l'essence et les effets de la diminution de la demande devraient l'emporter globalement dans la mesure de l'inflation.

Les autorités ont réagi aux tensions économiques et financières extrêmes avec des mesures exceptionnelles

La gravité des chocs actuels a exigé une réaction énergique de la part des autorités. Un ensemble de mesures complémentaires de politiques budgétaire, monétaire et financière a été mis en place pour aider à compenser les pertes de revenu, à accroître l'accès au crédit et à abaisser le coût du service de la dette (**tableau 1**)[5]. En plus des dépenses destinées au secteur de la santé pour combattre la COVID-19, les gouvernements fédéral et provinciaux ont annoncé des aides directes pour les ménages et les entreprises. Il s'agit entre autres de la Prestation canadienne d'urgence et de la

5 Dans le contexte de la COVID-19, les objectifs à court terme de la politique économique sont différents de ceux poursuivis d'ordinaire en période de ralentissement économique. Comme le recul actuel de l'activité est en grande partie dû aux efforts nécessaires pour limiter la propagation de la COVID-19, la politique budgétaire a surtout visé à pallier la perte temporaire de revenu que subissent beaucoup de ménages et d'entreprises. Les autres politiques, y compris celles de la Banque du Canada, visent aussi à ce que ces ménages et entreprises aient accès à un crédit à faible coût.

Subvention salariale d'urgence du Canada[6]. Les deux ordres de gouvernement ont aussi introduit des reports de paiements, de taxes et d'impôts qui laisseront plus de 120 milliards de dollars entre les mains des ménages et des entreprises durant cette période difficile. Tout compte fait, ces mesures devraient permettre de remplacer une bonne partie du revenu perdu par les travailleurs des secteurs les plus touchés et d'alléger nettement les pressions sur les finances.

Les politiques budgétaires se distinguent par le fait qu'elles sont élastiques : elles sont conçues pour s'ajuster selon l'importance de l'impact sur l'emploi et l'activité économique. Cette souplesse supplémentaire devrait accroître l'assurance des ménages qu'ils continueront de bénéficier du soutien nécessaire pour faire face au coût de la vie au quotidien. Grâce au programme de subvention salariale, certaines entreprises pourront être en mesure de rester ouvertes, quoiqu'en réduisant leurs activités. De plus, ce programme apaisera un peu les inquiétudes en permettant aux travailleurs qui en bénéficient de conserver leur lien avec leur employeur et de savoir qu'ils seront en meilleure posture pour reprendre le travail plus tard même s'ils n'effectuent pas leurs heures normales actuellement.

Par ailleurs, le gouvernement fédéral soutient les petites et moyennes entreprises grâce à des programmes de prêts offerts par Exportation et développement Canada, la Banque de développement du Canada et les institutions financières. En outre, les mesures initiales prises par le Bureau du surintendant des institutions financières ont permis de rehausser la capacité de crédit des banques en abaissant la réserve de stabilité intérieure de 1,25 point de pourcentage pour l'établir à 1 % des actifs pondérés en fonction des risques. Pour sa part, la Société canadienne d'hypothèques et de logement offre une nouvelle option de financement pour les prêts hypothécaires, par l'entremise du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés.

Les actions de la Banque ont pour objectif d'empêcher une perturbation des flux de crédit afin d'aider les ménages et les entreprises à avoir accès au crédit dont ils ont besoin pendant le ralentissement. La Banque a mis en place plusieurs programmes et mécanismes qui favorisent le fonctionnement des principaux marchés et fournissent des liquidités aux institutions financières. Elle a également abaissé son taux directeur de 150 points de base[7]. Ces actions visant à soutenir l'économie et le système financier s'ajoutent aux mesures prises par les autorités budgétaires pour éviter des effets beaucoup plus graves sur l'économie pendant la période de confinement et faciliter la reprise qui suivra.

---

6 La Subvention salariale d'urgence du Canada consiste en une subvention salariale d'un maximum de 75 % versée durant une période maximale de douze semaines pour encourager les employeurs à réembaucher les travailleurs touchés et à prévenir de nouvelles pertes d'emploi. Pour les travailleurs qui ont perdu leur revenu en raison de la COVID-19, la Prestation canadienne d'urgence offre une prestation imposable de 2 000 dollars par mois d'une durée maximale de quatre mois.

7 On trouvera sur le site Web de la Banque une description des diverses mesures qu'elle a prises face à la COVID-19.

Tableau 1 : Résumé des principaux moyens d'action*

Mesures budgétaires pour soutenir les ménages et les entreprises

Gouvernement du Canada† :

- Augmentation de l'Allocation canadienne pour enfants pour l'année de prestations 2019-2020
- Versement d'un crédit exceptionnel pour la taxe sur les produits et services
- Instauration de la Prestation canadienne d'urgence et du Fonds de soutien aux communautés autochtones
- Lancement du Compte d'urgence pour les entreprises canadiennes
- Mise en place de la Subvention salariale d'urgence du Canada
- Prolongation de la durée maximale des ententes du Programme de travail partagé
- Établissement du Programme de crédit aux entreprises par l'intermédiaire de la Banque de développement du Canada et d'Exportation et développement Canada
- Augmentation de la capacité de prêt de Financement agricole Canada
- Report des paiements de l'impôt sur le revenu dû par les entreprises et les particuliers (au 1er septembre 2020) et des versements de la taxe de vente et des droits de douane (au 30 juin 2020)
- Réduction du retrait minimal des fonds enregistrés de revenu de retraite
- Application de mesures provisoires visant à améliorer le programme d'Emplois d'été Canada
- Suspension pendant six mois du remboursement des prêts octroyés par le Centre de service national de prêts aux étudiants, sans cumul d'intérêts

Gouvernements provinciaux et territoriaux et administrations municipales :

- Octroi de prestations, de remises et de subventions aux entreprises, aux ménages et aux organismes communautaires
- Report des échéances de paiement des taxes et de remboursement des prêts étudiants et des intérêts applicables

Mesures financières pour soutenir l'offre de crédit

Bureau du surintendant des institutions financières‡ :

- Abaissement de la réserve pour stabilité intérieure à 1,0 % des actifs pondérés en fonction des risques (baisse de 1,25 point de pourcentage)
- Instauration de nouvelles mesures d'assouplissement réglementaire destinées aux institutions financières fédérales

Gouvernement du Canada :

- Lancement du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés par l'intermédiaire de la Société canadienne d'hypothèques et de logement

Mesures de la Banque du Canada pour soutenir l'économie et le système financier§

Politique monétaire :

- Abaissement du taux cible du financement à un jour à la valeur plancher de 0,25 % (baisse cumulative de 150 points de base)

Aide au fonctionnement des marchés financiers clés :

- Lancement de la facilité d'achat des acceptations bancaires
- Instauration d'un programme d'acquisition d'Obligations hypothécaires du Canada sur le marché secondaire
- Établissement du Programme d'achat de titres provinciaux sur les marchés monétaires
- Mise sur pied du Programme d'achat de papier commercial
- Lancement d'un programme d'acquisition de titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire (achats visant des titres de toute la courbe de rendement, pour au moins 5 milliards de dollars par semaine)
- Amélioration des opérations de prise en pension à plus d'un jour
- Activation du mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour

Apport de liquidités aux institutions financières individuelles :

- Concertation avec des autorités publiques à l'échelle internationale pour répondre aux besoins de liquidités en dollars américains et annonce d'un mécanisme de prise en pension à plus d'un jour en dollars américains de nature conditionnelle, qui pourrait être activé si nécessaire
- Lancement du mécanisme permanent d'octroi de liquidités à plus d'un jour

* Ce tableau récapitule les principaux moyens d'action qui ont été mobilisés en date du 13 avril 2020.

† Pour de plus amples renseignements sur les actions du gouvernement du Canada, consulter la page Plan d'intervention économique du Canada pour répondre à la COVID-19.

‡ Pour de plus amples renseignements, voir les mesures pour renforcer la résilience des institutions financières qui ont été adoptées par le Bureau du surintendant des institutions financières.

§ Pour des précisions sur les actions de la Banque du Canada, consulter la page COVID-19 : Mesures visant à soutenir l'économie et le système financier.

À mesure que les restrictions seront levées, l'économie reprendra

La reprise de l'économie canadienne s'amorcera lorsque les incidences de la COVID-19 sur la santé s'estomperont, que les entreprises commenceront à rouvrir et à redémarrer leurs activités, et que la vie normale reprendra peu à peu son cours.

La reprise sera soutenue par plusieurs canaux. Lorsque les mesures visant à maîtriser la propagation de la COVID-19 seront assouplies, les entreprises offrant des biens et services non essentiels ouvriront de nouveau leurs portes et rappelleront rapidement leurs employés au travail[8]. La subvention salariale du gouvernement aura facilité ce processus en maintenant le lien entre certains employés et leur employeur, ce qui accélérera et rendra moins coûteux l'appariement entre les emplois et la main-d'œuvre. De manière plus générale, les politiques budgétaires devraient aider à empêcher une baisse à long terme de la confiance des entreprises et des consommateurs. Mais même si un rebond de la croissance est possible, la production restera vraisemblablement inférieure aux niveaux d'avant la pandémie pendant un certain temps.

La confiance des entreprises devrait se renforcer à mesure que la demande se raffermira et que de nombreuses entreprises ranimeront leurs projets d'investissement et de recrutement. La croissance de l'emploi et l'amélioration de la confiance des consommateurs dynamiseront quant à elles les dépenses de consommation, surtout que la demande aura été refoulée en raison des efforts pour maîtriser la COVID-19. Le marché du logement bénéficiera d'un rebond du revenu des ménages, ainsi que des bas coûts d'emprunt.

Ce rebond sera favorisé par un accès continu au crédit pour les entreprises et les ménages canadiens, rendu possible grâce à la résilience du système financier du pays. Ce système repose notamment sur des banques, des infrastructures de marchés financiers et l'intermédiation financière non bancaire. La Banque évalue périodiquement cette résilience au moyen de tests de résistance menés selon une approche descendante. Même si le choc attribuable à la COVID-19 diffère considérablement, à certains égards, des scénarios que la Banque a utilisés par le passé, les tests de résistance indiquent que les grands prêteurs du Canada sont bien placés pour affronter un ralentissement économique et financier grave[9]. De plus, dans le contexte actuel, la capacité des institutions financières de

---

8 Puisque l'activité aura été très faible pendant la période de confinement, la croissance mesurée augmentera temporairement de façon marquée. Des hausses aussi rapides sont mécaniques et donnent peu d'indications quant au taux de croissance sous-jacent.

9 Pour en savoir plus, voir C. Gaa, X. Liu, C. MacDonald et X. Shen, *Évaluer la résilience du système bancaire canadien*, note analytique du personnel de la Banque du Canada 2019-16 (mai 2019).

continuer à fournir du crédit est fortement soutenue par des mesures de politique robustes visant à remédier aux problèmes de fonctionnement des marchés et de liquidité du financement.

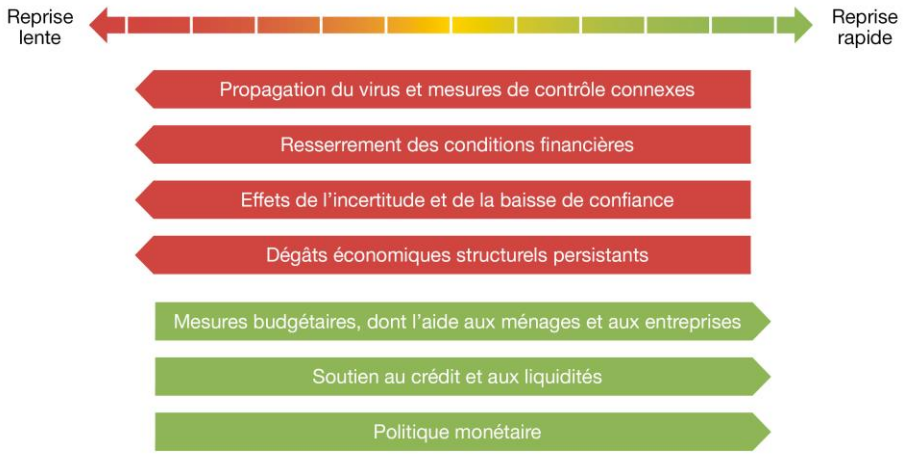
Des innovations positives dans la façon de fournir les services et d'organiser le travail pourraient aussi avoir une incidence sur l'économie en accélérant les changements structurels déjà amorcés. Par exemple, il est possible que l'adoption, par les consommateurs, de nouveaux services qui réduisent au minimum les perturbations dans leur vie quotidienne se traduise par une expansion continue des ventes en ligne et de l'économie numérique. Et le recours accru au télétravail pourrait réduire certains obstacles géographiques pour les travailleurs, ce qui dynamiserait et assouplirait le marché de l'emploi.

Enfin, même si on s'attend à ce que les prix du pétrole restent bas, une reprise de l'activité économique mondiale devrait les faire augmenter graduellement. Cela aurait un effet positif sur l'activité dans le secteur pétrolier et gazier. De plus, les exportations hors produits de base seront soutenues par un rebond de la demande étrangère et par la faiblesse du dollar canadien. Toutefois, puisque la reprise s'amorcera à des moments différents d'un pays à l'autre, ce rebond pourrait être irrégulier.

Les perspectives pour l'activité économique au Canada sont très incertaines

L'incertitude entourant le moment où se produira la reprise et son évolution est considérable. Sa rapidité dépendra grandement de la façon dont la pandémie et les efforts déployés pour la maîtriser progresseront, ainsi que du comportement des marchés pétroliers mondiaux. Par ailleurs, plusieurs forces influenceront la dynamique de l'activité économique après le ralentissement. Des mesures de relance appuieront la reprise, mais celle-ci pourrait se prolonger considérablement en raison de l'incertitude et des effets dévastateurs de la récession sur la confiance et la capacité de production (**figure 1**).

Figure 1 : Impact potentiel de la pandémie de COVID-19

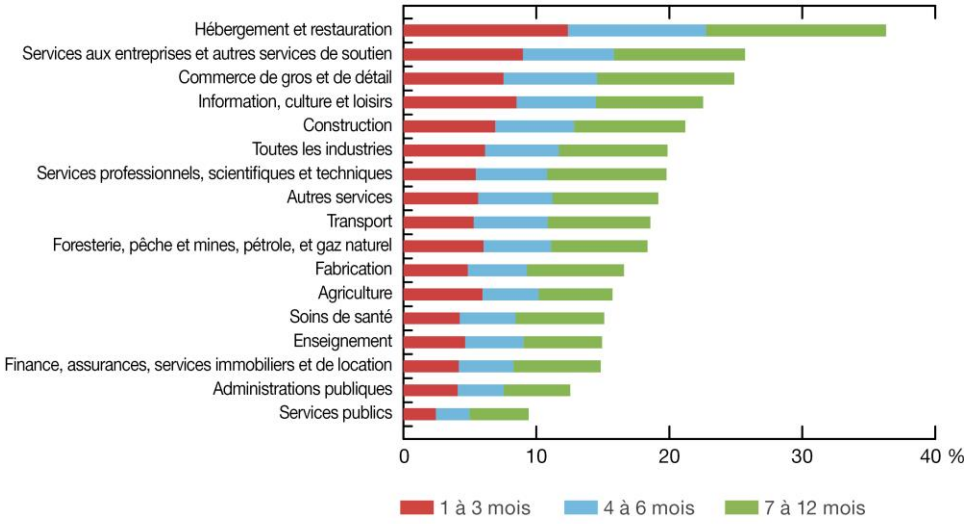


Quand l'incertitude est aussi grande, il est préférable d'envisager divers dénouements possibles plutôt que d'élaborer un seul scénario de référence. Dans le présent rapport, nous illustrons les issues possibles selon différentes hypothèses plausibles quant à la durée du ralentissement et au rythme de la reprise.

Dans le premier scénario que nous examinons, les mesures de confinement sont assouplies promptement et les actions des pouvoirs publics limitent avec succès tout dommage structurel potentiel à l'économie, tant au Canada que chez ses principaux partenaires commerciaux. Dans un tel scénario, la demande étrangère se rétablirait relativement vite et les chaînes d'approvisionnement mondiales seraient de nouveau fonctionnelles en peu de temps. La confiance des consommateurs et des entreprises se rétablirait également, ce qui stimulerait davantage la croissance. De plus, le roulement plus élevé des emplois souvent observé dans bien des secteurs les plus touchés, du fait qu'ils comptent généralement des travailleurs plus jeunes et plus mobiles (**graphique 10**), pourrait aider à limiter l'asymétrie des compétences et les coûts d'appariement employeur-employé pendant la reprise.

Graphique 10 : Le roulement de personnel est plus élevé dans les secteurs les plus touchés par la COVID-19

Part de l'emploi selon l'ancienneté en 2019, données annuelles



Nota : Les parts représentent la proportion d'employés ayant une ancienneté donnée par rapport au nombre total d'employés dans l'industrie visée. L'ancienneté est mesurée en mois. Plus la part associée à une faible ancienneté est grande, plus le roulement de personnel attendu est élevé.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2019

Globalement, dans ce scénario moins grave et de moins longue durée, le recul de l'activité économique est soudain et marqué, mais relativement court. La récession serait vite suivie d'un fort rebond de l'activité, surtout si les prix du pétrole aussi se redressaient rapidement, en phase avec la demande étrangère.

Bien que l'on s'attende à la reprise de bon nombre d'activités économiques, les répercussions négatives dans certains secteurs pourraient s'avérer plus graves et plus persistantes que dans ce premier scénario. C'est ce qui se produirait si l'incidence de la pandémie et des bas prix du pétrole endommageait à long terme la capacité de production de l'économie canadienne, et s'accompagnait des effets dévastateurs d'un chômage persistant et de la destruction d'entreprises.

Dans le second scénario, nous envisageons donc que l'incidence sur les ménages et les entreprises pourrait être plus importante et beaucoup plus durable. Par exemple, si les mesures de maîtrise de la COVID-19 doivent être prolongées, l'impact de la pandémie serait plus grand. Pendant le ralentissement, un nombre considérable d'entreprises pourraient ainsi fermer définitivement, et des coûts permanents découleraient du processus de faillite. La valeur productive des installations de ces entreprises, de même que celle du capital humain et du capital-savoir qui leur sont propres, pourrait être perdue en grande partie. Par exemple, de nombreux exportateurs canadiens ont mis la clé sous la porte dans la foulée de la récession de 2008-2009, ce qui a pesé sur les exportations même une fois la reprise bien entamée. Les travailleurs mis à pied pourraient en outre

devoir changer de secteur d'activité ou déménager; ils risqueraient ainsi d'être au chômage plus longtemps et de voir leurs compétences et connaissances s'éroder. Ensemble, ces effets sont susceptibles de causer à l'économie des dommages structurels qui pourraient prendre plusieurs années à réparer, en supposant qu'il soit même possible d'y arriver.

Si la pandémie a des effets plus importants et plus persistants à l'échelle mondiale, la reprise de la demande étrangère sera beaucoup plus lente, ce qui pèsera encore plus sur les cours du pétrole. Dans l'éventualité où les prix resteraient bas pendant une période prolongée, les entreprises seraient confrontées à de plus graves problèmes de liquidité, certaines devraient vraisemblablement fermer leurs portes, et la contraction de l'activité pourrait être considérable.

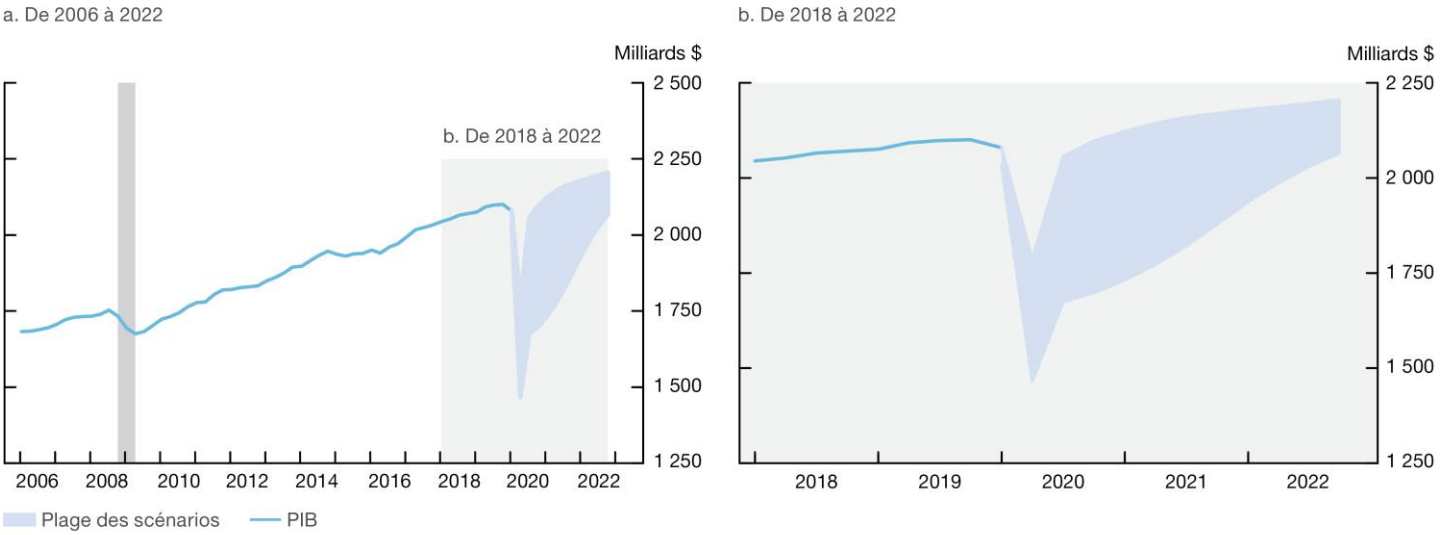
Un ralentissement économique de plus longue durée signifierait aussi que les ménages, les entreprises et les administrations publiques pourraient être plus endettés au moment où la reprise sera bien engagée. Il pourrait falloir du temps pour que la richesse nette de même que la confiance et les dépenses des consommateurs rebondissent. Il est également possible que les marchés du crédit soient affaiblis et que leur reprise soit lente, malgré les mesures de soutien prises par la banque centrale.

Selon ce second scénario, la croissance future serait fortement réduite, et l'activité économique resterait sous le niveau d'avant la pandémie pour une période prolongée.

La reprise économique pourrait suivre de nombreuses trajectoires. Le **graphique 11** montre diverses possibilités, basées sur les deux scénarios décrits plus haut, et illustre le degré élevé d'incertitude auquel sont confrontés les ménages, les entreprises et les pouvoirs publics.

Graphique 11 : La reprise économique pourrait suivre diverses trajectoires

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



Nota : La bande gris foncé correspond à la récession de 2008-2009.

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

La faiblesse des perspectives économiques pèsera sur l'inflation

En raison des effets graves et défavorables de la pandémie, une incertitude considérable entoure les perspectives d'inflation. Il est difficile de déterminer l'incidence de la contraction économique sur l'inflation future, parce que tant l'offre que la demande chutent. De plus, la mesure de l'inflation pendant la période de confinement posera sûrement des défis techniques.

L'inflation mesurée par l'IPC est calculée au moyen de pondérations fixes et elle ne témoignera donc pas des changements dans les habitudes de dépense des consommateurs. Par exemple, ces derniers achètent vraisemblablement moins d'essence et de billets d'avion, ce qui rend les baisses de prix dans ces catégories moins pertinentes pour eux. Cependant, ils ont probablement augmenté leurs dépenses en produits médicaux et en aliments vendus en magasin. Étant donné la demande accrue, ces articles pourraient afficher des hausses de prix plus élevées. Les mesures de l'inflation fondamentale aideront à faire abstraction d'une partie de cette volatilité.

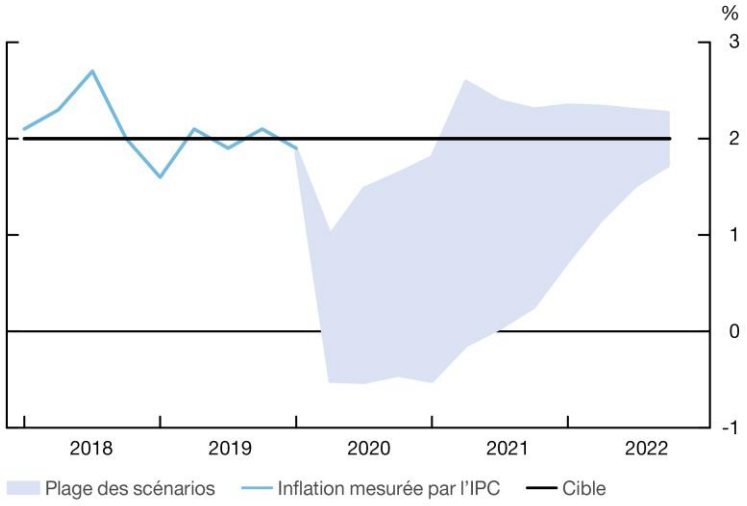
Dans l'ensemble, les effets directs et indirects de la COVID-19 pèseront lourdement sur l'inflation mesurée par l'IPC à court terme. L'inflation devrait avoisiner 0 % au deuxième trimestre de 2020, en raison surtout de l'effondrement des prix de l'essence et, dans une moindre mesure, des services de voyage comme les hôtels et les voyages organisés. L'incidence sur l'inflation sera partiellement atténuée par le niveau plus bas du dollar

canadien, qui devrait faire monter les prix des importations. Selon le premier scénario, plus favorable, l'inflation augmenterait graduellement à mesure que les répercussions des baisses passées des cours du pétrole se dissiperont, que l'économie se renforcera et que l'offre excédentaire se résorbera. Le retour progressif de l'inflation à la cible serait facilité par les attentes bien ancrées en la matière. La rapidité à laquelle s'effectuera ce retour à la cible dépendra du moment et de la vigueur de la reprise.

Les diverses trajectoires de reprise présentées au **graphique 11** impliquent une gamme de projections d'inflation (**graphique 12**). Cette gamme sous-estime l'incertitude des perspectives d'inflation parce que chacune des projections comporte des risques à la hausse et à la baisse. En outre, l'incertitude est plus élevée que d'habitude[10].

Graphique 12 : La vitesse à laquelle l'inflation retournera à la cible dépendra du moment et de la vigueur de la reprise

Inflation mesurée par l'IPC, données trimestrielles



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

Pour ce qui est des risques à la baisse, il y a la possibilité que la reprise de l'offre soit plus rapide que celle de la demande. Ce serait le cas si les entreprises reprennent leurs activités rapidement, mais que les consommateurs restent prudents pendant plus longtemps, peut-être en raison de l'incertitude attribuable à la COVID-19 ou d'inquiétudes d'ordre économique. Un changement des préférences des consommateurs pourrait aussi nuire à des secteurs, comme ceux du voyage et de la restauration, qui ont

10 À titre d'information, une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque dans le *Rapport* de janvier 2020 laisse entrevoir un élargissement des intervalles de confiance à 50 % et à 90 % autour de la projection de référence, ceux-ci passant respectivement de ±0,2 et ±0,6 point de pourcentage au présent trimestre à ±0,6 et ±1,4 point de pourcentage à la fin de la période de projection. À l'heure actuelle, l'incertitude serait beaucoup plus élevée que ce que ces calculs donnent à penser.

été gravement touchés par la pandémie. Une reprise plus lente et plus longue, comme celle du second scénario, pourrait également entraîner une faiblesse prolongée de l'inflation par la voie d'une offre excédentaire persistante.

Les risques à la baisse qui pèsent sur l'inflation sont sans doute plus importants que les risques à la hausse, mais ces derniers existent tout de même. Si la demande devait rebondir plus vite que l'offre après la levée des mesures de maîtrise de la COVID-19, le déblocage de la demande refoulée ainsi que les effets des importants programmes de relance budgétaire et monétaire viendraient alimenter l'inflation. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement et du marché du travail pourraient également exercer une pression à la hausse sur les prix de certains biens et services, par exemple si un moins grand nombre de travailleurs temporaires étrangers menait à une diminution de la production agricole.

Le contexte économique actuel a des conséquences exceptionnelles pour la politique monétaire

La combinaison de la pandémie de COVID-19 et de l'effondrement des cours pétroliers pose des défis inédits pour la conduite de la politique monétaire et l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % visée par la Banque. La pandémie et les mesures de maîtrise de la maladie qui y sont associées ont des effets considérables sur l'offre et la demande, et provoquent des tensions exceptionnelles sur les marchés financiers. Ces tensions perturbent les flux de crédit et nuisent à la transmission de la politique monétaire.

Au cours des dernières semaines, la Banque a abaissé de 150 points de base le taux cible du financement à un jour, qui se retrouve à sa valeur plancher de 25 points[11]. Cette baisse a renforcé d'autres mesures adoptées pour veiller à ce que les ménages et les entreprises aient accès à du crédit abordable. Cet accès est essentiel durant la période de confinement afin de faciliter les emprunts nécessaires pour combler des pertes temporaires de revenu. Les taux d'intérêt plus bas contribueront à diminuer le coût des emprunts, ce qui favorisera la demande. Ces mesures s'ajoutent aux programmes substantiels de relance budgétaire que le gouvernement fédéral

---

11 Pour de l'information sur la conduite de la politique monétaire lorsque le taux directeur est à sa valeur plancher, voir : Banque du Canada (2015), *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, décembre, et S. S. Poloz (2015), *Préparation prudente : l'évolution des politiques monétaires non traditionnelles*, discours prononcé devant l'Empire Club of Canada, Toronto (Ontario), 8 décembre.

et les provinces ont récemment mis en place afin de soutenir l'emploi, les revenus et les entreprises au Canada.

La Banque a pris d'autres mesures pour maintenir l'accès au crédit en soutenant le fonctionnement des principaux marchés financiers, y compris ceux des titres d'État, et en offrant aux institutions financières un accès accru aux liquidités (**tableau 1**). Par conséquent, les soldes de règlement de la Banque ont affiché une hausse passive, ses achats d'actifs augmentant[12].

À mesure que la pandémie reculera et que les mesures réduisant l'offre de biens et de services seront assouplies, les bas taux d'intérêt actuels et les autres mesures visant à maintenir l'accès au crédit stimuleront la demande et faciliteront la reprise.

La Banque suivra de près l'efficacité de ses actions, ainsi que les mesures budgétaires et les autres mesures de politique publique mises en place. De plus, elle déterminera si la production et l'inflation suivent une trajectoire de reprise autosuffisante qui permettra d'atteindre le plein emploi et la cible d'inflation de 2 %, respectivement.

---

12 Étant donné l'existence de soldes de règlement excédentaires, la politique monétaire est mise en œuvre selon un système de plancher, plutôt que de corridor, lorsque le taux directeur est à sa valeur plancher. Dans un système de plancher, le taux cible du financement à un jour correspond au taux de rémunération des dépôts, lequel est normalement 25 points de base sous le taux cible dans un système de corridor. Pour de plus amples renseignements, voir le *Cadre régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités*.