

## La décision de la BdC est sans surprise

- La BdC garde ses taux en pause, sans avancer de prévisions.
- Elle rabaisse, sans surprise, ses opérations à court terme sur les acceptations bancaires et sur le refinancement.
- Elle abaisse aussi ses prévisions sur le PIB du T2...
- ...mais on ne peut pas vraiment dire qu'elles sont optimistes.
- Nous ne pouvons pas évaluer non plus le parti pris qu'elle adoptera dans l'ensemble...
- ...sans prévisions à jour sur les chiffres de la reprise.
- Le nouveau gouverneur, Tiff Macklem, entérine la déclaration.
- On prévoit que le bilan de la BdC s'inscrira à 40 % du PIB nominal dans un an.

Il n'y a pas eu de grandes surprises dans la déclaration d'aujourd'hui : la BdC privilégie l'évaluation des nouvelles statistiques et des perspectives de rebond. La réaction des marchés a été timorée. Les obligations du Canada à 2 ans/10 ans sont meilleur marché, en raison du mouvement mondial de prédilection pour les rendements à court terme supérieurs cet avant-midi; il en va de même des rendements à plus long terme, puisque les marchés obligataires mondiaux se sont brusquement délestés : la courbe baissière des obligations à 2 ans/10 ans s'est redressée. Le dollar canadien a en quelque sorte repris du mieux par rapport au dollar américain, ce qui s'explique par la forte dévalorisation du dollar US; en fait, le dollar CA fait moins bien que la plupart des autres grandes devises comparables ce matin.

Le taux directeur est resté inchangé à 0,25 %, et les Études économiques de la Banque Scotia s'attendent à ce que ce taux soit maintenu sur notre horizon projectionnel de 2020-2021. La déclaration ne comprend pas de prévision des taux à terme, ce qui cadre avec l'opposition exprimée par l'ancien gouverneur Poloz, qui n'était pas d'accord pour publier ces prévisions (dans la plupart des cas...).

Rien d'autre ne devrait surprendre ni ceux qui tâtent le pouls des marchés et de l'économie, ni les observateurs assidus de la BdC. Voici les principaux éléments de cette déclaration, que nous teintons de notre point de vue dans les cas pertinents.

- a. **L'amélioration des conditions a amené la BdC à réduire à une fois par semaine les opérations de refinancement à terme et à une fois toutes les deux semaines les opérations sur les acceptations bancaires.** Il fallait s'y attendre, compte tenu de l'amélioration des conditions de financement. La BdC a déjà publié des prévisions selon lesquelles elle croit qu'il est moins nécessaire de mener ces interventions grâce à des opérations de financement et d'injection de liquidités à court terme, notamment dans les commentaires du sous-gouverneur Timothy Lane. La BdC a aussi décidé de laisser tomber les acceptations bancaires des institutions membres du STPGV et les billets de dépôt au porteur comme titres rachetables dans les opérations de refinancement à terme. Pour en savoir plus, veuillez cliquer sur [ce lien](#), qui donne accès à une déclaration complémentaire distincte.
- b. **La BdC affirme que l'économie canadienne a « évité le scénario le plus pessimiste » qui a été présenté en avril et a abaissé sa fourchette de prévisions du PIB pour le T2.** Il n'y a rien de neuf pour les marchés, puisque la Banque ne fait que préciser les précédentes prévisions du gouverneur Poloz, selon lesquelles le scénario de base de la BdC était bien orienté par rapport au scénario du pire vaguement évoqué. (Cf. le graphique 1 pour un rappel des deux scénarios par rapport au profil du PIB de la Banque Scotia en attendant une mise à jour relativement modeste des prévisions.)
- c. **La BdC constate que le choc de la COVID-19 « semble avoir atteint un sommet ».** Cette observation cadre avec notre conviction et les opinions générales des marchés.
- d. **« L'incertitude concernant le déroulement de la reprise reste élevée. »** Vraiment?

## RENSEIGNEMENTS

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

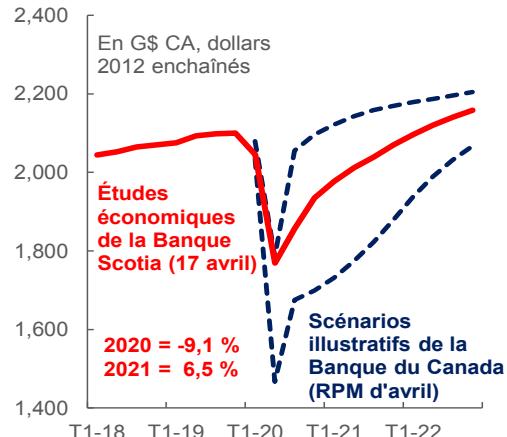
416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

[derek.holt@scotiabank.com](mailto:derek.holt@scotiabank.com)

Graphique 1

### Fourchette de scénarios pour le PIB canadien



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque du Canada.

- e. Il n'est guère étonnant non plus que la BdC rappelle que les interventions des banques centrales mondiales visent à remplacer les revenus perdus et à redresser la conjoncture financière.
- f. **Les prévisions sur l'inflation constituent essentiellement un compte rendu descriptif de ce que nous avons tous constaté dans les chiffres d'avril et n'ont aucune signification prospective.** À nouveau, il n'y a rien d'étonnant. Il nous faudrait plutôt des chiffres qu'il nous faudra attendre, jusqu'à ce que la BdC publie le mois prochain des prévisions plus circonstanciées.
- g. La BdC répète que « la reprise mondiale sera vraisemblablement prolongée et inégale », ce qui rend partiellement compte des répercussions inégales du choc de la COVID-19 et des turbulences de l'OPEP+ sur les différentes économies.

Le paragraphe de conclusion précise les modalités selon lesquelles la BdC « déplacera son attention sur la reprise de la croissance de la production et de l'emploi ». Cette déclaration précise clairement que **la banque centrale ne se penchera pas sur d'autres programmes ou ne recadrera pas les programmes existants, en laissant la porte ouverte à un redressement ultérieur dans les cas nécessaires**. À nouveau, il n'y a aucune surprise.

**Les prévisions ont été légèrement actualisées, mais leur communication est imparfaite selon deux points de vue.** La BdC affirme désormais que le PIB du T2 devrait baisser de 10 % à 20 % en rythme non annualisé par rapport à avril, alors qu'elle avait affirmé qu'il baisserait de 15 % à 30 %. En avril, elle a expressément noté que le T2 se rapportait au PIB du T4; or, cette fois, elle nous laisse en quelque sorte perplexes, puisque nous nous demandons si la baisse de 10 % à 20 % est établie par rapport au T4 ou au T1.

En supposant qu'elle veuille dire que la baisse sera de 10 % à 20 % sur un trimestre par rapport au T1, puisque notre estimation effective est révisable pour le T1 aujourd'hui, **nos propres prévisions approximatives du PIB du T2 penchent pour l'extrémité inférieure de la fourchette prévisionnelle de la BdC**. Nous croyons que le T2 se contractera d'environ 11 % sur un trimestre, en chiffres non annualisés. Dans l'ensemble, la BdC prévoit que la baisse annualisée du PIB au S1 par rapport au T4 sera comprise entre -22 % et -39 % en rythme annualisé, alors que nous l'estimons à -28 % ou -29 %. Nous n'irions pas jusqu'à dire que le durcissement de la fourchette estimative de la BdC pour le PIB du T2 est optimiste.

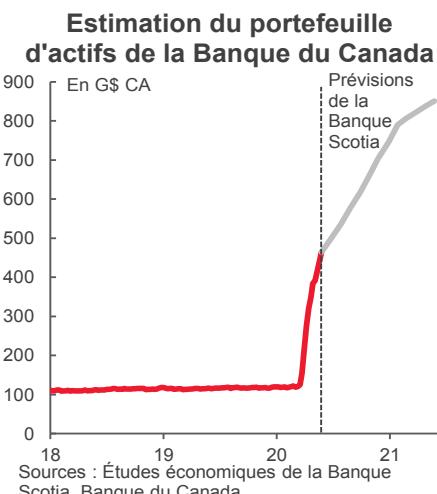
Dans le deuxième aspect de l'imperfection de la communication, la BdC ne donne pas de prévision à jour sur le rythme de la reprise. **En abaissant sa fourchette prévisionnelle pour le T2, elle ne modifie pas les prévisions du scénario de base à partir du T3; ou laisse-t-elle entendre que la reprise sera plus lente, en raison de l'abaissement des prévisions du T2?** La BdC avait déjà annoncé que selon son scénario de base, le PIB devrait entièrement récupérer ce qu'il aurait perdu d'ici la fin de l'année (graphique 1). Nous ne pouvons pas nous prononcer sur ce que la Banque croit désormais.

Le gouverneur Poloz vient de passer le relais au **gouverneur Macklem, qui était un observateur dans ce cycle des politiques et qui « est d'accord avec la décision sur le taux et les mesures » annoncées aujourd'hui**.

Rappelons au lecteur qu'il peut consulter l'explication détaillée du bilan prévisionnel de la Banque du Canada dans les conclusions d'hier soir (veuillez cliquer sur [ce lien](#)) et dans l'édition de vendredi dernier des Regards sur la semaine à venir dans le monde (veuillez cliquer sur [ce lien](#)). Les graphiques 2 et 3 sont repris ici. **Dans un an, le bilan de la BdC sera probablement égal à 40 % environ du PIB nominal.**

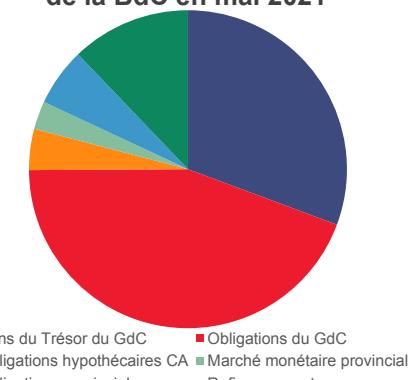
Veuillez consulter, dans l'appendice, les déclarations de juin et d'avril. Nous ne proposons pas de pister les changements, puisque la déclaration d'aujourd'hui est remaniée intégralement en raison de l'évolution des conditions et parce que la longue déclaration d'avril faisait partie d'un communiqué sur le RPM.

Graphique 2



Graphique 3

**Composition estimative du bilan de la BdC en mai 2021**



Bons du Trésor du GdC      Obligations du GdC  
 Obligations hypothécaires CA      Marché monétaire provincial  
 Obligations provinciales      Refinancement

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

**DATE DE PUBLICATION : Le 3 juin 2020**

The Bank of Canada today maintained its target for the overnight rate at the effective lower bound of  $\frac{1}{4}$  percent. The Bank Rate is correspondingly  $\frac{1}{2}$  percent and the deposit rate is  $\frac{1}{4}$  percent.

Incoming data confirm the severe impact of the COVID-19 pandemic on the global economy. This impact appears to have peaked, although uncertainty about how the recovery will unfold remains high. Massive policy responses in advanced economies have helped to replace lost income and cushion the effect of economic shutdowns. Financial conditions have improved, and commodity prices have risen in recent weeks after falling sharply earlier this year. Because different countries' containment measures will be lifted at different times, the global recovery likely will be protracted and uneven.

In Canada, the pandemic has led to historic losses in output and jobs. Still, the Canadian economy appears to have avoided the most severe scenario presented in the Bank's April *Monetary Policy Report* (MPR). The level of real GDP in the first quarter was 2.1 percent lower than in the fourth quarter of 2019. This GDP reading is in the middle of the Bank's April monitoring range and reflects the combined impact of falling oil prices and widespread shutdowns. The level of real GDP in the second quarter will likely show a further decline of 10-20 percent, as continued shutdowns and sharply lower investment in the energy sector take a further toll on output. Decisive and targeted fiscal actions, combined with lower interest rates, are buffering the impact of the shutdown on disposable income and helping to lay the foundation for economic recovery. While the outlook for the second half of 2020 and beyond remains heavily clouded, the Bank expects the economy to resume growth in the third quarter.

CPI inflation has decreased to near zero, as anticipated in the April MPR, mainly due to lower prices for gasoline. The Bank expects temporary factors to keep CPI inflation below the target band in the near term. The Bank's core measures of inflation have drifted down, although by much less than the CPI, and are now between 1.6 and 2 percent.

The Bank's programs to improve market function are having their intended effect. After significant strains in March, short-term funding conditions have improved. Therefore, the Bank is reducing the frequency of its term repo operations to once per week, and its program to purchase bankers' acceptances to bi-weekly operations. The Bank stands ready to adjust these programs if market conditions warrant. Meanwhile, its other programs to purchase federal, provincial, and corporate debt are continuing at their present frequency and scope.

As market function improves and containment restrictions ease, the Bank's focus will shift to supporting the resumption of growth in output and employment. The Bank maintains its commitment to continue large-scale asset purchases until the economic recovery is well underway. Any further policy actions would be calibrated to provide the necessary degree of monetary policy accommodation required to achieve the inflation target.

**DATE DE PUBLICATION : Le 15 avril 2020**

The Bank of Canada today maintained its target for the overnight rate at  $\frac{1}{4}$  percent, which the Bank considers its effective lower bound. The Bank Rate is correspondingly  $\frac{1}{2}$  percent and the deposit rate is  $\frac{1}{4}$  percent. The Bank also announced new measures to provide additional support to Canada's financial system.

The necessary efforts to contain the COVID-19 pandemic have caused a sudden and deep contraction in economic activity and employment worldwide. In financial markets, this has driven a flight to safety and a sharp repricing of a wide range of assets. It has also pushed down prices for commodities, especially oil. In this environment, the Canadian dollar has depreciated since January, although by less than many other currencies. The sudden halt in global activity will be followed by regional recoveries at different times, depending on the duration and severity of the outbreak in each region. This means that the global economic recovery, when it comes, could be protracted and uneven.

The Canadian economy was in a solid position ahead of the COVID-19 outbreak, but has since been hit by widespread shutdowns and lower oil prices. One early measure of the extent of the damage was an unprecedented drop in employment in March, with more than one million jobs lost across Canada. Many more workers reported shorter hours, and by early April some six million Canadians had applied for the Canada Emergency Response Benefit.

The outlook is too uncertain at this point to provide a complete forecast. However, Bank analysis of alternative scenarios suggests the level of real activity was down 1-3 percent in the first quarter of 2020, and will be 15-30 percent lower in the second quarter than in fourth-quarter 2019. CPI inflation is expected to be close to 0 percent in the second quarter of 2020. This is primarily due to the transitory effects of lower gasoline prices.

The pandemic-driven contraction has prompted decisive policy action to support individuals and businesses and to lay the foundation for economic recovery once containment measures start to ease. Fiscal programs, designed to expand according to the magnitude of the shock, will help individuals and businesses weather this shutdown phase of the pandemic, and support incomes and confidence leading into the recovery. These programs have been complemented by actions taken by other federal agencies and provincial governments.

For its part, the Bank of Canada has taken measures to improve market function so that monetary policy actions have their intended effect on the economy. This helps ensure that households and businesses continue to have access to the credit they need to bridge this difficult time, and that lower interest rates find their way to ultimate borrowers. The Bank has lowered its target for the overnight rate 150 basis points over the last three weeks, to its effective lower bound. It has also conducted lending operations to financial institutions and asset purchases in core funding markets amounting to around \$200 billion.

These actions have served to ease market dysfunction and help keep credit channels open, although they remain strained. The next challenge for markets will be managing increased demand for near-term financing by federal and provincial governments, and businesses and households. The situation calls for special actions by the central bank. To this end, the Bank is furthering its efforts with several important steps.

Under its previously-announced program, the Bank will continue to purchase at least \$5 billion in Government of Canada securities per week in the secondary market, and will increase the level of purchases as required to maintain proper functioning of the government bond market. Also, the Bank is temporarily increasing the amount of Treasury Bills it acquires at auctions to up to 40 percent, effective immediately.

The Bank is also announcing today the development of a new Provincial Bond Purchase Program of up to \$50 billion, to supplement its Provincial Money Market Purchase Program. Further, the Bank is announcing a new Corporate Bond Purchase Program, in which the Bank will acquire up to a total of \$10 billion in investment grade corporate bonds in the secondary market. Both of these programs will be put in place in the coming weeks. Finally, the Bank is further enhancing its term repo facility to permit funding for up to 24 months.

These measures will work in combination to ease pressure on Canadian borrowers. As containment restrictions are eased and economic activity resumes, fiscal and monetary policy actions will help underpin confidence and stimulate spending by consumers and businesses to restore growth. The Bank's Governing Council stands ready to adjust the scale or duration of its programs if necessary. All the Bank's actions are aimed at helping to bridge the current period of containment and create the conditions for a sustainable recovery and achievement of the inflation target over time.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

**Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.**

<sup>MD</sup> Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.