



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours de Tiff Macklem
Gouverneur de la Banque du Canada
CFA Society Toronto
3 mars 2022
Toronto (Ontario)
(par vidéoconférence)

Le point sur la situation économique : maîtriser l'inflation

Introduction

C'est un plaisir d'être avec vous pour faire le point sur la situation économique et parler à la fois de notre décision de politique monétaire annoncée hier et de ce que les Canadiens peuvent attendre de nous dans l'avenir.

Avant de commencer, je tiens à mentionner les événements choquants qui se sont produits la semaine passée en Ukraine. Les pertes absurdes de vies humaines et les dévastations causées sur le peuple ukrainien par l'invasion non provoquée que mène la Russie sont incompréhensibles. Ce sont en effet des moments très angoissants pour les nombreux Canadiens qui ont des proches en Ukraine : mes pensées les accompagnent. Cette invasion est également une nouvelle source majeure d'incertitude et de volatilité pour l'économie mondiale. La situation est instable. Nous suivons de près ce qui se passe et en évaluerons les conséquences économiques.

Ces événements surviennent tout juste à l'approche du deuxième anniversaire de la pandémie de COVID-19. La reprise économique dans le contexte de la pandémie a été impressionnante. Bien qu'une part d'incertitude demeure par rapport à l'évolution du virus, on ne saurait surestimer la capacité d'adaptation et la résilience des entreprises et des ménages canadiens pendant ces deux années de défis immenses. Et après avoir mis en place des mesures exceptionnelles de détente monétaire pour soutenir l'économie durant ce terrible choc, nous sommes maintenant véritablement en voie de normaliser notre politique monétaire. C'est d'ailleurs de cela que j'aimerais vous parler aujourd'hui.

Dans notre *Rapport sur la politique monétaire* publié en janvier, nous avons dit aux Canadiens que les mesures monétaires d'urgence visant à soutenir l'économie durant la pandémie n'étaient plus nécessaires. Nous avons mis fin à nos indications prospectives exceptionnelles et informé les Canadiens qu'ils

Je tiens à remercier Erik Ens et Grahame Johnson de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

doivent s'attendre à ce que les taux d'intérêt suivent une trajectoire à la hausse. Hier, le Conseil de direction a annoncé sa décision de relever le taux directeur de 25 points de base pour le faire passer à 0,5 %, marquant un premier pas dans cette direction. Nous avons aussi indiqué que nous évaluerons à quel moment nous mettrons fin à la phase de réinvestissement de nos achats massifs d'actifs et laisserons le portefeuille d'obligations du gouvernement du Canada détenu par la Banque commencer à décroître, un processus qu'on appelle le resserrement quantitatif. Le moment et le rythme des hausses subséquentes du taux directeur, et le début du resserrement quantitatif, seront guidés par l'évaluation continue que fait la Banque de l'économie et par son engagement à atteindre la cible d'inflation de 2 %.

Aujourd'hui, j'aimerais faire le point sur l'évolution de la situation économique, en mettant l'accent sur l'inflation et les forces sous-jacentes. Je souhaite également expliquer le rôle de la politique monétaire pour ramener l'inflation à la cible. Enfin, je voudrais porter un regard sur la prochaine étape de la gestion de notre bilan et sur le fonctionnement du resserrement quantitatif. Comme tant d'autres choses durant la pandémie, il s'agira d'une nouveauté pour les Canadiens, et je veux être sûr que tout soit clair et transparent au préalable, pour que tout le monde comprenne ce qui s'en vient.

La situation économique depuis janvier

L'économie canadienne est solide. Au quatrième trimestre, la croissance du produit intérieur brut était très forte, à 6,7 %, ce qui conforte notre point de vue selon lequel les capacités excédentaires dans l'économie se sont résorbées. Et la croissance au premier trimestre de 2022 paraît plus vigoureuse que projeté. Comme prévu, l'inflation est restée élevée. Et puisque la maîtrise de l'inflation est notre principale mission à la Banque, je veux expliquer ce qui contribue à ces hausses de prix et parler de ce que les Canadiens peuvent anticiper.

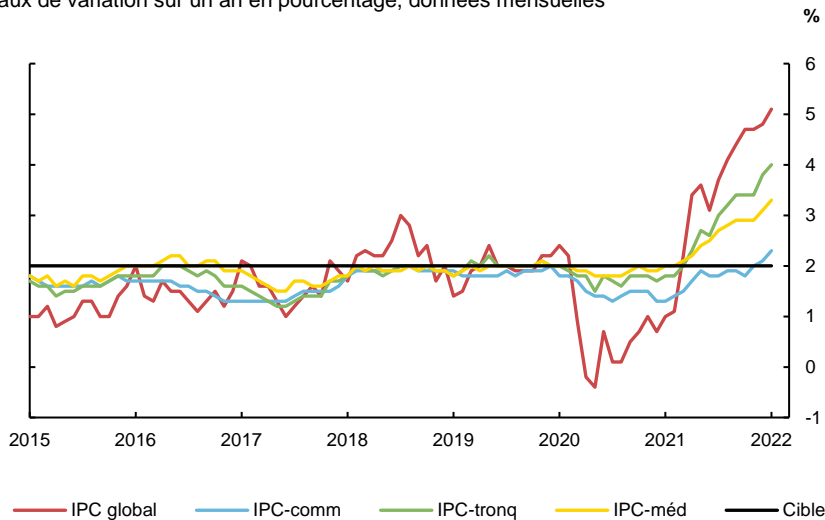
Depuis le printemps dernier, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a largement dépassé notre fourchette cible de 1 % à 3 %. Elle s'élevait à 5,1 % en janvier. L'invasion de l'Ukraine par la Russie tire vers le haut les prix internationaux du pétrole, du blé et des autres produits de base. Ce renchérissement mettra davantage de pression à la hausse sur l'inflation au Canada et à travers le monde.

Si l'on fait abstraction de la crise en Ukraine, la poussée d'inflation à laquelle on assiste depuis le printemps passé est due en grande partie aux variations de l'offre et de la demande à l'échelle mondiale causées par la pandémie. Mais elle a été plus forte que nous l'avions prévu il y a six mois, et les hausses de prix se sont généralisées. Je veux donc examiner de plus près les forces à l'œuvre.

L'écart important qui s'est creusé entre les différentes mesures de l'inflation fondamentale est un signe de la présence de ces forces inédites. Nos trois mesures ont augmenté au cours des derniers mois. L'IPC-comm, qui est davantage relié aux hausses des prix des services et moins influencé par les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, n'était que de 2,3 % en janvier. Par contre, l'IPC-méd et l'IPC-tronq, qui ont été plus influencés par les prix des biens qui s'échangent sur les marchés internationaux, s'établissaient à 3,3 % et à 4,0 %, respectivement (**graphique 1**).

Graphique 1 : Les mesures de l'inflation sont élevées

Taux de variation sur un an en pourcentage, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

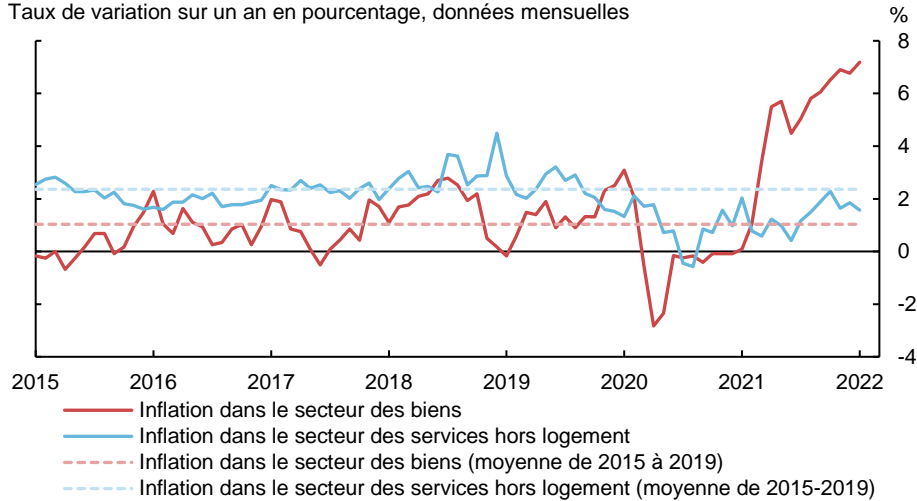
Dernière observation : janvier 2022

L'inflation au Canada se caractérise par trois grands phénomènes. Le premier est la tendance, partout dans le monde, à privilégier les biens au détriment des services pendant la pandémie, conjuguée aux perturbations de la production et de la livraison des biens causées par la pandémie. Le deuxième est la généralisation de la hausse des prix des produits de consommation courante comme les aliments et l'énergie : il est donc devenu plus difficile pour les consommateurs d'éviter de payer plus cher. Et le troisième phénomène est la vigueur de la reprise au Canada et l'équilibre global entre la demande et l'offre. Ces phénomènes sont tous entremêlés, mais j'aimerais les examiner un à un.

Dans les deux décennies qui ont précédé la pandémie, l'inflation des biens était généralement basse – en moyenne bien inférieure à la cible de 2 % de l'inflation globale. Cela s'explique par un ensemble de facteurs. L'innovation a fait baisser les prix de nombreux biens, notamment ceux des ordinateurs et d'autres biens intégrant des composantes technologiques. Les chaînes d'approvisionnement mondiales de plus en plus efficaces et spécialisées, combinées à la réduction des coûts d'expédition à l'échelle internationale, ont aussi exercé des pressions à la baisse sur les prix des biens au pays et à l'étranger. En revanche, pour beaucoup de services en personne, qui sont forcément plus locaux et plus demandeurs de main-d'œuvre, les prix ont davantage augmenté en moyenne. Entre 2015 et 2019, l'inflation dans le secteur des biens avoisinait 1 % en moyenne, et 2,4 % dans le secteur des services hors logement (**graphique 2**).

Graphique 2 : L'inflation dans le secteur des biens a augmenté de façon spectaculaire

Taux de variation sur un an en pourcentage, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2022

La pandémie a modifié considérablement les pressions relatives sur les prix des biens et services. Confinés chez eux, les Canadiens – et en fait les consommateurs de la plupart des pays – ont moins dépensé pour des services, par exemple les abonnements à des centres de conditionnement physique ou les voyages. Pour cette raison, les prix de nombreux services ont monté plus lentement que d'habitude. En janvier, le taux d'augmentation des prix des services hors logement était de 1,6 % au Canada. Mais ne pouvant se procurer les services qu'ils voulaient, les consommateurs ont plutôt opté pour des biens. Ils se sont achetés des vélos d'exercice, des meubles de bureau et des appareils électroniques pour s'adapter à la vie à la maison (travail, loisirs, etc.). Cette situation a créé des pressions à la hausse sur les prix des biens.

Les problèmes d'approvisionnement ont nettement empiré les choses. En même temps que les consommateurs augmentaient leurs dépenses en biens, l'offre de biens était réduite à cause des risques sanitaires qui touchaient un grand nombre d'usines à travers le monde et de la congestion portuaire. Les restrictions liées à la pandémie et les mesures de précaution appliquées dans le monde ont limité la production et ralenti la livraison de biens. De plus, le double coup dur qu'ont porté la hausse de la demande et les entraves à l'offre a fait monter en flèche les prix de nombreux biens. En janvier, l'inflation dans le secteur des biens s'établissait à 7,2 % au Canada. La dernière fois qu'elle avait été aussi élevée, c'était en janvier 1983, alors que l'inflation globale atteignait 8,2 %.

À mesure que la pandémie s'atténue, on peut s'attendre à ce que les consommateurs se remettent à dépenser davantage dans les services, ce qui devrait réduire les pressions sur la demande mondiale de biens. On peut anticiper aussi une normalisation des chaînes d'approvisionnement, mais il est difficile de prédire combien de temps cela prendra. Et la guerre en Ukraine aggrave les choses, car elle pourrait avoir des conséquences sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Comme vous pouvez vous en douter, nous travaillons fort pour mieux comprendre les chaînes d’approvisionnement et suivre leur évolution. Nos perspectives d’inflation à court terme en dépendent largement. Nous surveillons donc de près des sources de données nouvelles et différentes pour en savoir plus sur les pénuries, les aspects logistiques et les coûts d’expédition. Ce qui est certain, c’est que les chaînes d’approvisionnement sont encore fortement perturbées. Mais les données nous montrent également des signes timides d’amélioration. Les fabricants canadiens commencent à recevoir leurs intrants un peu plus rapidement (**graphique 3**) et les difficultés de transport à l’échelle mondiale se sont un peu atténuées (**graphique 4**). La production de véhicules automobiles au pays a aussi commencé à se redresser après le ralentissement causé par les pénuries de semi-conducteurs. Mais les pénuries mondiales de produits de base restent un défi. Dans l’ensemble, nous nous attendons à ce que la demande et l’offre mondiales de biens atteignent progressivement un meilleur équilibre en 2022.

Graphique 3 : Les perturbations restent importantes et pourraient avoir atteint des sommets

Délais de livraison des fournisseurs de produits manufacturés 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 inversé est utilisé pour montrer qu’une mesure inférieure (supérieure) à 50 indique une augmentation (diminution) des délais de livraison par rapport au mois précédent.

Source : IHS Markit par l’intermédiaire de Haver Analytics

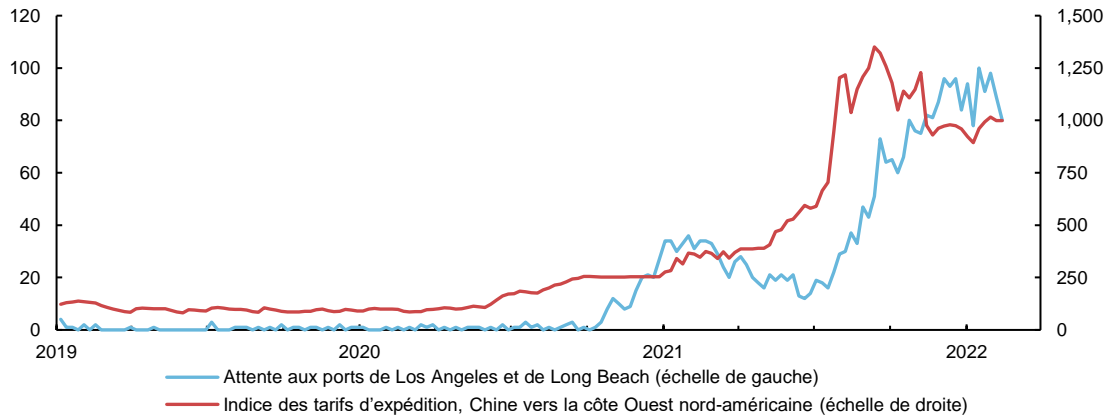
Dernière observation : février 2022

Graphique 4 : Les coûts d'expédition et la congestion portuaire ont diminué, mais ils restent importants

Données hebdomadaires

Nombre de porte-conteneurs en attente pour se mettre à quai

Base 100 de l'indice = 2019



Sources : Indice Freightos Baltic (FBX), The Marine Exchange of Los Angeles and Long Beach Harbours, Pacific Maritime Management Services, calculs de la Banque du Canada

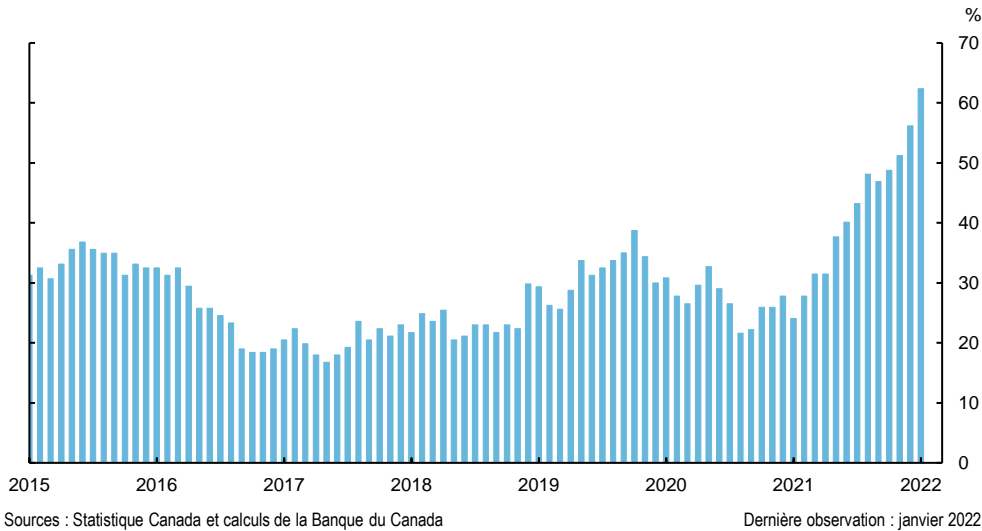
Dernière observation : 13 février 2022

Le deuxième phénomène expliquant l'inflation au Canada est la généralisation de l'inflation au-delà des biens touchés directement par les perturbations des chaînes d'approvisionnement. La remontée des prix de l'énergie après les creux enregistrés durant la pandémie contribue à l'inflation que l'on connaît depuis plus d'un an. Mais la croissance robuste de la demande, les investissements limités et les risques géopolitiques ont fait monter les prix du pétrole bien au-dessus des niveaux pré-pandémie. Cela alimente directement l'inflation mesurée par l'IPC et pousse davantage les coûts de transport déjà élevés qui touchent une gamme croissante de biens. De plus, les conditions météorologiques extrêmes ont réduit le volume des récoltes au Canada et dans d'autres grandes régions en expansion, ce qui fait augmenter les prix des aliments. Et, au Canada, la forte demande de logements, conjuguée à la hausse des prix des matériaux de construction, fait grimper les prix des maisons neuves et accroît donc la composante logement de l'inflation mesurée par l'IPC.

Pour mesurer ces pressions généralisées sur les prix, on peut par exemple examiner quelles composantes de l'IPC connaissent des taux d'inflation élevés. En janvier, sur les 165 composantes de l'IPC, près des deux tiers croissaient à un rythme supérieur à 3 % (**graphique 5**). Il s'agit notamment de produits de première nécessité comme l'essence et les aliments, dont les Canadiens voient les prix au quotidien. Les prix à l'épicerie ont augmenté de 6,5 % par rapport à l'an passé, et les aliments ordinaires qui sont difficiles à remplacer, comme le bœuf, le poulet et les céréales, coûtent tous plus cher.

Graphique 5 : Près des deux tiers des composantes de l'IPC croissent à un rythme de plus de 3 %

Part des composantes de l'IPC dont la croissance est supérieure à 3 % en glissement annuel, données mensuelles



Cette généralisation des pressions sur les prix est extrêmement préoccupante. Il devient plus difficile pour les consommateurs canadiens d'échapper à l'inflation, quelle que soit leur patience ou leur prudence. Cette inflation touche surtout les ménages plus vulnérables. De plus, elle fait monter le risque de voir les ménages et les entreprises commencer à anticiper la poursuite de hausses importantes de prix et à les intégrer dans leurs attentes d'inflation à long terme. Si ces attentes venaient à se désancrer, le prix à payer pour ramener l'inflation à la cible serait beaucoup plus élevé. C'est la leçon que nous a apprise l'histoire. Jusqu'à présent, les attentes d'inflation à plus long terme sont restées bien ancrées, et les Canadiens peuvent être assurés que nous n'hésiterons pas à utiliser les instruments à notre disposition afin que ces attentes demeurent telles quelles.

Abordons maintenant le troisième phénomène qui caractérise l'évolution récente de l'inflation. Il s'agit de l'équilibre global entre la demande et l'offre dans l'économie. Comme nous l'avons indiqué en janvier, une panoplie de mesures laissent supposer que les capacités excédentaires se sont résorbées. La propagation du variant omicron en début d'année n'a pas été un cadeau : 200 000 emplois ont été perdus en janvier – essentiellement dans les mêmes secteurs de services qui avaient déjà subi le gros des mises à pied causées par la pandémie. Mais les données dans d'autres domaines sont assez encourageantes. L'assouplissement actuel des restrictions sanitaires nous autorise à penser que la croissance reprendra et sera forte. Puisque l'économie vient de revenir à son niveau de production potentielle, la forte inflation que nous connaissons n'est donc pas due à une demande excédentaire dans l'économie. Mais pour l'avenir, étant donné que les capacités excédentaires se sont résorbées et que la demande est en vif essor, nous avons besoin de taux d'intérêt plus élevés pour freiner la croissance des dépenses et faire en sorte que la demande ne dépasse pas trop l'offre.

Dans les faits, ces trois phénomènes sont entremêlés et font, ensemble, grimper l'inflation. Mais le fait de relever le taux directeur ne réglera pas les problèmes des chaînes d'approvisionnement et ne fera pas non plus baisser les prix du

pétrole. Ce que la politique monétaire peut accomplir, en revanche, c'est d'augmenter les coûts d'emprunt et de ralentir ainsi la demande intérieure. Pour les ménages et les entreprises qui subissent déjà les effets de l'inflation, une hausse des coûts d'emprunt sera ressentie encore plus directement. Mais le resserrement de la politique monétaire est nécessaire pour pouvoir réduire le nombre de composantes de l'inflation qui sont influencées par la demande intérieure. Ce resserrement de la politique monétaire est aussi nécessaire pour garder les attentes d'inflation bien ancrées et limiter la diffusion des pressions inflationnistes. De cette façon, l'inflation reculera quand les chaînes d'approvisionnement connaîtront moins de perturbations.

Ces trois phénomènes inflationnistes ont tous été des facteurs importants dans la décision de politique monétaire que nous avons annoncée hier. Nous nous attendons à une baisse de l'inflation dans la seconde moitié de l'année du fait du recul de la pandémie. Cependant, comme l'inflation est nettement au-dessus de la cible, nous sommes davantage préoccupés par les risques à la hausse entourant nos perspectives d'inflation. Avec les augmentations de prix qui se généralisent, il est plus difficile d'éviter l'inflation et les attentes d'inflation risquent davantage de passer à un niveau plus élevé. Maintenant que les capacités excédentaires se sont résorbées, la vigueur de la demande donne à la politique monétaire un rôle clair à jouer pour ramener l'inflation à la cible.

Dans ce contexte, le Conseil de direction a fait hier un premier pas vers une remontée des taux d'intérêt, en relevant le taux directeur de 25 points de base pour le faire passer à 0,5 %. Notre taux directeur s'élève ainsi au-dessus de sa valeur plancher pour la première fois depuis la fin de mars 2020, il y a presque deux ans. Nous évaluerons aussi à quel moment nous mettrons fin à la phase de réinvestissement de nos achats massifs d'actifs et laisserons notre portefeuille d'obligations du gouvernement du Canada commencer à décroître.

L'augmentation du taux directeur fera monter les taux d'intérêt consentis aux entreprises et aux ménages canadiens, y compris de nombreux taux hypothécaires et taux préférentiels de prêts, mais aussi ceux appliqués aux produits d'épargne. Dans le contexte actuel, il est approprié d'amorcer un retour à des taux d'intérêt plus normaux. L'économie est capable de le prendre. Nous savons qu'il s'agira d'un ajustement considérable et nous avons la ferme intention de resserrer la politique monétaire de manière réfléchie et prudente, en nous préoccupant des effets de ce resserrement et en les suivant de près. La Banque s'est engagée à ramener l'inflation à la cible de 2 % et à garder les attentes bien ancrées.

Resserrement quantitatif

Permettez-moi maintenant de passer au second volet de mon intervention. Compte tenu de la décision d'hier de relever le taux directeur, il serait naturel d'ensuite mettre fin au réinvestissement et amorcer le resserrement quantitatif.

Avant d'expliquer comment marcherait le resserrement quantitatif, je voudrais vous rappeler comment nous en sommes arrivés là. Au tout début de la pandémie, au printemps 2020, nous avons commencé à acheter de grandes quantités d'obligations émises par le gouvernement du Canada, d'abord pour restaurer le bon fonctionnement des marchés, puis pour renforcer la détente

monétaire. Ce programme d'assouplissement quantitatif a aidé à réduire les coûts d'emprunt des ménages, des entreprises et des gouvernements en exerçant une pression à la baisse sur les taux d'intérêt à long terme¹. .

Au lancement du programme d'assouplissement quantitatif, nous achetions toutes les semaines au moins 5 milliards de dollars d'obligations du gouvernement du Canada. Couplé à des indications prospectives exceptionnelles, ce programme a fait baisser les taux d'intérêt sur les obligations à long terme. Mais la reprise économique a rendu moins nécessaire la détente amenée par le programme. En octobre 2020, nous avons commencé à réduire le rythme des achats, et en octobre 2021, nous y avons mis fin et sommes passés à la phase de réinvestissement. Durant les quatre derniers mois, nous avons gardé la taille de notre portefeuille d'obligations du gouvernement du Canada stable : nos achats ont uniquement servi à remplacer les obligations arrivées à échéance.

À partir du moment où nous commencerons à procéder à un resserrement quantitatif, nous cesserons d'acheter des obligations du gouvernement du Canada. Dès lors, les obligations du gouvernement qui arriveront à échéance ne seront pas remplacées lorsqu'elles sortiront du bilan de la Banque. Vu que le portefeuille de la Banque et les échéances de ces titres sont publiés dans notre site Web, le calendrier et le rythme du resserrement quantitatif seront connus de tous. Nous n'avons pas l'intention de vendre activement des obligations. Par rapport à la plupart des banques centrales qui ont mis en place des programmes d'assouplissement quantitatif, l'échéance moyenne des titres à notre bilan est plus courte. Environ 40 % des obligations de notre portefeuille vont arriver à échéance au cours des deux prochaines années. Toutes choses étant égales par ailleurs, notre bilan devrait donc diminuer relativement vite. À mesure que les titres du gouvernement du Canada dans notre portefeuille arriveront à échéance et sortiront de notre bilan, le niveau des soldes de règlement à notre bilan, qui s'établit aujourd'hui à environ 250 milliards de dollars, baissera aussi².

Le resserrement quantitatif servira de complément aux relèvements du taux directeur et créera une pression à la hausse sur les taux d'intérêt pour les échéances les plus courantes chez les emprunteurs. Permettez-moi encore de rappeler que notre principal instrument reste le taux directeur. C'est pourquoi les

¹ Voir P. Beaudry (2020), « Nos opérations du programme d'assouplissement quantitatif : une radiographie », discours prononcé par vidéoconférence devant les Chambres de commerce du Grand Moncton, de Fredericton et de Saint John (Nouveau-Brunswick), 10 décembre.

² Avant la pandémie, les soldes de règlement étaient presque nuls. Il y a de grandes chances que le besoin de liquidité dans le système financier soit plus élevé qu'avant la pandémie, mais reste beaucoup plus bas que maintenant, et ce, pour plusieurs raisons, parmi lesquelles figurent l'évolution des préférences des investisseurs pour des actifs sûrs et liquides, les changements apportés aux systèmes de paiement canadiens, et les modifications réglementaires qui favorisent une plus grande utilisation des dépôts de banques centrales. Quand la Banque se rapprochera de ce niveau, on peut s'attendre à ce qu'elle reprenne ses achats limités d'obligations, comme elle avait l'habitude de le faire pour accomplir ses opérations courantes. Voir T. Macklem (2021), « Le point sur la situation économique : le programme d'assouplissement quantitatif et la phase de réinvestissement », discours prononcé par vidéoconférence devant la Fédération des chambres de commerce du Québec, 9 septembre.

ajustements qui seront apportés au rythme et au calendrier de réduction de la détente monétaire passeront en priorité par notre taux directeur. Plusieurs raisons l'expliquent. Nous modifions le taux directeur depuis longtemps pour stimuler ou ralentir l'économie. Les changements de taux d'intérêt sont plus faciles à calibrer et à communiquer. Le taux directeur est un outil souple qui nous a permis d'avoir un taux d'inflation bas, stable et prévisible depuis que la Banque du Canada a commencé à cibler l'inflation en 1991. Le niveau du taux directeur restera donc l'outil le plus important de notre politique monétaire. Et, comme nous l'avons indiqué en janvier, les Canadiens doivent s'attendre à voir les taux d'intérêt augmenter.

Conclusion

Permettez-moi de conclure.

Nous vivons une période inquiétante. L'invasion de l'Ukraine par la Russie est profondément troublante. C'est une nouvelle source d'incertitude qui vient s'ajouter à celle qui persiste quant à l'évolution de la COVID-19, même au sortir de la vague omicron. Les perturbations des chaînes d'approvisionnement se poursuivent aussi, altérant le prix et la disponibilité de nombreux biens. Toutes ces questions ont été au cœur des délibérations qui ont mené à notre décision d'hier, et nous devons composer avec elles. Cependant, les capacités excédentaires se sont résorbées, l'économie est sur une solide lancée et l'inflation est trop élevée. Compte tenu de l'ensemble de ces facteurs, la Banque a fait hier le premier pas vers la normalisation de la politique monétaire au Canada.

Et les Canadiens peuvent être certains que nous continuerons de faire le nécessaire pour remplir notre mandat.

Je vous remercie.