



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours de Toni Gravelle
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Association des économistes québécois
12 mai 2022
Montréal, Québec

Affronter la tempête

Introduction

Bonjour. Je suis très content d'être ici, surtout parce que c'est mon premier discours en personne comme membre du Conseil de direction de la Banque du Canada. C'est vraiment agréable d'être avec un public accueillant et des collègues économistes – sans les arrière-plans virtuels. Je m'excuse à l'avance de ne pas pouvoir rester longtemps après mon discours.

Donc, je vais entrer tout de suite dans le vif du sujet : le choc des prix des produits de base causé par la pandémie et la guerre en Ukraine – et ses implications pour le Canada. Les prix des produits de base ont beaucoup varié depuis le début de la pandémie. Et là, avec cette horrible guerre et son effet sur l'offre de nombreux produits de base, les prix augmentent encore plus. Aujourd'hui, je vais expliquer en quoi ce choc n'a pas le même impact sur la croissance économique du pays que ceux du passé.

Je vais discuter de certaines similitudes – et de différences importantes – entre le contexte d'inflation actuel et celui des années 1970. Je vais aussi parler de la tempête de facteurs faisant grimper l'inflation plus haut que prévu.

Enfin, je vais parler de la trajectoire possible du taux directeur.

Une flambée qui dure depuis deux ans

Selon l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada, les prix nominaux des produits de base ont doublé depuis l'été 2020. Plus particulièrement, les prix du pétrole ont bondi de 150 %. Deux facteurs sont à l'œuvre ici : le bouleversement économique causé par la pandémie et, plus récemment, la guerre en Ukraine. Je vous explique.

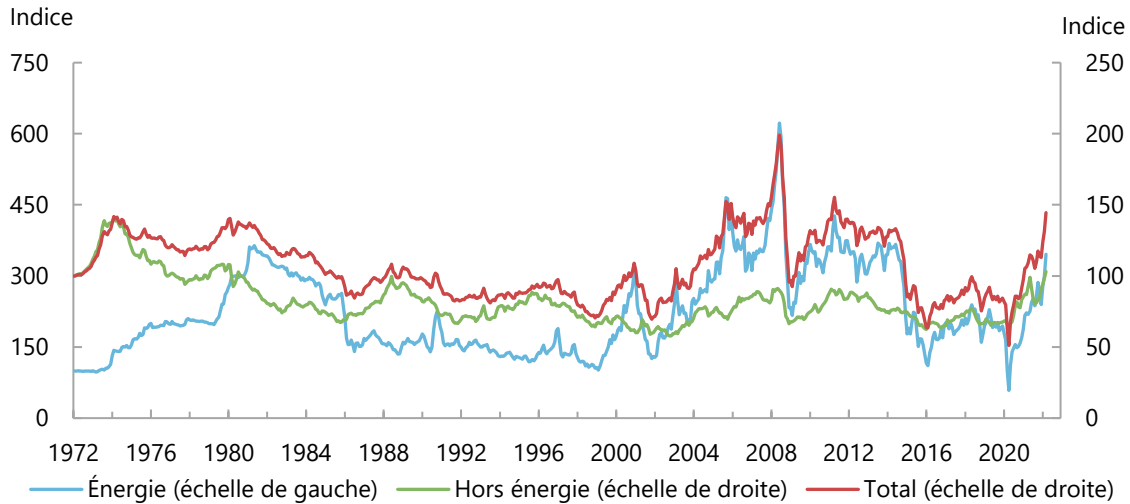
La pandémie a changé le paysage économique partout dans le monde. Quand elle a commencé, les prix des produits de base ont chuté. On se souvient tous du litre d'essence à 70 ou 80 cents durant le premier confinement. Mais depuis le printemps 2020, les prix du pétrole et de nombreux autres produits de base ont augmenté (**graphique 1**).

Je tiens à remercier Gino Cateau et Olivier Gervais
de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 12 mai 2022
à 11 h 35, heure de l'Est

Graphique 1 : Tous les indices des prix des produits de base ont enregistré une hausse marquée

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada, données mensuelles réelles



Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2022

Une part de cette hausse provient de facteurs d'offre : les sécheresses et autres phénomènes météo extrêmes, le ralentissement de la production causé par la pandémie, et la congestion des infrastructures de transport. Mais le vif rebond de la demande a aussi été un facteur important de la hausse des prix. Par exemple, la demande mondiale de pétrole a grimpé de 5,6 millions de barils par jour en 2021, mais l'offre, de seulement 1,4 million. Cette situation a entraîné une baisse des stocks pétroliers dans le monde, et des pressions à la hausse sur les prix. Les perturbations de l'offre mondiale de pétrole causées par la guerre en Ukraine ont mis encore plus de pressions à la hausse sur les prix du pétrole et de beaucoup d'autres produits de base.

Et le Canada dans tout ça ?

Tout d'abord, à cause de la hausse des prix du pétrole, du blé, de l'engrais et d'autres produits de base, les Canadiens paient plus cher pour leurs achats de tous les jours, comme l'essence et l'épicerie. Ensuite, la montée des prix des produits de base que le Canada exporte améliore les termes de l'échange du pays – soit le rapport entre le prix des exportations et celui des importations. Généralement, ça fait augmenter la production, les exportations et les investissements dans les secteurs liés aux produits de base. Résultat : l'emploi est stimulé; les entreprises obtiennent de meilleurs profits; les travailleurs, de meilleurs salaires; et les gouvernements, de meilleurs revenus. Tous ces gains sont réinjectés dans l'économie par des dépenses plus élevées en biens et services.

Toutefois, la réaction de l'économie canadienne à la montée des prix des produits de base semble plus modérée que d'habitude. Avant, le Canada pouvait compter sur la vigueur des investissements dans le secteur de l'énergie quand les prix étaient élevés, par exemple de la fin des années 1990 jusqu'aux alentours de 2007. Mais les investisseurs s'attendent à ce que la demande de combustibles fossiles ralentisse à moyen et long terme, ce qui freine les

investissements dans ce secteur. En fait, le secteur pétrolier et gazier freine la croissance globale des investissements depuis 2015 (**graphique 2**). On s'attend donc à ce que l'augmentation du niveau des investissements due à la hausse récente des prix des produits de base corresponde à moins de la moitié de ce que nos modèles prédisent généralement selon des relations historiques.

Bref, le choc des prix des produits de base devrait avoir des effets positifs modestes sur les perspectives de croissance du pays – moins forts que les chocs passés.

Graphique 2 : Le secteur pétrolier et gazier a freiné la croissance des investissements

Contribution des investissements du secteur pétrolier et gazier à la croissance des investissements totaux, données annuelles



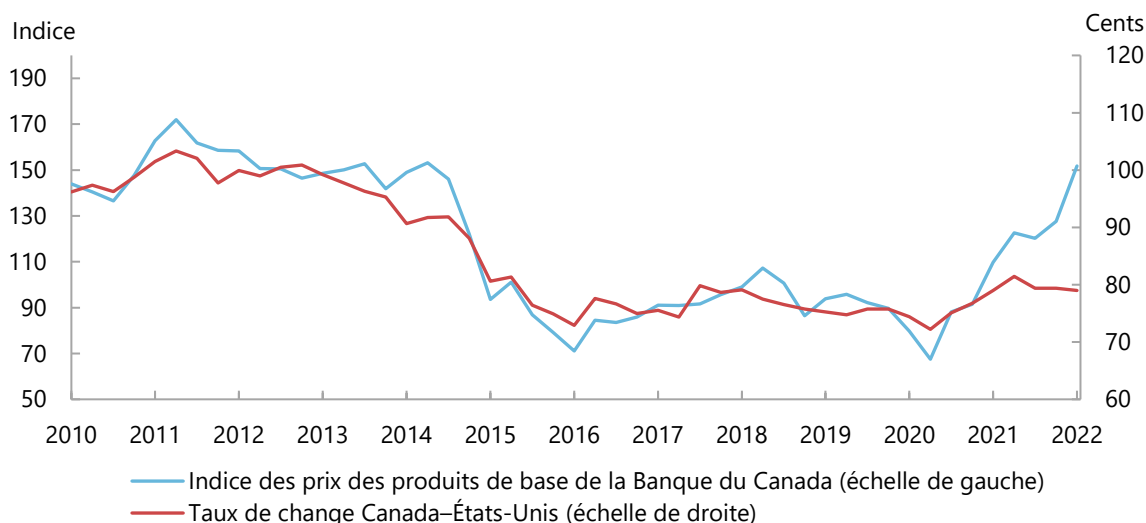
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2020

Les répercussions sur notre monnaie sont une autre différence. D'habitude, le dollar canadien s'apprécie en parallèle avec la hausse des prix des produits de base, mais ce n'est pas vraiment ce qu'on voit en ce moment (**graphique 3**). Ce changement pourrait être en partie attribuable au climat d'investissement dont je viens de parler. Les flux d'investissements étrangers dans le secteur énergétique canadien ne sont pas aussi importants qu'avant, ce qui réduit la croissance potentielle du volume d'exportations. Il n'est donc pas très surprenant de voir que d'autres facteurs ont fortement influencé les variations du dollar canadien, ce qui incite certains à dire qu'il ne suit plus les prix des produits de base. Le principal facteur est sans doute la vigueur du dollar américain. Celui-ci a profité des mouvements vers les valeurs refuges quand la guerre en Ukraine a commencé, et de la forte montée des taux d'intérêt aux États-Unis par rapport à d'autres pays ces derniers mois.

Graphique 3 : Le taux de change Canada-États-Unis a été moins influencé par les prix réels des produits de base

Données trimestrielles



Source : calculs de la Banque du Canada

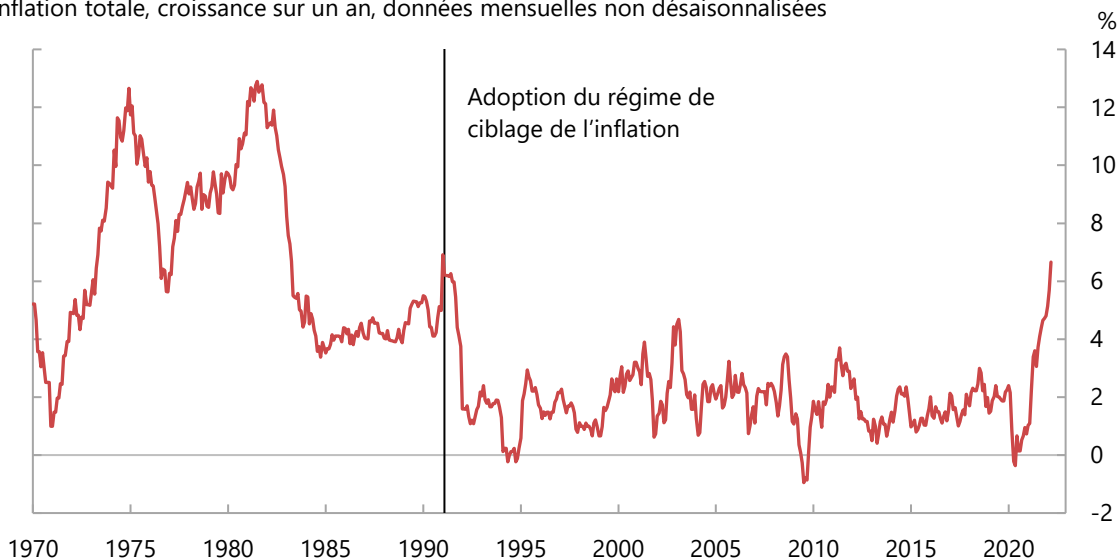
Dernière observation : 2022T1

Voilà qui me ramène à l'inflation. On sait qu'elle va être plus élevée que prévu dans le monde et au Canada à cause de la guerre. En effet, pour les produits de base, l'offre est entravée, tandis que la demande mondiale demeure en grande partie intacte. Et comme le dollar canadien ne s'apprécie pas autant que d'habitude avec un choc de prix comme celui-ci, les prix des biens importés ne baissent pas. Une telle baisse aurait contribué à réduire le prix de certains produits courants.

Tout compte fait, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) était de 6,7 % en mars – un niveau inégalé en plus de trente ans (**graphique 4**).

Graphique 4 : L'inflation atteint un sommet inégalé depuis plusieurs décennies

Inflation totale, croissance sur un an, données mensuelles non désaisonnalisées



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2022

L'inflation est là, mais pas la stagflation

Avec l'inflation qui atteint des sommets sans précédent en 30 ans, il est normal qu'on fasse certains parallèles avec la stagflation des années 1970. Mais ce n'est pas justifié. Oui, l'inflation atteint des sommets jamais vus depuis plusieurs années à cause, en partie, des chocs des prix du pétrole et d'autres produits de base qui sont attribuables à l'offre – comme dans les années 1970. Mais l'inflation est pas mal plus basse qu'à ce moment-là. Et aussi, la stagflation est une période où il y a en même temps une forte inflation, un haut taux de chômage, et une croissance très faible ou nulle.

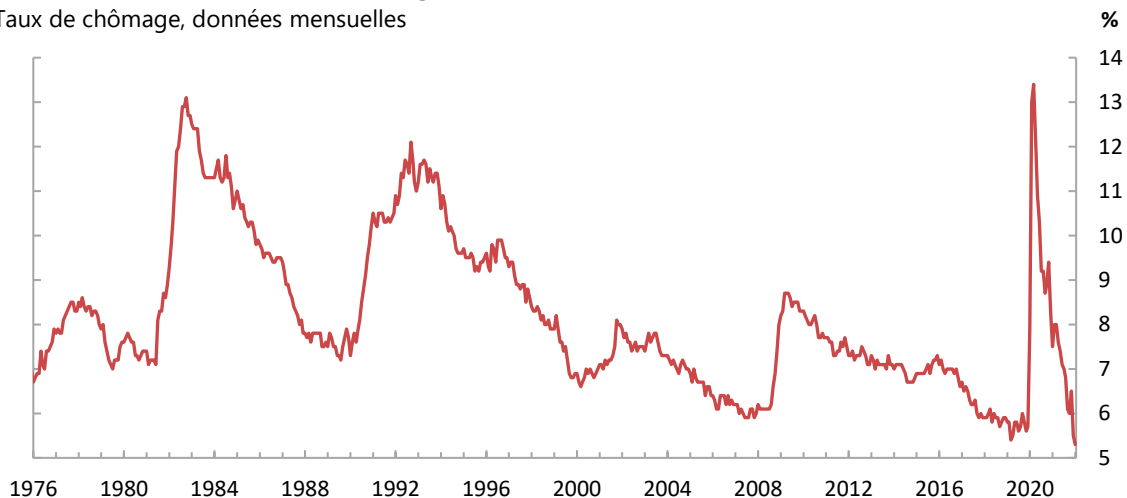
Présentement, on ne voit pas les aspects stagnants de la stagflation – bien au contraire.

Beaucoup de mesures indiquent que l'économie canadienne tourne à plein régime. Durant la deuxième moitié de 2021, le taux de croissance trimestriel annualisé du produit intérieur brut était de 6 % en moyenne. Et on s'attend à ce qu'il soit d'environ 5 % dans la première moitié de 2022. La dernière fois qu'on a vu ça, c'était pendant une période de 12 mois qui s'est terminée à la mi-2000, il y a 22 ans. C'était aussi la dernière fois qu'on avait relevé notre taux directeur de 50 points de base.

Une autre différence importante entre aujourd'hui et les années 1970 est la situation du marché du travail. Le taux de chômage avoisinait 8 % en moyenne d'environ 1976 à 1982, quand la stagflation était à son plus haut. Et qu'en est-il aujourd'hui? Eh bien, le marché de l'emploi est très tendu, beaucoup plus qu'à cette époque. Le taux de chômage est à 5,2 %, soit un creux record (**graphique 5**). Quant à l'emploi total et au nombre total d'heures travaillées, ils se trouvent bien au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie (**graphique 6**). Selon les résultats de notre dernière enquête sur les perspectives des entreprises, les pénuries de main-d'œuvre sont encore répandues et beaucoup d'entreprises ont de la difficulté à pourvoir leurs postes vacants. Et c'est surtout le cas au Québec. En général, la création d'emplois est robuste depuis l'automne dernier dans la Belle Province, et le taux de chômage est maintenant à un creux historique de 3,9 %.

Graphique 5 : Le taux de chômage touche un creux historique

Taux de chômage, données mensuelles

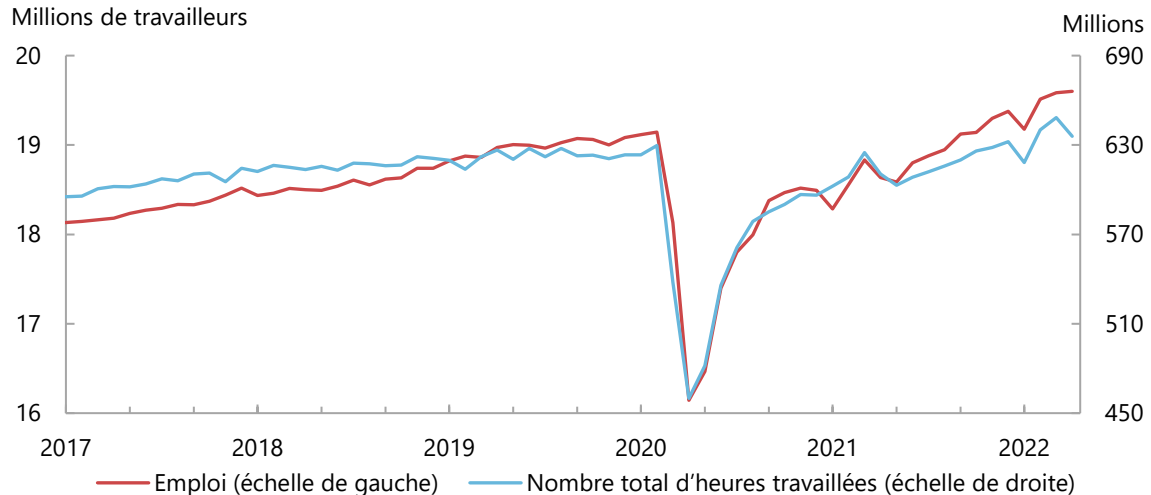


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : avril 2022

Graphique 6 : L'emploi et le nombre total d'heures travaillées se sont remis de la pandémie

Données mensuelles désaisonnalisées



Source : Statistique Canada

Dernière observation : avril 2022

Certains vont dire que tout ça est bien beau, mais vont se demander si on ne pourrait pas voir de la stagflation d'ici à peu près un an. Ou encore si on ne pourrait pas voir la croissance baisser à mesure que la Banque relève le taux directeur. Oui, la croissance va ralentir – les hausses de taux visant à réduire la demande excédentaire et à la ramener en équilibre avec l'offre. Ça devrait faire baisser l'inflation, éliminant ainsi la possibilité de stagflation. Par exemple, on a une grande demande excédentaire de logements et de biens sensibles aux taux d'intérêt, qui sont parmi les principaux vecteurs de pressions inflationnistes. Cette demande devrait s'équilibrer avec l'offre au fil des hausses de taux, ce qui va réduire ces pressions.

Plus important encore, un ralentissement de la croissance ne doit pas nécessairement rimer avec un haut taux de chômage, la combinaison typique derrière la stagflation des années 1970. Présentement, le nombre de postes vacants est très élevé. Les employeurs doivent donc recruter encore plus de travailleurs à partir d'une population active en déclin. En faisant baisser la demande globale, on peut faire baisser la demande de main-d'œuvre, et donc réduire les pénuries de travailleurs. Ainsi, les employeurs pourraient cesser de chercher de nouveaux employés, et garder leurs effectifs tels quels, sans trop affecter le taux de chômage. Ce scénario permettrait de faire un atterrissage en douceur.

Parlant du marché du travail, j'aimerais soulever un autre point important : le fait que la dynamique des salaires a changé depuis les années 1970, où la persistance de l'inflation élevée jouait un plus grand rôle dans la négociation des salaires. Il suffit de regarder la durée moyenne des conventions collectives au Canada, qui a plus que doublé entre le début des années 1980 et 2021, passant

d'environ 18-20 mois à 42 mois¹. On peut en déduire que, de nos jours, les travailleurs syndiqués sentent moins fréquemment le besoin de revoir leur convention collective pour suivre les hausses de prix que dans les années 1970 ou au début des années 1980.

Ceci m'amène à la dernière différence, qui est plus fondamentale : c'est le régime de ciblage de l'inflation adopté par la Banque du Canada en 1991. L'intention de la Banque dans cette première entente avec le gouvernement du Canada – et dans tous ses renouvellements – était de cibler un taux d'inflation bas et stable. Le but : permettre aux Canadiens de prendre des décisions financières sans craindre que l'inflation fasse baisser la valeur de leur argent². Et ça a marché. Ce cadre de politique monétaire a maintenu l'inflation et les attentes d'inflation à un niveau bas. Les attentes d'inflation à long terme au pays ont baissé : elles étaient de 4 % en 1990, puis se sont stabilisées et établies à 2 % autour de 1995³. On n'a pas de mesures d'attentes d'inflation au Canada pour les années 1970 et 1980. Mais on peut penser qu'elles étaient aussi élevées qu'aux États-Unis dans les années 1970. De la moitié de cette décennie à la moitié des années 1980, elles avoisinaient 7 % en moyenne, selon l'enquête de l'Université du Michigan.

Le ciblage de l'inflation a permis aux ménages et aux entreprises de consacrer moins de temps et d'énergie à essayer de compenser – ou d'esquiver – la hausse des prix à la consommation et des prix des intrants. D'un autre point de vue, ça a permis aux travailleurs de négocier et d'anticiper des hausses salariales en fonction de leurs compétences et de leur expérience, et non pour compenser la baisse de leur pouvoir d'achat.

Une tempête qui soulève les prix

Mon prochain sujet est en quelque sorte une leçon d'humilité : je vais parler de l'inflation actuelle et expliquer pourquoi on a été surpris par sa force et sa persistance. En effet, les conditions économiques exceptionnelles durant la pandémie ont créé des pressions inflationnistes plus fortes et tenaces qu'attendu. Le **graphique 7** parle de lui-même. En janvier 2021, on avait prévu que l'inflation allait s'accélérer, mais seulement de façon transitoire, avant de ralentir avec le rétablissement rapide des chaînes d'approvisionnement. Mais comme vous pouvez le constater, on a revu nos projections à la hausse dans chaque *Rapport sur la politique monétaire* publié par la suite. L'une des principales raisons est qu'on a ajusté à plusieurs reprises notre point de vue sur la gravité et la persistance des problèmes de chaîne d'approvisionnement.

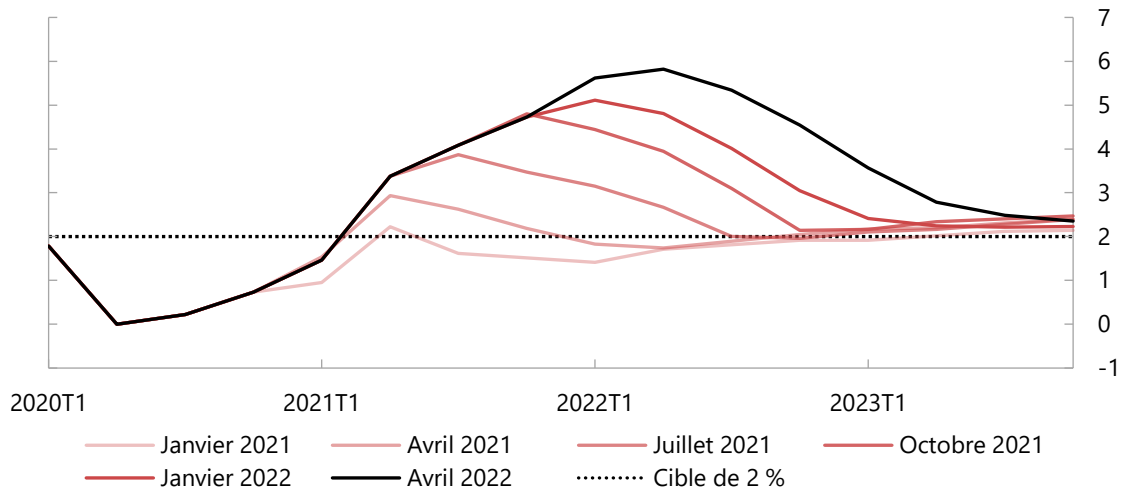
¹ D'après Emploi et Développement social Canada.

² Banque du Canada (1991), « [Cibles de réduction de l'inflation](#) », *Revue de la Banque du Canada*, mars.

³ Taux d'inflation attendus à un horizon de 6 à 10 ans d'après *Consensus Economics*.

Graphique 7 : Les projections d'inflation à court terme ont constamment été revues à la hausse

Projections du taux de variation sur un an de l'inflation globale, données trimestrielles non désaisonnalisées



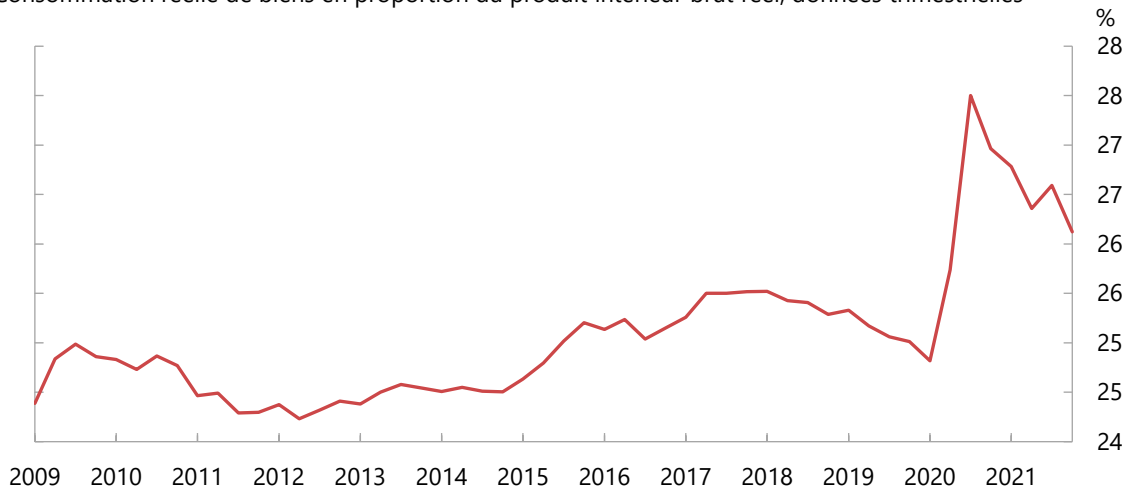
Nota : Les projections sont tirées du *Rapport sur la politique monétaire*.

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

On peut maintenant dire que tous les facteurs étaient réunis pour déclencher une tempête qui ferait monter les prix au Canada et dans le monde. Tout d'abord, la reprise a pris un tournant unique. La consommation de biens et l'activité sur le marché du logement ont vite dépassé les niveaux d'avant la pandémie. En effet, avec la pandémie, les gens se sont mis tout d'un coup à dépenser moins en services et plus en biens (**graphique 8**). Ce changement est venu perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales déjà affaiblies, comme j'en ai parlé dans mon dernier discours. Jumelé aux restrictions sanitaires et à divers phénomènes météo, le vif rebond de la demande mondiale de biens était trop fort pour que l'offre puisse y répondre. Ensuite, comme je l'ai dit, les prix mondiaux des produits de base ont augmenté à une vitesse que personne n'avait anticipée, en partie à cause de la forte reprise économique et, plus récemment, de la guerre en Ukraine.

Graphique 8 : La pandémie a fait bondir la consommation de biens

Consommation réelle de biens en proportion du produit intérieur brut réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2021T4

De plus, la résolution des problèmes d'offre est très difficile à modéliser et à prédire. En effet, on prévoyait que ces problèmes persistent un peu, mais pas autant. En fin de compte, les facteurs uniques et essentiellement mondiaux dont je viens de parler ont fait monter l'inflation plus que prévu.

En avril, on a encore une fois révisé nos prévisions d'inflation à la hausse. On a intégré dans notre scénario de référence une part du risque à la hausse lié aux problèmes de chaîne d'approvisionnement plus persistants soulevé dans le *Rapport* de janvier. Dans nos projections d'avril, l'inflation devait frôler 6 % en moyenne dans la première moitié de 2022, puis descendre autour de 2½ % dans la deuxième moitié de 2023, et retourner à la cible de 2 % en 2024. Et étant donné que l'IPC de mars était plus élevé qu'attendu, on va probablement apporter d'autres révisions au profil d'évolution à court terme de l'inflation.

Le taux directeur est en hausse

J'arrive à mon dernier point : la trajectoire du taux directeur. L'économie montre des signes évidents de surchauffe et les marchés du travail sont très tendus. On a aussi ce mélange inflationniste de bouleversements mondiaux et de changements dans les préférences des consommateurs. L'économie a progressé plus que prévu ces derniers trimestres, et on a revu à la hausse la projection de croissance du *Rapport* de janvier pour la première moitié de l'année. Tout ça montre qu'à 1 %, le taux directeur stimule trop l'activité économique, surtout avec l'inflation qui dépasse de loin la limite supérieure de notre fourchette cible. Il faut que le taux directeur soit à un niveau plus neutre si on veut ralentir la croissance de la demande, et retrouver un équilibre économique. C'est pourquoi on fait le nécessaire pour normaliser rapidement le taux directeur. Et on est prêts à agir avec force pour y parvenir.

Bref, avec la demande qui augmente plus vite que la capacité de l'économie, ça prend des taux d'intérêt plus élevés pour freiner l'inflation. Comme on l'a déjà dit : l'économie est capable de le prendre.

Mais je veux nuancer la trajectoire future des taux d'intérêt. Après tout, un économiste regarde toujours les deux côtés de la médaille. En avril, on a dit qu'on pourrait cesser temporairement les hausses dès qu'on arriverait près du taux neutre – soit le taux qui ne fait ni progresser ni ralentir l'économie. Mais on a aussi dit qu'on pourrait aller au-dessus du taux neutre. Regardons ça de plus près.

Tout d'abord, il faut se demander ce qui nous amènerait à suspendre les hausses du taux directeur à l'approche du taux neutre, qu'on estime entre 2 et 3 %. Par exemple, les prix des produits de base pourraient commencer à baisser, surtout si la guerre en Ukraine prenait fin. On pourrait également voir un effet coup de fouet. Le gros des dépenses est passé des services aux biens extrêmement vite au début de la pandémie. Mais maintenant, l'économie est presque entièrement rouverte. Les dépenses en biens pourraient donc baisser plus vite qu'on le pense – et ce, au moment où on verrait enfin une remontée de l'offre et des stocks. Face à cette offre excédentaire, les détaillants et les fabricants auraient la possibilité d'offrir de gros rabais, ce qui pourrait aussi renverser les hausses de prix observées.

N'oublions pas que beaucoup de ménages se sont endettés davantage pour acheter une première propriété. À la fin de 2021, le ratio de la dette au revenu des ménages était de 186 %, comparativement à 181 % avant la pandémie. Les hausses de taux d'intérêt sont là pour freiner la croissance en rendant les emprunts plus chers, généralement dans des secteurs comme celui du logement. Mais cette fois, le ralentissement pourrait être amplifié parce que les ménages surendettés vont devoir consacrer plus d'argent au service de leur dette, et donc probablement réduire leur consommation plus qu'ils ne l'auraient fait. Enfin, l'endettement accru et les prix excessivement élevés des maisons pourraient entraîner un ralentissement plus important que celui qui est déjà prévu dans notre scénario de référence.

Ensuite, il faut se demander ce qui nous amènerait à augmenter le taux directeur au-dessus du taux neutre. Il faudrait que les problèmes d'approvisionnement mondiaux soient plus persistants. Et aussi que les dépenses de consommation montent plus rapidement, à mesure que les restrictions sanitaires sont levées et que les gens pigent plus que prévu dans l'épargne accumulée pendant la pandémie.

Une autre raison est que certains secteurs de l'économie pourraient être moins sensibles aux hausses de taux que dans le passé. C'est parce qu'en moyenne, les Canadiens sont en meilleure santé financière qu'avant la pandémie. Par exemple, le ménage moyen a accumulé 12 000 dollars en actifs liquides, et les Canadiens ont réduit leur dette non hypothécaire⁴. L'activité économique pourrait aussi profiter de facteurs qui ne sont pas directement liés aux variations des taux d'intérêt. Plus précisément, une hausse de l'immigration pourrait stimuler la demande démographique sur le marché du logement. On a d'ailleurs constaté

⁴ S. Kozicki (2022), [Un monde de différence : les ménages, la pandémie et la politique monétaire](#), discours prononcé virtuellement à l'occasion du colloque sur la macroéconomie et la politique monétaire organisé par la Banque fédérale de San Francisco, Californie, 25 mars.

une hausse de la demande de logements plus spacieux et en banlieue pendant la pandémie, qui pourrait en partie persister beaucoup plus longtemps qu'anticipé dans notre projection. Et tout ça pourrait amener une progression de la demande sous-jacente plus forte que dans notre projection actuelle, et ce, malgré les taux d'intérêt plus élevés.

Ces considérations devraient montrer clairement que le taux directeur ne suit pas de trajectoire prédéfinie. On ne cherche pas à arriver à un taux précis; aucune décision n'est prise en mode « pilote automatique ».

Conclusion

C'est le moment de conclure. La situation actuelle est du jamais vu. La flambée des prix des produits de base qui dure depuis l'été 2020 et la réorganisation des chaînes d'approvisionnement – causées par la pandémie et la guerre en Ukraine – ont carrément bouleversé l'économie. La hausse de l'inflation fait mal aux consommateurs dans beaucoup de pays. Tous les Canadiens en ressentent le coût. À un taux annuel de 5 % – soit trois points de pourcentage au-dessus de notre cible –, l'inflation coûte au Canadien moyen 2 000 \$ de plus par année. Ce sont les plus vulnérables qui en souffrent le plus, parce que les prix de produits essentiels comme les aliments et l'essence ont monté en flèche. Ces pressions plus généralisées sur les prix sont une préoccupation majeure pour la Banque.

Mais on est loin de revivre les années 1970. La croissance est forte au pays, et le marché du travail est très tendu. On a un mélange de faible chômage, de forte croissance et, malheureusement, de forte inflation.

Et n'oublions pas que le contexte dans lequel on mène la politique monétaire a changé lui aussi. Depuis les années 1990, la Banque du Canada et d'autres banques centrales ont eu du succès avec le ciblage de l'inflation. Au Canada, l'inflation est restée relativement stable et près de 2 % pendant presque 30 ans. Et on est déterminés à la ramener à la cible par des hausses de taux et des communications claires.

Merci de votre écoute. Je serai heureux de répondre à vos questions.