



Discours de Paul Beaudry
Sous-gouverneur
Chambre de commerce de Gatineau
2 juin 2022
Gatineau (Québec)
(par vidéoconférence)

Le point sur la situation économique : naviguer dans un contexte d'inflation élevée

Introduction

Merci de cette aimable présentation. Je suis heureux de m'adresser à vous aujourd'hui. J'aimerais préciser que la terre où je me trouve fait partie du territoire traditionnel non cédé du peuple algonquin Anishnaabeg.

Je suis originaire de Québec, mais une partie de ma famille vient de la région de Gatineau-Ottawa. C'est donc un réel plaisir pour moi de discuter d'inflation avec la Chambre de commerce de Gatineau. L'inflation est au cœur des préoccupations des Canadiens ces temps-ci, comme elle l'est pour moi et mes collègues à la Banque du Canada.

Le défi que pose l'inflation actuellement est apparu il y a environ un an. Les problèmes d'approvisionnement, qui touchaient au début quelques produits dans un petit nombre de secteurs, se sont étendus à une vaste gamme de produits courants. Plus récemment, l'inflation a été exacerbée en raison de l'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie. La guerre a causé une énorme souffrance humaine en Ukraine, et je sais que la situation demeure très angoissante pour ceux qui ont de la famille et des amis là-bas. La guerre a aussi intensifié les pressions à la hausse sur le prix de l'énergie et d'autres produits de base, et ça a des répercussions sur l'inflation ici au Canada et à l'étranger. Le contexte d'inflation actuel est difficile pour tout le monde, particulièrement pour les personnes à revenu fixe ou à faible revenu.

Quand l'inflation reste élevée pendant une longue période, il peut aussi être plus compliqué pour la Banque de la ramener à la cible de 2 %. En effet, l'inflation peut s'autoalimenter si les ménages et les entreprises anticipent sa hausse dans l'avenir.

Je tiens à remercier Oleksiy Kryvtsov, Thomas J. Carter et Alexander Ueberfeldt de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

L'inflation n'a pas juste été supérieure à notre cible durant la dernière année. Elle a aussi dépassé systématiquement nos prévisions. Quand on va mettre à jour nos projections d'inflation en juillet, on va aussi présenter une première analyse des erreurs qu'on a faites dans nos prévisions d'inflation. Cette analyse nous permettra de mieux évaluer les facteurs qui contribuent à l'inflation.

Aujourd'hui, j'aimerais parler de ce qu'on sait maintenant des facteurs qui ont contribué au contexte actuel d'inflation élevée, des enjeux ainsi que de notre engagement à ramener l'inflation à la cible.

D'abord, je vais faire un bref compte rendu de l'évolution récente de l'économie.

La situation économique depuis avril

L'économie canadienne s'est remise remarquablement vite des effets de la pandémie de COVID-19, et elle affiche un grand dynamisme. En effet, les données des comptes nationaux pour le premier trimestre de 2022, publiées plus tôt cette semaine, montrent que le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 3,1 %, ce qui concorde avec la projection présentée dans notre *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. Ce taux est supérieur au taux de croissance potentiel de l'économie, ce qui veut dire que l'économie évolue encore plus vers une demande excédentaire.

La croissance de l'emploi est forte, et celle des salaires commence à remonter au-dessus des niveaux prépandémiques. Et le taux de chômage, qui avait bondi jusqu'à environ 13 % quand la pandémie a frappé, se situe maintenant à un creux historique d'à peine plus de 5 %. Il y a aujourd'hui presque deux fois plus de postes vacants qu'avant la pandémie, et beaucoup d'entreprises nous disent qu'elles ont de la difficulté à les pourvoir¹.

Le rebond de l'économie, et surtout de l'emploi, a été beaucoup plus rapide que la Banque le prévoyait. Ce rebond a été rendu possible par des mesures de relance budgétaire et de détente monétaire exceptionnelles, des vaccins efficaces et la capacité des Canadiens de s'adapter et d'innover. On s'attend à ce que la croissance continue d'être robuste et à ce que le taux de chômage reste bas. Pour la période à venir, les investissements vigoureux des entreprises, la productivité accrue du travail et la forte immigration devraient contribuer à renforcer la capacité de production de l'économie.

Malheureusement, comme je l'ai mentionné, notre pays connaît aussi une inflation élevée.

À près de 7 % aujourd'hui, l'inflation est nettement supérieure à nos plus récentes prévisions, et elle va probablement augmenter davantage à court terme avant de commencer à baisser. Cette situation exerce des pressions sur les budgets des familles et fait monter le coût des intrants des entreprises.

¹ Dans la plus récente [enquête sur les perspectives des entreprises](#) de la Banque, publiée en avril, la proportion d'entreprises indiquant être confrontées à des pénuries de main-d'œuvre qui limitent leur capacité de répondre à la demande était encore élevée, et la plupart s'attendaient à ce que les pénuries de main-d'œuvre persistent jusqu'en 2023 au moins.

Comme l'inflation est bien au-dessus de notre cible, notre priorité est de la faire baisser. Notre objectif est de garder l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) près de la cible de 2 %, le point milieu d'une fourchette de 1 à 3 %. On vise à ce que l'IPC – le coût d'un panier de biens et services suivi par Statistique Canada – augmente à ce rythme chaque année.

Il est parfois nécessaire de tolérer des écarts à court terme par rapport à la cible de 2 %, mais seulement quand on pense qu'ils seront plus petits et moins durables que ce qu'on voit présentement. On doit éviter que la forte inflation s'enracine.

Je vais vous expliquer ce que j'entends par s'enraciner, et décrire comment les évolutions récentes ont accru ce risque et comment la Banque réagit.

Empêcher l'inflation élevée de s'enraciner

L'inflation s'enracine quand elle se nourrit d'elle-même. Les prix augmentent parce d'autres prix augmentent aussi, et parce que le coût de la main-d'œuvre grimpe. Ce coût grimpe parce que les travailleurs veulent être en mesure de payer les prix plus élevés des biens et services. Aucune force extérieure continue, comme des ruptures d'approvisionnement ou un raffermissement de la demande, n'est nécessaire pour alimenter ce type d'inflation. Elle en vient à augmenter pratiquement d'elle-même, en grande partie parce que les gens s'attendent à ce qu'elle reste élevée ou continue de monter.

Beaucoup peuvent avoir l'impression que c'est déjà le cas. Mais, comme je vais l'expliquer, il y a actuellement des forces extérieures évidentes qui contribuent à l'inflation qu'on connaît.

Toutefois, on doit être déterminé à faire redescendre l'inflation – et on l'est. Plus l'inflation restera longtemps bien supérieure à la cible, plus elle risquera d'influencer les attentes d'inflation et de s'autoalimenter. L'histoire montre qu'une fois que l'inflation élevée s'est enracinée, il est difficile de la faire redescendre sans nuire fortement à l'économie. Il est donc bien plus souhaitable d'empêcher l'inflation élevée de s'enraciner que d'essayer de la juguler une fois qu'elle l'est.

Le mandat de la Banque est renouvelé tous les cinq ans par une entente conclue avec le gouvernement fédéral, qui lui confère l'indépendance d'action nécessaire pour réaliser ce mandat. Le dernier renouvellement, en décembre 2021, a permis de réaffirmer que notre objectif premier est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, c'est-à-dire à la cible de 2 %. L'existence et la continuité de ce mandat, et le fait que l'inflation au Canada avoisine 2 % en moyenne depuis les années 1990, ont aidé à garder les attentes ancrées tout ce temps. Mais, pour s'assurer que l'inflation actuelle ne s'enracine pas au-dessus de 2 %, on doit faire en sorte que ces attentes restent bien ancrées.

Dans ce contexte, certains demanderont pourquoi on n'a pas commencé à augmenter les taux d'intérêt avant le mois de mars de cette année. Je vais vous expliquer pourquoi en décrivant les principales forces responsables de l'inflation dans la dernière année.

Des forces intérieures et mondiales

Deux grandes forces sont derrière la poussée d'inflation actuelle. La première, la plus importante, est essentiellement mondiale et, du point de vue du Canada, agit surtout sur l'offre. La deuxième est en grande partie intérieure et agit surtout sur la demande. Je vais commencer par parler des facteurs intérieurs, parce que la façon de les contrer avec la politique monétaire est plus claire.

L'inflation au Canada induite par la demande survient quand les ménages et les entreprises veulent acheter plus de biens et de services que l'économie est capable d'en produire. Si on la laisse faire, elle peut mener à une inflation durablement élevée.

Les banques centrales réagissent à la perspective d'une inflation portée par la demande en haussant les taux d'intérêt pour ralentir l'activité économique, et ainsi rééquilibrer la demande avec l'offre. Dans notre cas, on a commencé à monter les taux d'intérêt quand on a jugé que l'écart de production s'était refermé. (L'écart de production est la différence entre ce que l'économie est capable de produire et ce qu'elle produit effectivement.) Il faudra du temps pour voir le plein effet de nos hausses des taux d'intérêt. Mais en rendant les emprunts plus chers, notre phase de resserrement va faire en sorte que la demande ne continue pas d'excéder la capacité de production pendant longtemps.

Les forces inflationnistes liées principalement à l'offre et à la conjoncture internationale sont plus compliquées à contrer avec la politique monétaire. C'est particulièrement vrai dans une petite économie ouverte comme celle du Canada. Ces forces étaient bien visibles l'an dernier. Les pénuries et les perturbations de l'approvisionnement sont apparues au moment de la réouverture d'une grande partie de l'économie mondiale, après les premiers confinements causés par la pandémie. La reprise mondiale a provoqué de graves problèmes d'offre dans des secteurs clés comme l'énergie, l'électronique et de nombreux biens de consommation durables². La guerre en Ukraine a amplifié ces problèmes encore plus, tout en entraînant une flambée des prix du pétrole, du blé, des engrains et d'autres intrants³.

À l'échelle mondiale, beaucoup de ces forces extérieures sont aussi portées par la demande. Mais au Canada, elles se répercutent principalement sur les conditions de l'offre, parce qu'on ne peut pas contrôler le prix de la plupart des biens qui font l'objet d'échanges internationaux. C'est pourquoi ces forces sont beaucoup plus délicates à gérer.

En temps normal, les chocs inflationnistes liés aux perturbations de l'approvisionnement à l'étranger sont passagers. Et l'ajustement des taux d'intérêt peut prendre au moins un an avant de faire pleinement effet sur l'inflation. Donc, une banque centrale comme la nôtre qui pratique le ciblage de

² Voir A. Cavallo et O. Kryvtsov (2021), [What Can Stockouts Tell Us About Inflation? Evidence From Online Micro Data](#), document de travail du personnel n° 2021-52, Banque du Canada.

³ Pour en savoir plus, voir T. Gravelle (2022), [Affronter la tempête](#), discours prononcé devant l'Association des économistes québécois, Montréal (Québec), 12 mai.

l'inflation ne réagit habituellement pas à ces chocs, puisqu'aucun resserrement n'est nécessaire pour ramener l'inflation à la cible dans un délai acceptable.

Arbitrages et incertitude

Cependant, décider de ne pas agir est toujours une question de jugement et de risque. Ces décisions supposent des arbitrages. Il faut souvent choisir entre tolérer une inflation au-dessus de la cible qui pourrait persister plus longtemps qu'on le pense, ou affaiblir inutilement l'économie et l'emploi s'il s'avère qu'on a commencé à resserrer trop tôt. Le contexte d'incertitude sans précédent créé par la pandémie a rendu ces calculs beaucoup plus difficiles.

Et donc, quand l'inflation a commencé à grimper au Canada l'an dernier, mes collègues du Conseil de direction et moi avons choisi de garder le taux directeur stable, à un niveau très bas. On a aussi réduit la taille de notre programme d'assouplissement quantitatif à deux reprises en 2021, en avril et en juillet, pour ensuite y mettre fin à l'automne. Mais on a décidé de ne pas monter les taux d'intérêt, pour plusieurs raisons. Premièrement, comme je l'ai dit, les chocs inflationnistes d'origine extérieure sont souvent passagers. Deuxièmement, pour la majeure partie de 2021, l'économie fonctionnait bien en deçà de sa capacité. Il n'y avait donc pas de demande excédentaire. Enfin, avec les vagues successives de COVID-19, on savait qu'un resserrement prématuré risquerait de nuire à la capacité des gens qui ont perdu leur emploi durant la pandémie de retrouver du travail. Et on a été clairs sur ce point dans nos communications, en déclarant notre intention de garder les taux d'intérêt le plus bas possible jusqu'à ce que la capacité excédentaire dans l'économie due à la pandémie se soit résorbée.

Le risque qu'on gérait, c'est celui que l'inflation élevée finisse par influencer les attentes et commence à s'enraciner si elle durait plus longtemps que prévu. Il paraissait raisonnable de prendre ce risque à ce moment-là, vu qu'on observait des capacités excédentaires dans l'économie et qu'on pensait que les sources de l'inflation élevée attribuables à l'offre ne seraient probablement que temporaires.

Aujourd'hui, la situation est tout à fait différente. L'économie canadienne affiche une demande excédentaire. De plus, les perturbations initiales des chaînes d'approvisionnement internationales ont persisté plus longtemps et se sont généralisées davantage que prévu, en partie en raison de la forte demande dans l'économie mondiale. Ces chocs ont également été exacerbés par des événements subséquents qu'on n'avait pas anticipés, comme la guerre en Ukraine et des confinements aussi stricts dans une grande partie de la Chine.

Résultat : il y a maintenant un risque plus grand que les attentes d'inflation se désancrent et que l'inflation élevée s'enracine.

Les attentes d'inflation à court, à moyen terme et à long terme au Canada ont augmenté. Toutefois, les attentes d'inflation à long terme demeurent proches des

niveaux prépandémiques^{4, 5}. En fait, les répondants à notre enquête sur les perspectives des entreprises citent le resserrement de la politique monétaire comme un facteur important qui justifie leur opinion selon laquelle l'inflation va redescendre. De plus, nos enquêtes de notoriété auprès du public indiquent que les ménages comprennent que les problèmes d'offre liés à la pandémie sont la principale cause de la hausse des prix qu'ils observent.

Cela dit, il n'est plus question d'arbitrage : il faut monter les taux d'intérêt, à la fois pour rééquilibrer la demande avec l'offre et pour empêcher que l'inflation ne s'enracine pour de bon.

En complément de nos hausses de taux, on a commencé un processus qu'on appelle le « resserrement quantitatif ». Je m'explique. Pendant une bonne partie de la pandémie, on a acheté des obligations du gouvernement du Canada sur les marchés financiers pour donner une impulsion additionnelle à l'économie et stimuler la reprise. Ces achats, qui ont été faits pour la plupart dans le cadre de notre programme d'assouplissement quantitatif, ont contribué à réduire les taux d'emprunt qui importent aux ménages et aux entreprises. Mais ils ont aussi fait gonfler notre bilan. Dans la phase de resserrement quantitatif, on réduit à nouveau notre bilan en ne remplaçant pas les obligations qui arrivent à échéance.

La taille de notre bilan a atteint un sommet de 575 milliards de dollars au début de 2021. Aujourd'hui, elle avoisine 465 milliards. C'est une diminution de près de 20 %. L'essentiel de notre bilan est maintenant constitué d'obligations du gouvernement du Canada. Selon le profil des échéances de notre portefeuille, on s'attend à ce que la valeur de ces avoirs passe d'environ 440 milliards de dollars à la fin de 2021 à environ 280 milliards d'ici la fin de 2023 – une baisse additionnelle de plus de 35 %. Le resserrement quantitatif est l'opposé de l'assouplissement quantitatif. La réduction de notre portefeuille d'obligations devrait donc faire monter les coûts d'emprunt pour les ménages et les entreprises, ce qui est nécessaire pour rétablir l'équilibre entre la demande et l'offre.

Tant que les Canadiens garderont confiance dans notre cible de 2 %, notre phase de resserrement nous remettra sur la voie d'une inflation basse et stable et d'une économie qui tourne près de sa capacité. La crédibilité de notre cible nous a permis de faire le nécessaire pour sortir l'économie de l'abîme dans lequel la pandémie l'avait plongée. C'était notre première priorité : prévenir la déflation et soutenir une reprise forte. À présent, la priorité est d'empêcher

⁴ Pour en savoir plus, voir le [*Rapport sur la politique monétaire*](#) d'avril 2022 de la Banque du Canada, p. 28-29.

⁵ Comment les attentes sont formées, quel rôle joue la politique monétaire dans ce processus, et comment les attentes influent sur les résultats économiques sont des champs de recherche actifs depuis longtemps. Par exemple, voir J. Boivin (2011), [*Le mode de pensée des gens et son importance*](#), discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston, Ontario, 23 août; M.-A. Gosselin et M. Khan (2015), « [*Une enquête sur les attentes des consommateurs pour le Canada*](#) », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 15-26; O. Kryvtsov et L. Petersen (2021), « [*Central bank communication that works: Lessons from lab experiments*](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, p. 760-780.

l'inflation de s'enraciner et de ramener les choses à la normale, pour que les Canadiens puissent retrouver leur quiétude et cesser de se préoccuper autant des prix de tout ce qu'ils achètent.

Notre décision d'hier

C'est ce qui m'amène à parler de l'annonce d'hier. Le Conseil de direction a décidé de relever le taux directeur de 50 points de base, pour le faire passer à 1,5 %. C'est la troisième augmentation d'affilée, et le deuxième bond consécutif de 50 points de base. On a recours à des hausses de cette taille parce que l'inflation élevée persiste et risque davantage de s'enraciner, et que l'économie surchauffe. Le Conseil de direction maintient fermement son engagement à ramener l'inflation à la cible de 2 % et il est prêt à agir avec plus de force s'il le faut.

Dans nos délibérations, on a discuté du rythme auquel les taux d'intérêt doivent monter, et du niveau qu'ils doivent atteindre pour ramener l'inflation à la cible. Laissez-moi vous rappeler le contexte de notre décision d'avril. Il avait été question de la trajectoire future des taux d'intérêt par rapport au taux neutre, estimé entre 2 et 3 %. C'est le taux qui ne vient ni stimuler ni ralentir la croissance. On avait indiqué qu'il était important de ramener le taux directeur à un niveau neutre rapidement, après quoi on pourrait envisager une pause avant de poursuivre les hausses. On avait aussi dit que si les pressions inflationnistes devenaient plus persistantes, il faudrait probablement dépasser un peu le taux neutre pour ramener l'inflation à la cible.

Voilà pour les discussions d'avril. Pendant les délibérations qui ont mené à la décision d'hier, on a souligné que les pressions sur les prix sont en train de se généraliser. On a aussi noté que l'inflation est bien plus élevée que prévu, et qu'elle va sans doute monter encore avant de commencer à diminuer. Il est donc plus probable qu'on doive amener le taux directeur près ou au-dessus de la limite supérieure de la fourchette du taux neutre pour rééquilibrer l'offre et la demande, et garder les attentes d'inflation bien ancrées.

Conclusion

Je vais maintenant conclure.

Les Canadiens et l'économie ont traversé beaucoup d'épreuves ces deux dernières années. D'abord les effets économiques extrêmes et inégaux de la pandémie, puis la reprise vigoureuse, et maintenant, l'inflation la plus élevée jamais observée depuis des décennies.

Mes collègues du Conseil de direction et moi savons que les temps sont durs pour beaucoup de gens au Canada, comme ailleurs dans le monde. Chaque fois qu'ils font le plein d'essence ou vont au supermarché, ils ont le sentiment que le coût de la vie ne cesse d'augmenter. Mais je tiens à vous assurer qu'on ne laissera pas cette inflation élevée s'enraciner. On va la faire redescendre.

La Banque a le devoir de faire preuve de détermination en continuant à utiliser ses instruments de politique monétaire pour ramener l'inflation à la cible de 2 % et garder les attentes d'inflation bien ancrées. Les Canadiens peuvent compter

sur nous pour atteindre ces objectifs, et pour continuer à leur donner l'heure juste sur les défis devant nous et notre plan pour les surmonter. Merci.