



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours de Paul Beaudry
Sous-gouverneur
Faculté des arts de l'Université de
Waterloo
Conférence *Distinguished Lecture*
in Economics
20 septembre 2022
Waterloo (Ontario)

La macroéconomie des années 2020 : ce que nous avons appris et ce que l'avenir nous réserve

Introduction

Bon après-midi à toutes et à tous, et merci de m'avoir invité à vous présenter une communication à titre de conférencier éminent sur l'économie. C'est un honneur pour moi d'être la neuvième personne à prendre la parole dans le cadre de cette série de conférences annuelles.

Je tiens spécialement à remercier le professeur Francisco Gonzales d'avoir songé à moi pour donner ce discours. Francisco et moi nous connaissons depuis près de 20 ans et nous avons discuté de nombreuses questions économiques pendant cette période. J'espère que certaines des notions que je vais aborder aujourd'hui – en particulier la question des retombées et l'importance de la coordination – trouveront un écho chez lui et chez les étudiants qui ont eu le plaisir de suivre ses cours.

Je suis très heureux d'être avec vous en personne après plus de deux ans d'événements virtuels et hybrides. La pandémie de COVID-19 a assurément perturbé de nombreux aspects de notre vie, de notre bien-être physique et mental, ainsi que notre capacité à étudier et à travailler. Malheureusement, certains d'entre nous ont même perdu des êtres chers à cause de ce virus mortel.

Il va sans dire que la pandémie a également eu des effets sans précédent sur les économies nationales et mondiale. Jamais auparavant le monde entier s'était refermé sur lui-même aussi rapidement et d'un seul coup – sans parler des hauts et des bas que nous avons connus depuis mars 2020, au gré des réouvertures et des fermetures des économies. Et à présent, nous avons affaire aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, à la guerre en Ukraine et à une inflation qui n'a pas été aussi élevée depuis des décennies.

Je tiens à remercier Thomas Carter et Nicholas Sander de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 20 septembre 2022 à 15 h 30, heure de l'Est

Quand la pandémie de COVID-19 a frappé, la Banque du Canada – comme bien d'autres banques centrales – a pris toute une série de dispositions. Certaines d'entre elles étaient inédites et innovantes pour répondre à la situation à laquelle nous étions soudainement confrontés. Les autres avaient déjà été appliquées lors d'autres crises. C'est un principe essentiel, en tant que décideurs : on s'inspire des expériences passées pour déterminer les mesures les plus à même de soutenir l'économie, de maintenir l'inflation à la cible et de préserver le bien-être des ménages et des entreprises.

Avec le recul, je pense qu'il y a plusieurs choses qu'on a bien faites en essayant de gérer les conséquences économiques de la pandémie. Mais on aurait pu faire mieux dans d'autres domaines.

Alors aujourd'hui, avec le bénéfice du recul donc, je voudrais parler des premières leçons qu'on peut tirer de cette expérience. Je parlerai de ce qui a fonctionné et de ce qu'on pourrait améliorer en cas de ralentissements futurs¹.

Je me concentrerai en particulier sur trois questions.

La première est comment les retombées internationales ont façonné le paysage macroéconomique. Je pense ici à la manière dont les pays ont réagi à la pandémie et se remettent maintenant de celle-ci, et à la façon dont les mesures prises par les différents États ont influencé le contexte mondial. Et j'insisterai sur le fait que les interactions entre pays, durant la pandémie, ont eu des effets différents de ceux observés pendant d'autres récessions, comme celle qui a suivi la crise financière mondiale de 2008-2009.

Ensuite, j'aimerais comparer le vif rebond que nous avons remarqué sur le marché du travail avec les reprises sans création d'emplois que des économies avancées ont parfois connues dans le passé. Je soulignerai ici comment ces différences reflètent, en partie, la façon dont les mesures prises par les autorités ont déterminé l'évolution des bilans des secteurs public et privé.

Pour finir, je vais me pencher sur un sujet qui préoccupe beaucoup de monde en ce moment : l'inflation. De nouvelles données viennent de tomber ce matin : en août, l'inflation s'établissait à 7 %. Nous allons dans la bonne direction, mais ce taux est encore trop élevé. Les consommateurs et les entreprises se demandent à juste titre quand on cessera de sentir l'effet des hausses de prix. Je parlerai aussi du rôle que les attentes jouent dans l'évolution de l'inflation, de la manière dont les banques centrales tentent de les influencer et de ce que cela signifie pour la Banque du Canada, dans ses efforts pour ramener l'inflation à sa cible de 2 %.

Les retombées des mesures prises à l'échelle internationale

Commençons par rappeler que le Canada a une petite économie ouverte, qui compte pour moins de 1,5 % du produit intérieur brut mondial. Notre économie est intégrée à celles de partenaires commerciaux internationaux et dépend

¹ Pour une analyse de nos récentes erreurs dans les prévisions d'inflation, voir Banque du Canada (2022), « Annexe : Les principaux facteurs derrière les erreurs dans les prévisions d'inflation », [Rapport sur la politique monétaire](#), juillet, p. 31-35.

d'elles. Ce qui se passe ailleurs dans le monde a donc des conséquences importantes chez nous.

Cette situation n'est pas propre au Canada. La plupart des pays sont « petits » dans ce sens-là. Par conséquent, les décideurs des différents pays considèrent souvent les conditions mondiales comme acquises. Cela signifie que dans le domaine des politiques monétaire et budgétaire, ils s'attachent à faire des choix qui servent au mieux leurs intérêts nationaux. Ils n'intègrent pas forcément toutes les retombées que ces choix peuvent avoir sur d'autres pays.

Il n'est pas toujours possible ou approprié d'agir de manière à tenir compte de ces retombées. Mais il importe de comprendre comment les choix stratégiques des différents pays déterminent collectivement le niveau global des mesures de relance et de voir si ce niveau est approprié. C'est pourquoi ce type de retombées est un sujet qui figure régulièrement à l'ordre du jour de forums internationaux tels que le G7 et le G20. Les discussions qui se tiennent à ces tables peuvent aider à cerner les domaines dans lesquels un certain degré de coordination pourrait profiter à tous les pays.

Bien sûr, ces retombées sont compliquées, et il est difficile de les modéliser et de les mesurer. Cependant, pendant les périodes où de nombreux pays se remettent de grands chocs mondiaux, comme la pandémie de COVID-19 ou la crise financière mondiale, on peut considérer que les retombées s'opèrent principalement sur deux plans.

Le premier est celui de l'activité réelle. La relance qui a lieu dans un pays stimule les importations de biens et de services d'autres pays, ce qui augmente la demande dans le monde entier et favorise la reprise.

Le second plan est celui de l'inflation. Il concerne la manière dont les mesures de relance font également grimper les prix de nombreux biens échangés au niveau international. À ce problème sont venues s'ajouter les perturbations inédites qui ont touché les chaînes d'approvisionnement pendant la pandémie.

J'ai mentionné plus tôt que les décideurs ont tenté de s'inspirer des crises précédentes pour faire face à la pandémie. Une grande partie des études portant sur les réponses des pouvoirs publics à la crise financière mondiale et à ses conséquences se concentrent sur la question de l'activité réelle.

Pour être plus précis, certaines d'entre elles donnent à penser qu'un retrait plus lent des mesures de relance budgétaire après la crise aurait pu améliorer la situation de l'ensemble des pays grâce à des retombées positives sur la demande. Autrement dit, un processus de retrait plus progressif à l'échelle mondiale aurait pu permettre à chaque pays de bénéficier plus pleinement de la hausse de la demande découlant des efforts de relance de ses partenaires commerciaux². Cet enseignement a influencé de nombreux responsables de la politique budgétaire, car, maintenant que la fin de pandémie de COVID-19 est

² Voir G. B. Eggertsson, N. R. Mehrotra, S. R. Singh et L. H. Summers (2016), « [A Contagious Malady? Open Economy Dimensions of Secular Stagnation](#) », *IMF Economic Review*, vol. 64, n° 4, p. 581-634; R. Caballero, P.-O. Gourinchas et E. Farhi (2015), [Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB](#), document de travail n° 10905, Centre for Economic Policy Research.

proche, on se préoccupe beaucoup au niveau international d'éviter les retraits prématurés des mesures de relance³.

Cependant, il n'y a pas deux crises pareilles. Un trait distinctif de la crise financière mondiale était que de nombreux secteurs et pays ont été confrontés à des niveaux de demande bien inférieurs à l'offre disponible, et ce pendant de longues périodes. Du fait de cette capacité excédentaire, les pressions sur les prix associées aux mesures de relance ont été modestes. Le canal de l'inflation n'a donc joué qu'un rôle relativement limité dans l'évolution générale de la situation au cours de cette période.

La crise de la COVID-19 était clairement très différente. Même lorsque les pays connaissaient une offre excédentaire dans l'ensemble, des secteurs clés fonctionnaient aux limites de leurs capacités ou presque, y compris de nombreux secteurs qui dépendent de biens échangés à l'échelle internationale. Il s'est produit des goulots d'étranglement dans ces secteurs en raison d'un accroissement de la demande dû à la conjonction de politiques de relance, de fermetures et de réouvertures, ainsi qu'au fait que les consommateurs se sont détournés du secteur des services.

En général, quand la demande augmente après une récession, l'offre réagit fortement. Mais pendant la pandémie, l'offre ne pouvait pas suivre le rythme en raison des protocoles de santé publique et des fermetures. Il y a donc eu des retards au niveau de l'approvisionnement, et les consommateurs ont dû attendre pour se procurer divers biens comme des bicyclettes et des meubles. Les prix ont alors monté de façon plus marquée qu'à l'habitude.

Comparativement à la crise financière mondiale, cette situation s'est traduite par une réaction plus vive du côté de l'inflation, et plus timide du côté de l'activité. Par conséquent, la décision d'un pays de maintenir des mesures de relance économique a eu un impact disproportionné sur les autres pays, compte tenu des effets de ces mesures sur les prix des biens échangés à l'échelle mondiale.

Par exemple, tandis que les mesures de relance américaines se répercutaient sur l'économie et entraînaient une augmentation de la demande de voitures neuves, Taïwan – un important centre de fabrication de puces électroniques qui sont indispensables aux voitures modernes – avait de la difficulté à adapter ses processus de production et se trouvait confrontée à une longue accumulation de commandes en attente. Plutôt que la demande stimulée par la relance mène à une hausse de la production automobile, ce goulot d'étranglement a provoqué un blocage de la production mondiale et une envolée des prix, non seulement aux États-Unis mais aussi au Canada et aux quatre coins du globe.

³ Dans un [communiqué publié en février 2021 à l'issue d'une réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G20](#), le groupe avait indiqué avoir discuté des avantages liés à une action commune et à une solide coopération en matière de politiques publiques, et il avait convenu qu'un retrait prématuré des mesures de soutien devait être évité. Dans [une lettre publiée à peu près au même moment](#), la secrétaire au Trésor américain, Janet L. Yellen, exhortait également les pays du G20 à éviter de retirer trop tôt leurs mesures de soutien, soulignant qu'« ensemble, nos efforts seront plus fructueux que la somme de nos réactions individuelles » [traduction].

Le résultat net est que, pendant la phase de reprise de la pandémie, il se peut qu'un processus de retrait un peu plus rapide des mesures de relance à l'échelle mondiale aurait profité davantage à l'ensemble des pays.

En résumé, les leçons tirées de la crise financière mondiale ont permis d'éclairer des éléments clés des mesures à prendre pour faire face à la pandémie.

Toutefois, avec le recul, les décideurs de tous les pays auraient dû être plus attentifs à la possibilité que la nature des retombées mondiales puisse changer au fil du temps. Une meilleure compréhension de ces dynamiques et de la façon dont les actions des États peuvent se répercuter dans le monde entier devrait déboucher sur des réponses mondiales plus efficaces aux chocs futurs.

La reprise des marchés du travail et la question des bilans

Maintenant, j'aimerais discuter de la façon dont les marchés du travail se sont remis de la pandémie. Je vais aussi parler du rôle que les bilans ont joué pour rendre cette reprise plus robuste que celles qui ont suivi d'autres ralentissements.

La figure de gauche du graphique 1 montre le caractère inhabituel de la phase de récupération de la pandémie par rapport à celles de grandes récessions passées. Malgré une chute initiale sans précédent, il n'a fallu qu'une vingtaine de mois pour que l'emploi retrouve son niveau d'avant la récession au pays. Cela représente 6 mois de moins qu'au sortir de la crise financière mondiale et, au bas mot, 18 mois de moins qu'au cours des reprises timides qui ont suivi les récessions des années 1980 et 1990. Comme l'illustre la figure de droite, la différence entre la reprise post-pandémie et celle qui a suivi la crise financière mondiale était encore plus marquée aux États-Unis.

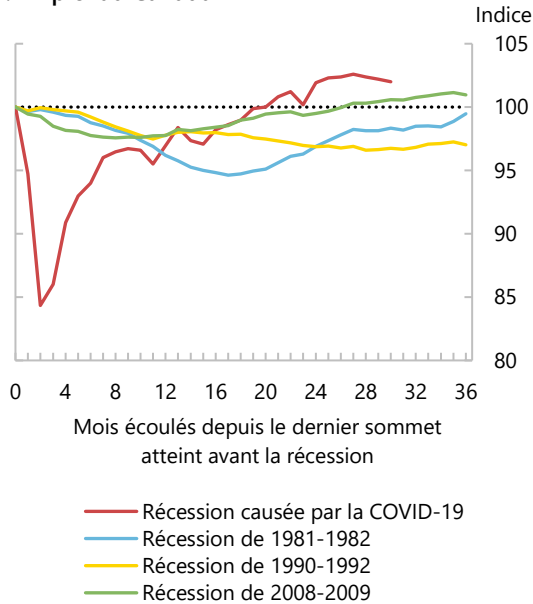
Les recherches et l'histoire nous en apprennent beaucoup sur les facteurs qui ont rendu si lentes bien des reprises par le passé. L'un des enseignements est que les récessions qui mettent à mal la santé financière des entreprises, des institutions financières ou des ménages sont généralement suivies de reprises fragiles⁴.

⁴ Voir R. C. Koo (2009), [*The Holy Grail of Macroeconomics : Lessons from Japan's Great Recession*](#), Singapour, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.; A. Mian et A. Sufi (2014), « [What Explains the 2007-2009 Drop in Employment?](#) », *Econometrica*, vol. 82, n° 6, novembre, p. 2197-2223; G. B. Eggertsson et P. Krugman (2012), « [Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap : A Fisher-Minsky-Koo Approach](#) », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n° 3, août, p. 1469-1513.

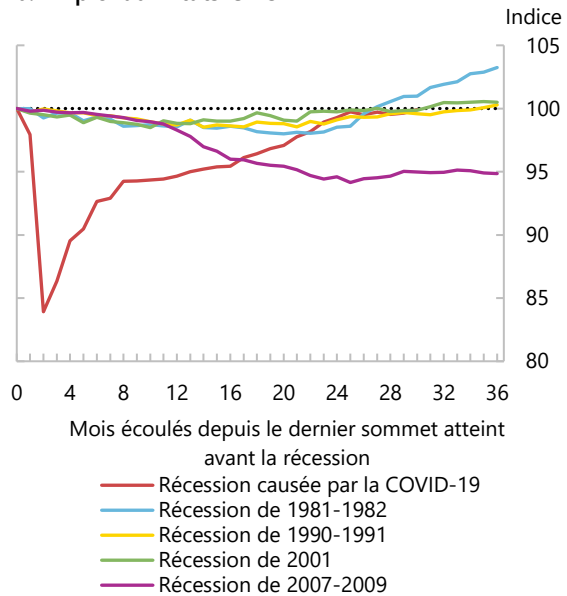
Graphique 1 : Comparativement aux précédents ralentissements, l'emploi au Canada et aux États-Unis s'est remis plus rapidement de la récession causée par la COVID-19

Base 100 de l'indice : dernier sommet atteint au chapitre de l'emploi avant la récession, données mensuelles désaisonnalisées

a. Emploi au Canada



b. Emploi aux États-Unis



Sources : Statistique Canada, Bureau des statistiques du travail des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2022

Un bon exemple est celui des États-Unis pendant la crise financière mondiale, lorsque l'effondrement des prix des logements a fait crouler sous les dettes de nombreux ménages et institutions financières, et même créé des situations de richesse nette négative. Cela a préparé le terrain pour ce qu'on appelle une « récession de bilan », une récession durant laquelle des acteurs clés du secteur privé cherchent avant tout à assainir leurs bilans.

Ce processus de reconstruction prend du temps. Le remboursement des dettes et l'accumulation d'épargne peuvent être bénéfiques à long terme. Mais à court terme, quand ces questions préoccupent de nombreuses entreprises et ménages, cela ne favorise pas une demande vigoureuse ni une reprise rapide. Même dans les économies qui ne sont pas directement touchées par les chocs initiaux sous-jacents – comme au Canada pendant la crise financière mondiale –, le fait qu'un partenaire commercial soit pris dans de tels vents contraires associés à son bilan peut représenter un frein important.

C'est un exemple de ce que les économistes appellent le « paradoxe de l'épargne », une situation où des décisions d'épargne qui semblent raisonnables au niveau individuel se traduisent par des dépenses insuffisantes au niveau collectif. Autrement dit, un surcroît d'épargne personnelle peut nuire à la croissance économique globale durant une récession ou une reprise.

Ce paradoxe peut aussi se manifester quand le risque de chômage s'accroît durant une récession et amène certains ménages à réduire leurs dépenses et à chercher à se constituer une épargne de précaution. Ce choix qui paraît bien

sensé du point de vue des particuliers a des conséquences néfastes sur la demande et les dépenses globales. Par leur réaction à cette baisse de la demande, les entreprises peuvent même déclencher une spirale ascendante du chômage et de l'intérêt pour l'épargne de précaution qui s'autoalimente, aggravant ainsi le ralentissement initial⁵.

Il est facile d'imaginer comment de tels mécanismes auraient pu entraîner un ralentissement beaucoup plus prononcé et une reprise bien plus lente dans le contexte de la pandémie de COVID-19. Heureusement, les décideurs ont tiré des leçons des crises précédentes, et les mesures vigoureuses qu'ils ont prises au cours des deux dernières années et demie ont empêché que s'installe la dynamique inhabituelle de l'épargne et des bilans, qui nuit souvent aux reprises.

À l'évidence, les mesures budgétaires adoptées nous ont permis d'éviter des conséquences plus graves. Pensons aux divers programmes de soutien salarial et du revenu qui ont aidé à protéger les bilans du secteur privé et à favoriser la consommation.

La politique monétaire a joué un rôle de soutien important. Par exemple, les perturbations qui ont touché les marchés financiers au début de l'année 2020 auraient pu provoquer une grave crise financière qui se serait ajoutée à la crise sanitaire dévastatrice. Mais, les banques centrales de partout dans le monde se sont employées à abaisser vigoureusement leurs taux directeurs et à mettre en place un éventail de facilités qui ont assuré le bon fonctionnement des marchés et soutenu le crédit. Dans les deux années qui ont suivi, elles ont eu recours à des combinaisons énergiques de mesures de détente monétaire traditionnelles et non traditionnelles pour appuyer la consommation et favoriser une reprise solide de leur économie.

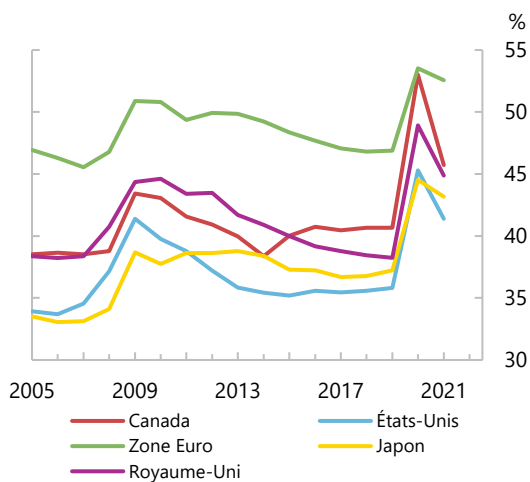
Ensemble, ces mesures de politique budgétaire et monétaire ont permis d'augmenter la taille des bilans du secteur public pour faire contrepoids aux pressions qui auraient pesé lourdement sur les bilans dans le secteur privé (voir graphique 2). Bien sûr, de telles mesures ne vont pas sans des coûts ou des risques. Et il est important de procéder prudemment pour normaliser les bilans du gouvernement et de la banque centrale si l'on veut faire baisser l'inflation maintenant et se garder une marge de manœuvre pour réagir à de futurs ralentissements. À la Banque du Canada, ce processus de normalisation a été amorcé avec la mise en œuvre du programme de resserrement quantitatif.

⁵ Voir M. O. Ravn et V. Sterk (2021), « [Macroeconomic Fluctuations with HANK & SAM : an Analytical Approach](#) », *Journal of the European Economic Association*, vol. 19, n° 2, avril, p. 1162-1202.

Graphique 2 : L'ensemble des dépenses publiques et des actifs détenus par les banques centrales a augmenté dans plusieurs économies avancées

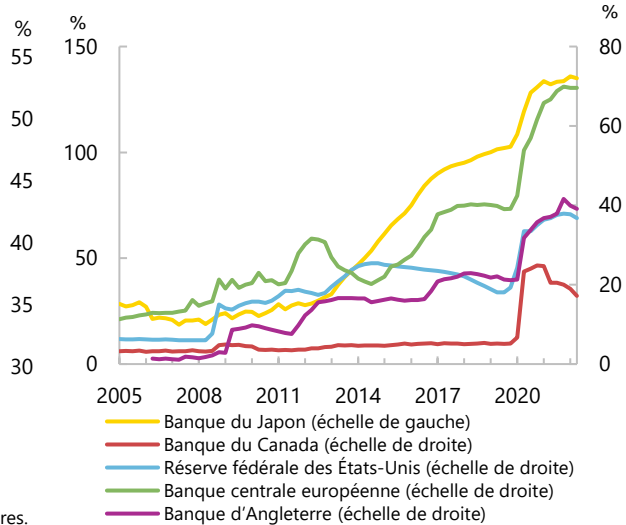
Pourcentage du produit intérieur brut, données annuelles (figure a), données trimestrielles (figure b)

a. Ensemble des dépenses publiques



Nota : Pour certains pays, les chiffres de 2021 sont préliminaires.
Source : Fonds monétaire international
via Haver Analytics Dernière observation : 2021

b. Ensemble des actifs détenus par les banques centrales



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2022T2

Tout compte fait, on peut tirer des leçons encourageantes de la rapidité avec laquelle les décideurs ont réussi à mettre en place des mesures de relance de grande ampleur pour faire face à la pandémie. L'économie canadienne et d'autres économies ont pu ainsi éviter bon nombre des problèmes qui découlent souvent des récessions, ce qui a pavé la voie à un rebond historique des marchés du travail.

Comme il y a beaucoup d'étudiants présents aujourd'hui, je soulignerais également que ces interventions ont été très bénéfiques pour les jeunes, surtout pour ceux qui ont fait récemment leur entrée dans la vie active. Par le passé, les récessions ont laissé des séquelles telles que les personnes qui faisaient leur entrée sur le marché du travail ont souvent mis des années à rattraper les autres cohortes⁶.

Je ne veux certainement pas insinuer qu'il a été facile d'intégrer le marché du travail ces dernières années. Mais, grâce à la reprise rapide et aux vastes possibilités d'emploi, les nouveaux venus sur le marché sont mieux à même de trouver un emploi correspondant à leurs compétences. Ce contexte a permis à beaucoup de jeunes de démarrer leur carrière sur des bases solides, ce qui est bien à la fois pour eux et pour l'économie.

⁶ Voir P. Giuliano et A. Spilimbergo (2014), « [Growing up in a Recession](#) », *Review of Economic Studies*, vol. 81, n° 2, avril, p. 787-817; J. G. Altonji, L. B. Kahn et J. D. Speer (2016), « [Cashier or Consultant? Entry Labor Market Conditions, Field of Study, and Career Success](#) », *Journal of Labor Economics*, vol. 34, n° S1, janvier.

Gérer les attentes pour maîtriser l'inflation

Si les deux sujets que je viens d'aborder ont l'avantage de pouvoir être examinés avec du recul, il en va autrement du dernier point dont je voudrais discuter. En effet, nous sommes toujours en plein milieu de ce sujet-là. Il s'agit de la lutte que nous menons en ce moment pour ramener l'inflation à notre cible de 2 %.

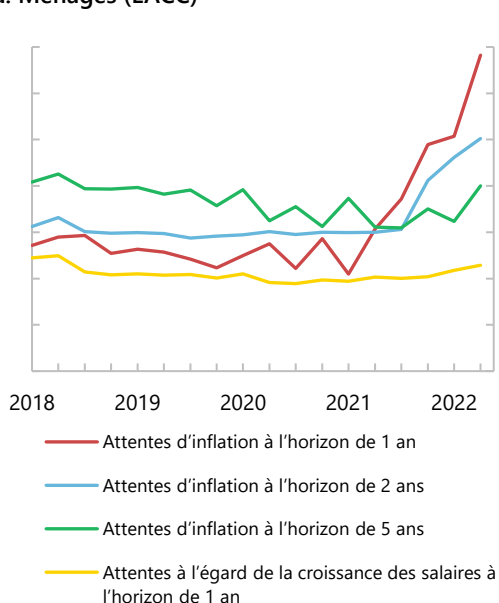
Depuis l'adoption du régime de ciblage de l'inflation en 1991, la Banque a très bien réussi à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. C'est pourquoi les Canadiens en étaient venus à croire que cela ne changerait pas. Ils agissaient donc généralement en conséquence, en prenant des décisions liées à l'épargne, aux dépenses et aux demandes salariales sur la base d'un taux d'inflation avoisinant 2 %.

Aujourd'hui, ce qui avait été la règle pendant longtemps est sérieusement mis à l'épreuve au sortir de la première pandémie mondiale en un siècle et face aux répercussions de l'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie. Ces deux facteurs contribuent aux niveaux d'inflation nettement supérieurs à notre cible tout en haussant les attentes d'inflation à court et à moyen terme. C'est ce qu'on peut voir au graphique 3. La Banque resserre activement la politique monétaire pour freiner l'économie et limiter ces pressions.

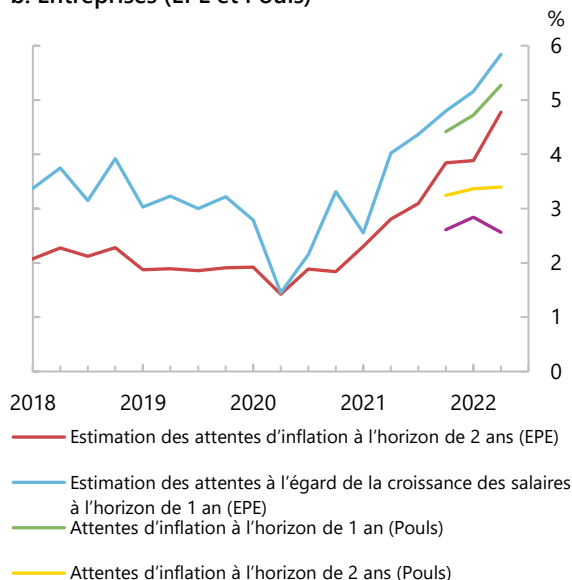
Graphique 3 : Les attentes des ménages et des entreprises à l'égard de l'inflation et de la croissance des salaires ont augmenté

Données trimestrielles

a. Ménages (EACC)



b. Entreprises (EPE et Pouls)



Nota : « EACC » désigne l'enquête sur les attentes des consommateurs au Canada; « Pouls », l'enquête appelée Le Pouls des entrepreneurs; et « EPE », l'enquête sur les perspectives des entreprises.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2022T2

Dans ce contexte, beaucoup de discussions portent sur ce que devrait faire la politique monétaire pour réduire le risque que les attentes d'inflation augmentent durablement au-dessus de la cible. Ce processus, appelé « désancrage », peut être associé aux spirales des salaires et des prix qui s'autoalimentent et dont j'ai fait la mise en garde dans mon dernier discours⁷. Afin d'éviter cela et de ramener durablement l'inflation à la cible, certains croient que les décideurs pourraient devoir provoquer un ralentissement important, voire une récession.

Je veux parler de ces préoccupations.

La meilleure stratégie pour faire face à une inflation élevée – et, surtout, pour éviter le désancrage – dépend en partie de la façon dont les gens forment leurs attentes à l'égard de l'inflation. Alors, examinons d'abord deux théories très différentes de formation des anticipations et ce qu'elles impliquent pour le processus de désinflation.

Selon la première théorie, les attentes d'inflation sont rétrospectives – ou « adaptatives », comme les appellent les économistes. Cela veut dire que les ménages et les entreprises fondent leurs attentes sur l'inflation passée, sans essayer de prévoir comment l'avenir pourrait différer du passé. En gros, cette

⁷ Voir P. Beaudry (2022), [Le point sur la situation économique : naviguer dans un contexte d'inflation élevée](#), discours prononcé devant la Chambre de commerce de Gatineau, 2 juin.

théorie considère que les gens ne croient pas du tout ce que dit la banque centrale au sujet de l'inflation tant qu'ils ne l'ont pas vu eux-mêmes.

La théorie relative aux attentes adaptatives suppose qu'en période de forte inflation, les attentes d'inflation vont augmenter et que les banques centrales ne pourront pas miser sur de simples communications sur l'orientation future de la politique monétaire pour les faire redescendre. Les décideurs doivent plutôt faire en sorte qu'il y ait suffisamment de capacités excédentaires dans l'économie pendant un moment pour que l'inflation diminue et qu'elle fasse baisser à son tour les attentes au fil du temps. Les chercheurs comparent parfois ce processus à celui visant à gagner en crédibilité, car c'est quand les décideurs montrent qu'ils sont prêts à tolérer un ralentissement significatif pour ramener durablement l'inflation réalisée et attendue à la cible que cela finit par se produire.

La deuxième théorie est complètement à l'opposé. En fait, les attentes sont « rationnelles », comme le disent les économistes. Cette théorie postule que les entreprises et les ménages ont une vision prospective et qu'ils comprennent le fonctionnement de l'économie et l'incidence qu'a la politique monétaire sur celle-ci. En particulier, elle suppose que les entreprises et les ménages sont capables de mener la réflexion intellectuelle requise pour traiter les nouvelles données et évaluer leurs implications probables pour les résultats futurs.

Selon cette perspective d'attentes rationnelles, la compréhension qu'ont les gens que les décisions appropriées en matière de politique monétaire vont finir par ramener l'inflation à la cible peut contribuer à maintenir les attentes près de la cible en période de forte inflation. Pour y parvenir, les banques centrales doivent s'engager à atteindre une cible d'inflation et à communiquer clairement cet engagement aux ménages et aux entreprises.

Si l'engagement est crédible, les anticipations du secteur privé selon lesquelles l'inflation va retourner à la cible à long terme donnent alors lieu à une série de décisions concernant l'établissement des prix et des salaires qui aident à maintenir l'inflation au niveau souhaité à court et à moyen terme. Cela réduit considérablement le besoin d'avoir pendant un moment une marge de capacités excédentaires importante au sein de l'économie de façon à ramener durablement l'inflation à la cible.

La vérité, comme vous pouvez vous en douter, réside quelque part entre ces deux théories. L'histoire peut nous éclairer ici. Par exemple, de nombreuses études ont été consacrées à la période de désinflation que Paul Volcker a provoquée quand il était président de la Réserve fédérale américaine dans les années 1980⁸. Ces études tendent à montrer que les ralentissements connexes étaient plus importants qu'on aurait pu penser en supposant que les attentes

⁸ Voir M. Goodfriend et R. King (2005), « [The incredible Volcker disinflation](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, p. 981-1015; N. G. Mankiw, R. Reis et J. Wolfers (2003), « [Disagreement about Inflation Expectations](#) », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 18, p. 209-249; S. Kozicki et P. A. Tinsley (2001), « [Term structure views of monetary policy under alternative models of agent expectations](#) », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 25, n^{os} 1-2, p.149-184; C. G. Huh. et K. J. Lansing (2000), « [Expectations, credibility, and disinflation in a small macroeconomic model](#) », *Journal of Economics and Business*, vol. 52, n^{os} 1-2, p. 51-86.

étaient purement rationnelles, mais pas aussi marqués que le laisseraient croire les attentes purement adaptatives.

On n'a pas besoin d'être économiste pour savoir ça. Aucun de nous ne croit naïvement que parce que l'inflation est élevée en ce moment, elle le restera toujours. On fait plutôt de notre mieux pour comprendre le contexte économique et fonder nos attentes en conséquence. Mais ce contexte est compliqué. C'est pourquoi l'exercice de réflexion associé aux attentes purement rationnelles paraît difficile à réaliser.

Dans un contexte de stabilité de l'économie, où la banque centrale a bien établi sa crédibilité, en règle générale, le secteur privé peut présumer avec assez d'assurance que l'inflation évoluera près de la cible. Les entreprises peuvent alors prendre en conséquence des décisions concernant l'établissement des prix et des salaires, et cela amène normalement l'inflation pas très loin de la cible.

C'est en grande partie ce qu'on a observé au Canada pendant des décennies. Mais maintenant que l'inflation dépasse largement la cible et que sa trajectoire future est incertaine, beaucoup d'entreprises hésitent à appliquer cette règle générale que je viens de décrire. Elles doivent plutôt faire face directement au contexte économique complexe, en s'appuyant davantage sur leurs propres connaissances et leur raisonnement pour essayer de prévoir comment l'inflation évoluera.

C'est là qu'on voit l'importance d'une communication directe et efficace de la politique monétaire. Elle doit guider et aider à coordonner ces processus de raisonnement complexes⁹. Une partie importante du mandat de la Banque en tant que banque centrale du pays consiste à diffuser des messages cohérents, clairs et accessibles aux personnes qu'elle sert. Et il lui est tout aussi nécessaire d'établir un dialogue pour savoir comment ses politiques touchent l'ensemble de la population. La Banque est une institution publique au service de tous les citoyens. Parler aux Canadiens et les écouter est essentiel pour établir un lien de confiance et rendre des comptes.

Comme l'a dit le gouverneur récemment, dans le contexte actuel de très grande incertitude, il ne faut pas que la politique monétaire vienne exacerber les choses. C'est pourquoi la Banque s'est engagée, pendant cette période difficile, à garder ses communications claires, simples et bien axées sur son mandat entourant l'inflation. Ses messages sont conçus pour aller à l'essentiel et pour simplifier la tâche aux personnes qui doivent fixer les prix et les salaires dans ce contexte hors du commun.

Plus la Banque assumera ce rôle de guide avec efficacité, plus on pourra espérer un atterrissage en douceur.

Conclusion

Permettez-moi de conclure.

⁹ Pour en savoir plus à ce sujet, voir P. Beaudry, T. J. Carter et A. Lahiri (2022), « [Looking Through Supply Shocks versus Controlling Inflation Expectations: Understanding the Central Bank Dilemma](#) », document de travail du personnel n° 2022-41, Banque du Canada.

La pandémie de COVID-19 a certainement apporté son lot de défis pour les ménages, les entreprises et les décideurs du pays. Même si notre expérience des crises précédentes a été très utile pour guider nos décisions, il nous reste encore vraiment beaucoup à apprendre.

À la Banque, nous resterons à l'écoute des Canadiens, et nous continuerons à analyser la situation et à étoffer nos connaissances pour réagir le mieux possible aux ralentissements de l'économie.

Nous collaborerons avec nos partenaires internationaux pour améliorer constamment notre façon de réagir collectivement à des chocs comme la pandémie, dont les conséquences dépassent largement les frontières de notre pays.

Nous continuerons à suivre de près l'évolution de cette reprise par rapport aux autres que nous avons connues. Par exemple, nous surveillerons la santé du marché du travail, de même que l'évolution des bilans des secteurs public et privé au fil du temps.

Mais plus important encore, nous continuerons à prendre toutes les mesures nécessaires afin de restaurer la stabilité des prix pour les ménages et les entreprises, et de préserver la confiance des Canadiens en notre capacité de ramener l'inflation à 2 % et de remplir ainsi notre mandat.

Je vous remercie de votre attention, et j'ai maintenant hâte de discuter avec vous.