



Discours de Tiff Macklem
Gouverneur de la Banque du Canada
Chambre de commerce d'Halifax
6 octobre 2022
Halifax (Nouvelle-Écosse)

L'évolution de l'inflation et son importance

Introduction

Bonjour. Je suis heureux d'être avec vous à Halifax. Les dernières semaines ont été difficiles pour les provinces de l'Atlantique. J'aimerais offrir mes plus sincères condoléances à tous ceux et celles qui ont perdu des êtres chers en raison de l'ouragan Fiona. Je compatis avec toutes les personnes touchées dans la région, dont les employés de la Banque du Canada au bureau d'Halifax. Les ravages de la tempête apportent un nouveau lot de difficultés après deux années tumultueuses.

La population canadienne fait face à des épreuves inédites depuis 2020. Et il faudra du temps pour se remettre de ces épreuves, tout comme pour réparer les dommages causés par Fiona. La pandémie de COVID-19 a engendré un problème qui est particulièrement pressant pour la Banque du Canada, à savoir une inflation élevée. Voilà ce dont je veux vous parler aujourd'hui.

Une inflation forte complique la vie des Canadiens, surtout s'ils ont un faible revenu ou un revenu fixe. Une partie de cette inflation découle d'une conjoncture internationale que nous ne pouvons pas contrôler, mais l'inflation au Canada reflète de plus en plus ce qui se passe à l'intérieur de nos propres frontières. En effet, la demande intérieure de biens et services augmente plus vite que la capacité de l'économie à les fournir. Les entreprises ont du mal à trouver suffisamment de main-d'œuvre. La hausse des prix et des retards de production qui concernait au début de nombreux biens importés s'est étendue à bon nombre de services.

L'inflation au Canada a atteint un sommet de 8,1 % en juin, puis a baissé durant deux mois. C'est une bonne nouvelle, mais l'inflation ne se dissipera pas d'elle-même. Pour qu'elle revienne à des niveaux plus normaux, nous devons freiner les dépenses dans l'économie de sorte que l'offre puisse rattraper la demande. Cela aidera à atténuer les pressions sur les prix au Canada.

En septembre, nous avons majoré notre taux directeur pour une cinquième fois de suite depuis mars. Nous avons aussi mentionné que les taux d'intérêt devraient probablement être relevés de nouveau pour ramener l'inflation à la

Je tiens à remercier Erik Ens de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

cible de 2 %. Plus tard ce mois-ci, nous annoncerons notre prochaine décision de politique monétaire et mettrons à jour nos perspectives économiques pour la croissance et l'inflation.

Aujourd'hui, j'aimerais faire trois choses. D'abord, j'aimerais me pencher sur la montée de l'inflation au cours de la dernière année et examiner comment l'inflation au Canada est désormais portée par des facteurs proprement intérieurs plutôt que par une conjoncture extérieure et comment les services prennent maintenant le pas sur les biens. Ensuite, j'aimerais discuter des indicateurs que nous privilégions lorsque nous évaluons la trajectoire de l'inflation. Enfin, je tiens à préciser que nous comprenons les difficultés qu'une inflation élevée occasionne pour bon nombre de Canadiens et à souligner à quel point il est impératif de ramener l'inflation à la cible de 2 %.

Les sources de l'inflation se diversifient

Juste avant le début de la pandémie en 2020, l'inflation mesurée par l'indice global des prix à la consommation (IPC) au Canada était de 2,2 %, soit tout près de la cible. Mais lorsque les pays à l'échelle de la planète se sont confinés, l'inflation a chuté, au point d'être négative. La perspective d'une longue déflation et d'une dépression économique suscitait de véritables inquiétudes. La Banque a réagi en prenant des mesures de soutien monétaires exceptionnelles pour d'abord limiter les dommages de la crise, puis aider l'économie à se redresser.

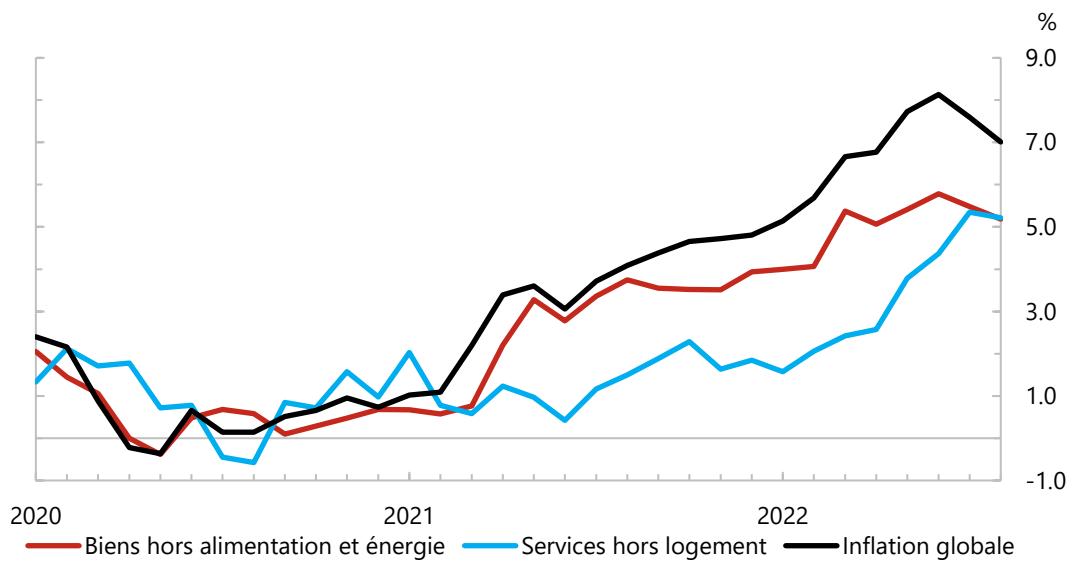
Heureusement, couplées à une relance budgétaire extrêmement forte, ces mesures ont fonctionné. Nous avons évité la déflation, et la récession la plus profonde jamais enregistrée a été suivie de la reprise la plus rapide de l'histoire.

Toutefois, la fermeture et la réouverture à répétition des économies à travers le monde ont posé de nouveaux défis. Les ménages ont réduit leurs dépenses dans les services en personne et acheté davantage de biens durables, ce qui a pesé lourdement sur les chaînes d'approvisionnement mondiales qui étaient déjà perturbées par les restrictions sanitaires. Les problèmes d'expédition et les pénuries d'intrants intermédiaires essentiels se sont traduits par un allongement des délais de production de biens comme les voitures, les vélos et les appareils électroménagers. En 2021, nous avons commencé à voir monter les prix de nombreux biens échangés sur les marchés internationaux.

Comme le montre le **graphique 1**, l'inflation dans le secteur des biens hors alimentation et énergie a crû pour atteindre près de 3,5 % en juillet 2021, tandis que l'inflation dans le secteur des services hors logement ne se situait qu'aux alentours de 1 %. Si l'on ajoute la hausse des prix mondiaux de l'énergie en 2021, l'inflation dans le secteur des biens se chiffrait à environ 4,5 % en milieu d'année.

Graphique 1 : L'inflation s'est amorcée dans le secteur des biens, puis s'est propagée aux services

Taux de variation sur un an



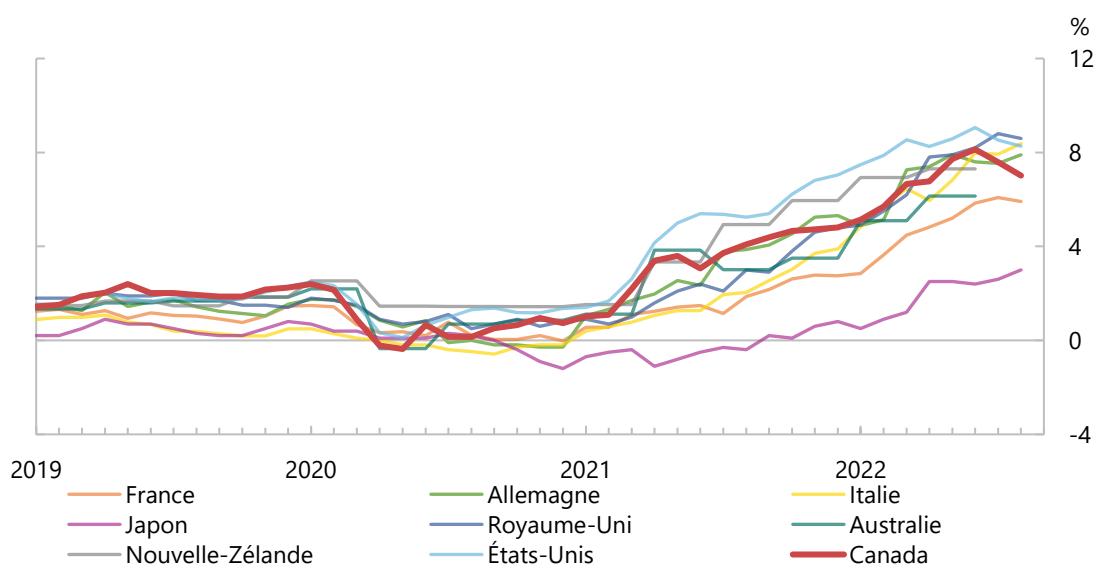
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2022

Comme les prix des biens avaient augmenté, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est aussi accrue en 2021. Mais cette situation résultait en grande partie de la propagation à notre pays de la hausse mondiale de l'inflation dans le secteur des biens. L'inflation montait dans la majorité des économies avancées, et les ménages canadiens sentaient les effets de cette poussée de l'inflation mondiale (**graphique 2**).

Graphique 2 : L'inflation a augmenté dans le monde

IPC global, taux de variation sur un an



Nota : L'Australie et la Nouvelle-Zélande utilisent des données trimestrielles, tandis que les autres pays ont recours à des données mensuelles.

Sources : Statistique Canada et OCDE via Haver Analytics

Dernières observations : 2022T2 (Australie et Nouvelle-Zélande);
août 2022 (autres pays)

À ce moment, nous estimons que l'effet de ces forces mondiales serait probablement passager sur l'inflation. L'histoire nous a appris que les perturbations de l'offre ont généralement une incidence de courte durée sur l'inflation. C'est pourquoi nous avons eu tendance à les négliger. Il y a un an, nous nous attendions à ce que l'inflation dans le secteur des biens fléchisse avec l'assouplissement des restrictions sanitaires, la forte hausse de la production et la reprise des investissements dans la logistique des chaînes d'approvisionnement mondiales. En rétrospective, nous avons fait preuve d'un trop grand optimisme.

De fait, les pressions inflationnistes mondiales ont pris davantage d'ampleur en 2022. L'invasion non provoquée de l'Ukraine par la Russie en février a fait bondir les prix des matières premières, notamment ceux de l'énergie et des produits agricoles, et a entraîné de nouvelles perturbations dans des chaînes d'approvisionnement mondiales déjà compromises. Les Canadiens ont pu voir presque immédiatement les effets de ce conflit à partir du renchérissement de l'essence et de nombreux produits alimentaires de base.

L'autre changement important en 2022 a été la croissance des prix des services. Au moment de la réouverture complète de l'économie au printemps, la demande refoulée a fait monter en flèche les prix de tous les services qui n'étaient pas offerts durant la pandémie, en particulier dans le tourisme et les loisirs. Les Canadiens ont pu sentir directement ces pressions lorsqu'ils tentaient de réserver un emplacement de camping ou une table à leur restaurant favori. L'inflation dans le domaine des services s'est accélérée durant le premier semestre de 2022 pour atteindre environ 5 % à l'été.

En raison de nouvelles hausses des prix des biens et d'une flambée des prix des services en 2022, l'inflation mesurée par l'IPC global a explosé pour s'établir à 8,1 % en juin.

Depuis les deux dernières années, la pandémie et la guerre affectent le quotidien des gens et leur niveau de vie. Elles ont aussi un énorme effet sur l'inflation. Notre responsabilité à la Banque du Canada est de restaurer la stabilité des prix.

L'inflation mondiale commencerait à s'atténuer

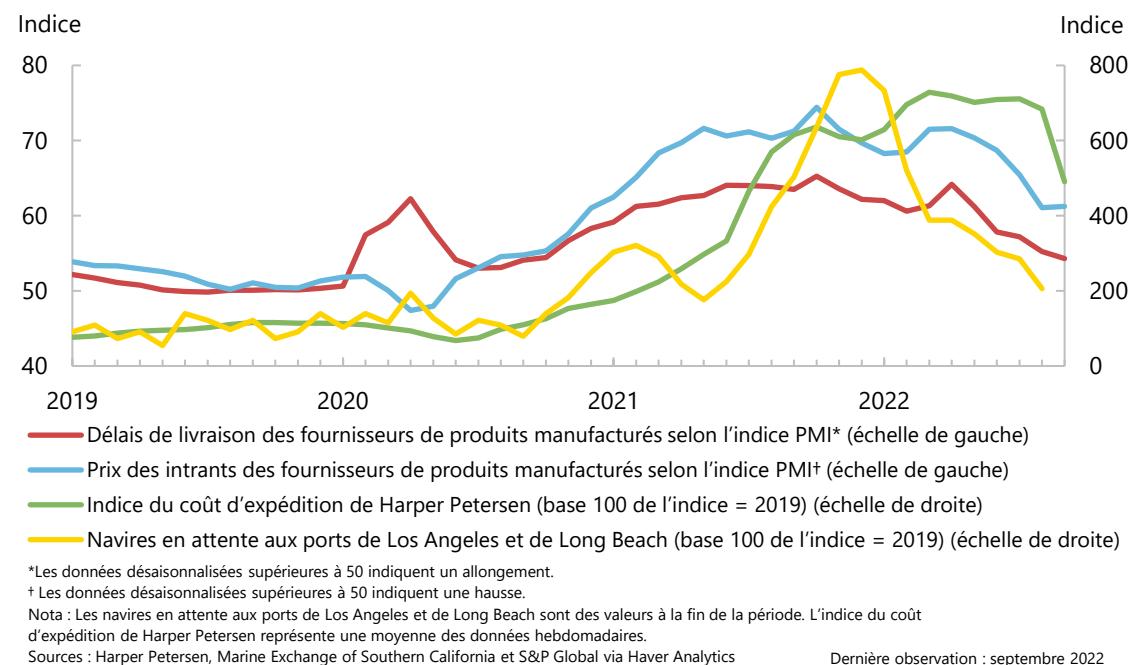
Au cours des deux derniers mois, l'inflation globale au Canada a baissé à 7 %. Cela s'explique en grande partie par la diminution des prix de l'essence. À la mi-juin, l'essence coûtait en moyenne 2,15 \$ le litre à Halifax et, à la fin d'août, 1,64 \$.

De façon plus générale, des signes montrent que les forces inflationnistes mondiales ont commencé à s'affaiblir, même si elles demeurent grandes. Après des sommets, les prix d'une série de produits de base ont enfin amorcé un recul. Les cours du pétrole se sont repliés tout comme ceux des principaux produits agricoles. Au fil du temps, avec la réduction du coût des intrants et du transport, nous devrions observer une baisse des prix des aliments.

Les goulots d'étranglement du côté de l'offre ont aussi commencé à se desserrer (**graphique 3**).

Graphique 3 : Les perturbations mondiales de l'approvisionnement commencent à diminuer, mais demeurent importantes

Données mensuelles



Les fabricants à l'international signalent que les délais de livraison sont toujours plus longs qu'à l'habitude, mais qu'ils commencent à raccourcir. Les pressions sur le coût des intrants s'atténuent. De plus, les coûts d'expédition ont baissé après avoir atteint des sommets exceptionnels.

Ces signes d'amélioration dans les chaînes d'approvisionnement mondiales sont encourageants, mais nous ne pouvons pas compter sur l'atténuation des pressions sur les prix mondiaux pour que l'inflation s'abaisse au Canada. À tout le moins, il faudra du temps pour que l'amélioration de la conjoncture internationale se fasse sentir sur l'inflation au pays. Par ailleurs, la récente dépréciation du dollar canadien en raison de la vigueur du dollar américain contrecarrera une partie de cette amélioration en rendant les produits américains et les vacances aux États-Unis plus chers pour les Canadiens. Il existe aussi une grande incertitude sur l'évolution des chaînes d'approvisionnement mondiales et des prix des produits de base. L'économie mondiale demeure fortement ébranlée par les effets de la pandémie et de la guerre en Ukraine. Il n'est pas facile de prévoir les variations des prix internationaux, et le portrait de l'inflation mondiale peut évoluer rapidement. Malheureusement, nous n'avons pas beaucoup d'influence sur cela.

Notre priorité est de faire baisser l'inflation au pays et de garder les attentes d'inflation bien ancrées

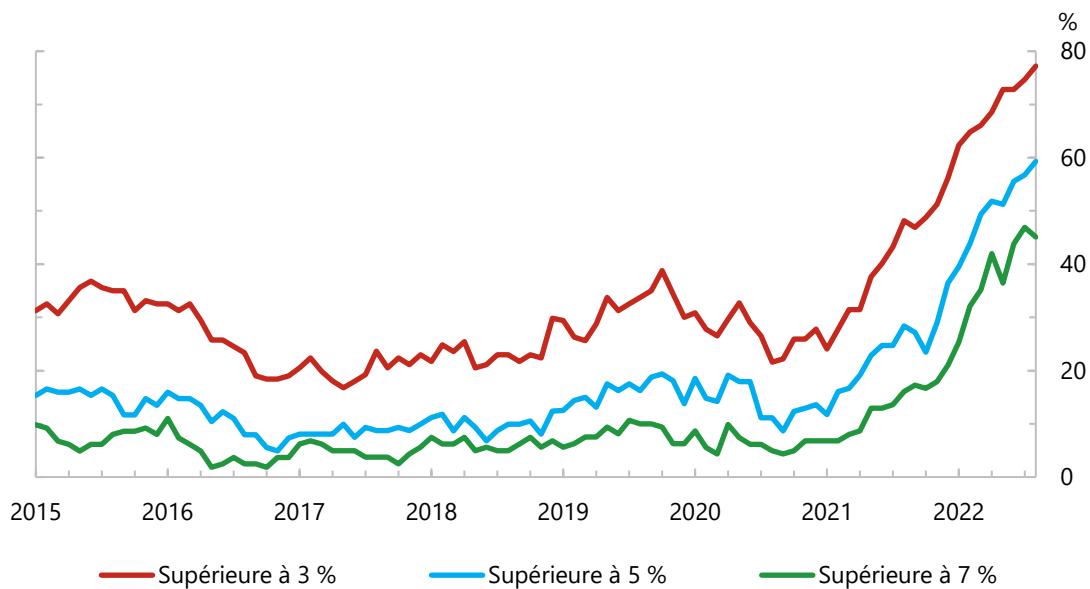
Nous n'avons pas de prise sur la conjoncture internationale, mais la politique monétaire nous permet d'influencer l'équilibre entre l'offre et la demande dans l'économie canadienne et, du même coup, d'apaiser les pressions inflationnistes au fil du temps.

Tous les signaux l'indiquent aujourd'hui, l'économie est bien en situation de demande excédentaire. Le marché du travail reste très tendu. Le nombre de postes vacants a un peu diminué mais est encore à un niveau exceptionnellement élevé. Nos enquêtes auprès des entreprises font état de pénuries de main-d'œuvre généralisées. La croissance des salaires, elle, s'est accélérée et continue à toucher plus de secteurs.

Dans un contexte où la demande dépasse l'offre, la concurrence dissuade moins les entreprises d'augmenter les prix; elles répercutent plus rapidement sur leur clientèle le coût plus élevé des intrants. Résultat, le renchérissement de l'énergie et des matériaux se retrouve dans les prix d'un nombre croissant de biens et services. Alors, même si la flambée des prix de l'essence s'essouffle, les pressions inflationnistes restent fortes et continuent à s'amplifier. En août, plus de trois quarts des biens et services composant l'IPC ont enregistré une hausse de prix supérieure à 3 % (**graphique 4**).

Graphique 4 : Les pressions inflationnistes demeurent généralisées

Part des composantes de l'IPC dont la croissance est...



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2022

Autrement dit, les pressions inflationnistes au sein de notre économie ne sont pas encore retombées. Cela ne veut pas dire que le relèvement des taux d'intérêt n'a aucun effet. Il faudra du temps. En augmentant les taux d'intérêt, nous élevons le coût d'emprunt des ménages et des entreprises. Il leur en coûte donc plus cher de dépenser. En cinq étapes depuis mars, le taux du financement à un jour est passé de 0,25 % à 3,25 % : c'est l'un des cycles de resserrement monétaire le plus marqué et le plus rapide de notre histoire. Et nous commençons à en voir les retombées. Dans des secteurs de l'économie qui sont plus sensibles au niveau des taux d'intérêt, l'activité a commencé à ralentir. Le marché du logement s'était emballé et avait atteint des niveaux insoutenables au début de la pandémie, car l'offre était limitée, la demande de logements spacieux avait augmenté et les taux hypothécaires étaient bas. L'emprunt étant

maintenant freiné par des taux d'intérêt plus élevés, l'activité dans le secteur s'est refroidie.

Mais la politique monétaire a besoin de temps avant de produire ses effets sur l'ensemble de l'économie. L'impact est senti par les ménages et les entreprises lorsqu'ils font un achat ou un investissement important, qui nécessitera un emprunt. Il faudra plus de temps pour que la politique monétaire réduise la croissance des prix des autres biens et services (surtout des services) puisqu'ils ne sont pas directement liés au coût de l'emprunt. Leurs prix s'ajustent en réalité au fil du temps à mesure que les dépenses diminuent.

Ce que nous surveillons

Dans son discours de septembre, *Le point sur la situation économique*, la première sous-gouverneure Carolyn Rogers a présenté les aspects que la Banque prendrait en compte dans ses décisions au cours des prochains mois. Notre priorité sera d'évaluer dans quelle mesure la politique monétaire parvient à ralentir la demande, comment les problèmes d'offre se résolvent, et, surtout, comment réagissent l'inflation et les attentes d'inflation.

Je souhaite revenir sur ces deux derniers points : les mesures de l'inflation fondamentale, ou sous-jacente, et les mesures des attentes d'inflation. Ces dernières nous fournissent des repères essentiels pour nous aider à ramener l'inflation mesurée par l'IPC global à la cible de 2 %.

Inflation fondamentale

Dans notre quête d'un point de retournement plus clair pour l'inflation, les mesures de l'inflation fondamentale deviennent de plus en plus pertinentes.

Nous sommes une banque centrale qui cible l'inflation. Notre cible est l'inflation mesurée par l'IPC global et calculée à partir d'un panier de biens et services représentatifs des habitudes de consommation des Canadiens. Cependant, les prix de certaines composantes du panier de l'IPC, comme l'essence ou les aliments, affichent parfois une très forte volatilité qui n'a pas de lien avec des pressions inflationnistes accrues. Voilà pourquoi les autorités monétaires préfèrent suivre l'évolution de ce que nous appelons l'inflation « fondamentale » pour évaluer les variations durables des prix. L'inflation fondamentale nous donne une idée de la tendance sous-jacente de l'inflation mesurée par l'IPC global et exprime plus fidèlement l'équilibre entre la demande et l'offre dans notre économie.

Dans les faits, il existe plusieurs méthodes pour mesurer l'inflation fondamentale. Dans de nombreux pays, la banque centrale mesure habituellement l'inflation fondamentale en excluant des composantes volatiles comme l'alimentation et l'énergie¹. L'inconvénient de cette méthode, c'est que les composantes volatiles ne sont pas toujours les mêmes. Et nous en avons eu la démonstration au cours des deux dernières années.

¹ L'IPCX est un exemple de ce type de mesure de l'inflation fondamentale qui exclut certaines composantes : dans ce cas huit composantes volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects. L'IPCX a été pour la Banque la principale mesure de l'inflation fondamentale de 2001 à 2016.

Nous continuons à suivre les variations de mesures de l'inflation fondamentale qui font abstraction de certaines composantes, mais depuis 2016, la Banque privilégie trois mesures plus statistiques de l'inflation fondamentale. L'IPC-méd et l'IPC-tronq filtrent tous les éléments volatils à cette date. La troisième mesure, l'IPC-comm, extrait la composante commune des mouvements des prix de nombreux biens et services à l'aide d'une méthode statistique. L'idée, ici, c'est que l'inflation est le résultat d'une hausse générale des prix.

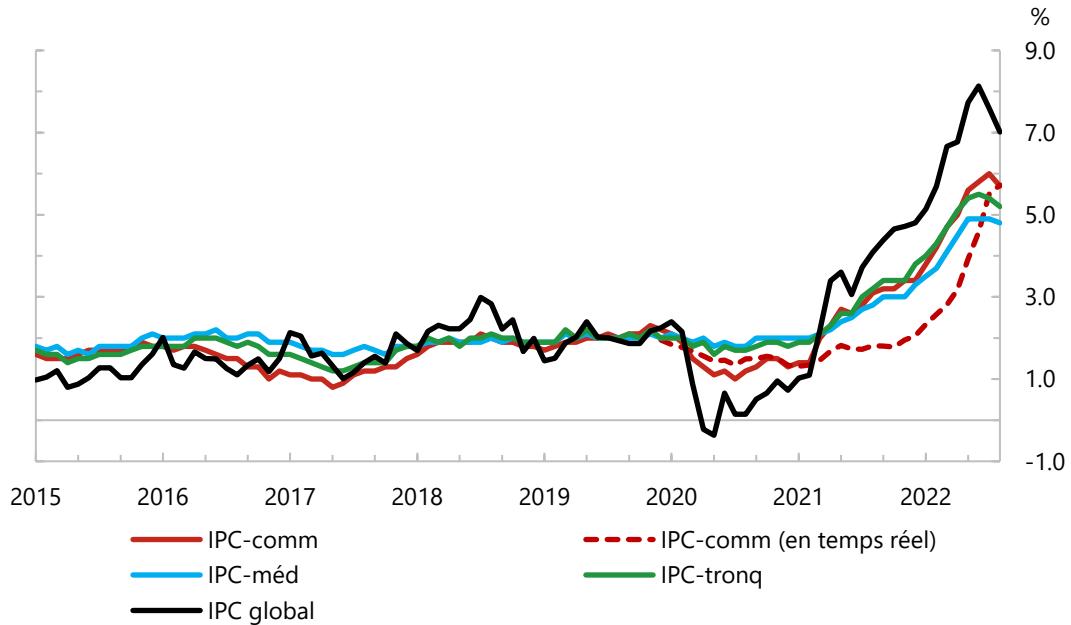
Nous utilisons trois mesures de l'inflation fondamentale car aucune mesure en soi n'est la meilleure. Selon les circonstances, l'une d'entre elles peut représenter un meilleur indicateur des pressions inflationnistes. Leur force réside dans leur diversité.

Face à des pressions inflationnistes aiguës, les trois mesures ont augmenté. Elles se situent actuellement entre 4,8 et 5,7 % (**graphique 5**). La réalité que dépeignent ces chiffres, c'est que l'inflation est d'environ 5 %, même lorsqu'on exclut les composantes volatiles de l'IPC et celles qui ne correspondent pas à des variations généralisées des prix. C'est beaucoup trop!

Nous pouvons aussi voir que nos mesures de l'inflation fondamentale n'ont pas encore diminué sensiblement, même si l'inflation mesurée par l'IPC global recule depuis deux mois. À l'avenir, nous surveillerons nos mesures de l'inflation fondamentale à la recherche d'un point de retournement clair dans l'évolution de l'inflation sous-jacente.

Graphique 5 : Les mesures de l'inflation fondamentales montrent la vigueur des pressions inflationnistes sous-jacentes

Taux de variation sur un an



Nota : Les données en temps réel correspondent aux valeurs initiales non révisées de l'IPC-comm durant tous les mois de la pandémie.
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2022

Parmi nos trois indicateurs, l'IPC-comm est maintenant plus difficile à utiliser en temps réel, car elle a fait l'objet d'importantes révisions. Les mouvements de prix étant devenus beaucoup plus généralisés dans la dernière année, la

composante commune a énormément changé². En revanche, l'IPC-tronq et l'IPC-méd sont moins influencés par l'évolution des prix. Ces mesures semblent s'être bien comportées et ont fait l'objet de révisions mineures. C'est pourquoi nous leur portons davantage d'attention et réévaluons l'IPC-comm.

Les événements extrêmes causés par la pandémie ont été une source de tensions pour les Canadiens. Ils ont eu le même effet sur une partie de nos indicateurs et montré par conséquent tous les bénéfices qu'apporte l'utilisation de plusieurs mesures.

Attentes d'inflation

Nous ne regardons pas seulement les mesures d'inflation, nous suivons aussi de près les attentes d'inflation. Parvenir à garder les attentes d'inflation à long terme bien ancrées est indispensable si nous voulons que, grâce à la baisse des pressions inflationnistes, l'inflation revienne à la cible de 2 %. Plus une forte inflation dure, plus elle se généralise, et plus il devient probable qu'elle s'enracine. Si une inflation élevée tire les salaires vers le haut et que l'augmentation des coûts de la main d'œuvre renforce à son tour l'inflation, les attentes d'inflation peuvent alors se désancker et l'inflation risque de se nourrir elle-même. Nous ne pouvons laisser un tel scénario se réaliser, sinon il sera beaucoup plus coûteux de ramener l'inflation à la cible³.

Voilà pourquoi nous portons autant d'attention aux indicateurs des anticipations d'inflation. Nous nous servons d'une série d'enquêtes et d'indicateurs de marché pour mesurer les attentes à l'égard du niveau futur de l'inflation. Ces mesures nous montrent que les attentes à court terme ont augmenté. Les enquêtes révèlent également qu'aux yeux des consommateurs et des entreprises la trajectoire future de l'inflation présente plus d'incertitude. Un nombre accru de répondants pensent que cette période de forte inflation sera plus longue. Jusqu'ici, les attentes à plus long terme demeurent assez bien arrimées à la cible, mais nous savons parfaitement que l'inflation devra baisser très nettement pour que les Canadiens maintiennent leur confiance.

Cette plus grande incertitude accentue le risque d'un désarrimage des attentes d'inflation. Les ménages et les entreprises considèrent que les pressions inflationnistes proviennent surtout de l'étranger. Toutefois, ils mentionnent de plus en plus le rôle des pressions internes. Nous sommes d'ailleurs du même avis. Les résultats de nos prochaines enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises seront importants pour nous aider à analyser l'évolution des attentes d'inflation. Ces résultats seront publiés au cours du mois.

² Au graphique 5, la ligne pointillée illustre la valeur initiale de l'IPC-comm; la ligne rouge continue, les séries de données historiques révisées. Comme on peut le voir, l'IPC-comm (en temps réel) croît moins que l'IPC-tronq et l'IPC-méd lors de la pandémie. Du fait des révisions des données historiques, les trois mesures sont maintenant analogues. Pour une analyse des révisions apportées à l'IPC-comm, voir E. Sullivan (à paraître), *Examining recent revisions to CPI-common*, note analytique du personnel, Banque du Canada.

³ Voir Banque du Canada (2022), « Encadré 3 : Scénario avec une spirale des salaires et des prix », *Rapport sur la politique monétaire*, juillet, p. 29.

Conclusion

Permettez-moi maintenant de conclure.

Une inflation à un niveau bas, stable et prévisible est indispensable au bon fonctionnement de l'économie, à une croissance soutenue et à une prospérité collective. C'est pour cela que la stabilité des prix est le principal objectif de la politique monétaire au Canada. Sans cette stabilité, rien ne va.

Une inflation élevée et imprévisible crée de l'incertitude et des inégalités, des distorsions dans les décisions et sape la confiance dans notre système économique. Elle érode la valeur de la monnaie. Elle déforme, elle brouille l'information et les incitations qui guident les consommateurs, les entreprises, les épargnants et les investisseurs dans leurs décisions économiques. Elle fait baisser le pouvoir d'achat des travailleurs et des entreprises, et rend difficile pour tous de planifier l'avenir.

Bref, une inflation élevée nourrit les frustrations et provoque un sentiment d'impuissance.

Nous voulons une économie dans laquelle les ménages et les entreprises n'ont pas à se demander où sera l'inflation. Nous voulons une économie dans laquelle les revenus durement gagnés par les Canadiens conservent leur valeur. Nous voulons une économie où les entreprises peuvent investir avec confiance. Et nous voulons une économie où les travailleurs font des gains salariaux réels soutenus par une croissance de la productivité.

Pour toutes ces raisons, nous avons pris des mesures énergiques afin de restaurer la stabilité des prix. Nous avons relevé cette année notre taux directeur de trois points de pourcentage en procédant à cinq hausses, et nous renforçons ces augmentations avec le resserrement quantitatif.

Le Conseil de direction sait qu'il faudra du temps avant que les hausses passées des taux d'intérêt se répercutent pleinement sur l'économie et l'inflation. Voilà pourquoi nous évaluerons avec soin l'impact qu'ont nos actions alors que nous cherchons à ralentir les dépenses et à ramener l'inflation à la cible de 2 %. Les données sur la situation de l'économie canadienne publiées cet été concordent grandement avec les perspectives de notre *Rapport* de juillet. Les indicateurs avancés signalent un ralentissement en cours de l'économie. Pour autant, le marché du travail reste tendu, l'économie connaît une demande excédentaire et nous avons besoin de données claires prouvant que l'inflation fondamentale a diminué. Si l'on ajoute des attentes d'inflation à court terme qui demeurent élevées, une conclusion s'impose : d'autres hausses de taux d'intérêt sont justifiées. Bref, il y a encore à faire. Il nous faudra d'autres informations avant d'envisager de pouvoir revenir à une approche plus fine dans laquelle les décisions sont prises au cas par cas.

Nous le savons, nous sommes loin d'un retour à la cible de 2 %. Il faudra du temps pour y arriver. Ce ne sera pas un long fleuve tranquille, ça aussi nous le savons, mais nous ne pouvons pas nous permettre de laisser s'installer une inflation élevée.

Nos compatriotes des provinces atlantiques vont reconstruire après la tempête, comme ils l'ont toujours fait. Et la Banque du Canada va contrôler l'inflation

comme elle le fait depuis 30 ans. Nous sommes déterminés à rétablir la stabilité des prix pour l'ensemble des Canadiens.

Je vous remercie.