



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours de Tiff Macklem
Gouverneur de la Banque du Canada
Conseil des relations internationales de
Montréal (CORIM)
6 février 2024
Montréal (Québec)

La politique monétaire : le bon outil pour la tâche à accomplir

Introduction

Un grand merci Pierre pour cette présentation chaleureuse et pour l'invitation à parler devant le CORIM. Je suis ravi d'être dans ma ville natale pour la première fois comme gouverneur pour parler de la politique monétaire. À première vue, ce sujet n'a pas l'air très « international ». Mais les banques centrales mènent la lutte mondiale contre l'inflation depuis la pandémie. Et notre détermination commune à rétablir la stabilité des prix porte ses fruits.

L'inflation a baissé partout dans le monde. La réduire n'a pas été facile. Et dans la plupart des pays, elle reste trop élevée. Mais les cibles d'inflation sont maintenant en vue. Et on devrait s'en approcher encore plus cette année.

Au Canada, l'inflation a culminé à un peu plus de 8 % en 2022 – son plus haut niveau depuis des décennies. À la fin 2023, elle était environ à 3½ %. On est contents de cette baisse, qui résulte d'un resserrement monétaire vigoureux. En effet, la Banque du Canada a relevé son taux directeur 10 fois en 17 mois. Ça a ralenti la demande, rééquilibré l'économie, et fait baisser l'inflation. La politique monétaire fonctionne.

C'est ce dont je veux vous parler aujourd'hui. La politique monétaire permet de maîtriser l'inflation. Elle ne le fait pas parfaitement, rapidement ni sans peine. Mais elle fonctionne, comme en témoigne le passé. On sait aussi que la politique monétaire ne peut pas tout faire. Beaucoup de forces économiques – favorables et défavorables – ont des effets sur l'inflation. Les dirigeants de banques centrales doivent comprendre ces forces, souvent sans pouvoir agir directement sur elles. Je veux donc aussi vous parler des limites de la politique monétaire. Et enfin, je vais parler un peu de notre décision sur le taux directeur d'il y a deux semaines et de ce qu'on va surveiller de près.

J'aimerais remercier Erik Ens et Eric Santor
de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.
Ne pas publier avant le 6 février 2024
à 12 h 45, heure de l'Est

Ce que la politique monétaire fait bien

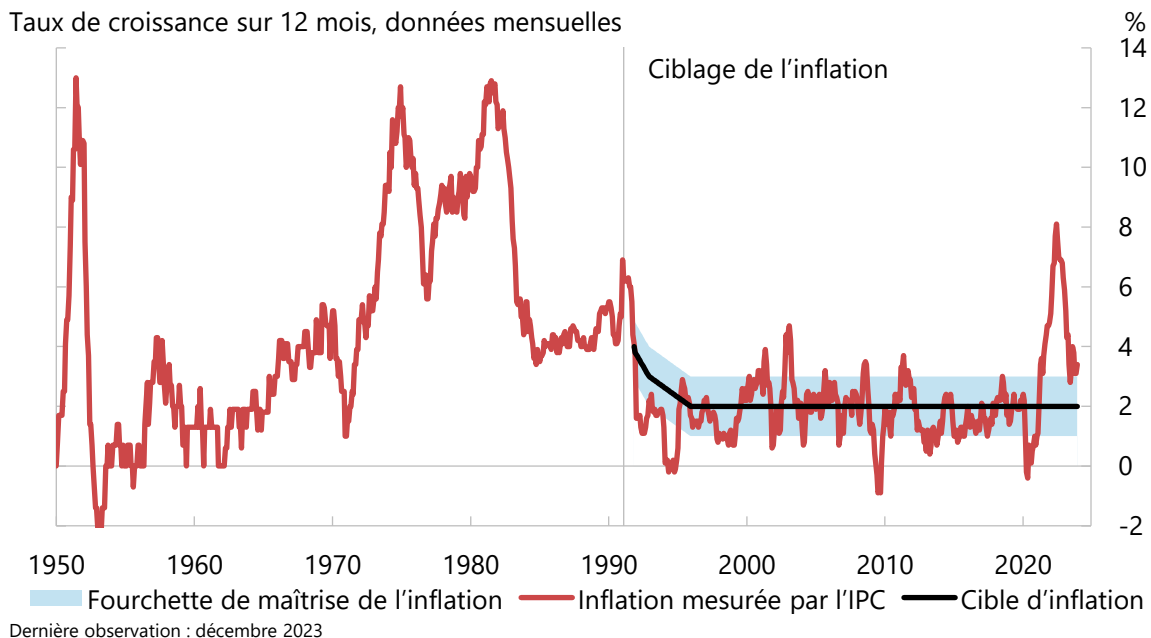
Ces dernières années, certains ont remis la politique monétaire en question. Ce n'est pas étonnant. Au début de la pandémie, le pays a connu la plus forte récession de son histoire. L'inflation a chuté. Et après la réouverture de l'économie, on a connu la reprise la plus rapide jamais vue. La demande a bondi. L'offre ne pouvait pas la suivre. Et l'inflation a monté très vite. Malgré les fortes fluctuations économiques, la politique monétaire a prouvé qu'elle peut maîtriser l'inflation à moyen terme.

Au début de ma carrière à la Banque – bien avant que je pense devenir gouverneur –, le Canada a été le deuxième pays à adopter un régime de ciblage de l'inflation. C'était en 1991, et certains doutaient de la capacité de la Banque à réduire l'inflation et à la maintenir à la cible. Mais on a réussi.

Le ciblage de l'inflation est un succès (**graphique 1**). Pendant les 25 années avant la pandémie, l'inflation s'est située en moyenne très près de 2 %. Elle était aussi beaucoup plus stable, tout comme l'activité économique.

Graphique 1 : Le succès de la politique monétaire depuis l'adoption des cibles d'inflation

Taux de croissance sur 12 mois, données mensuelles

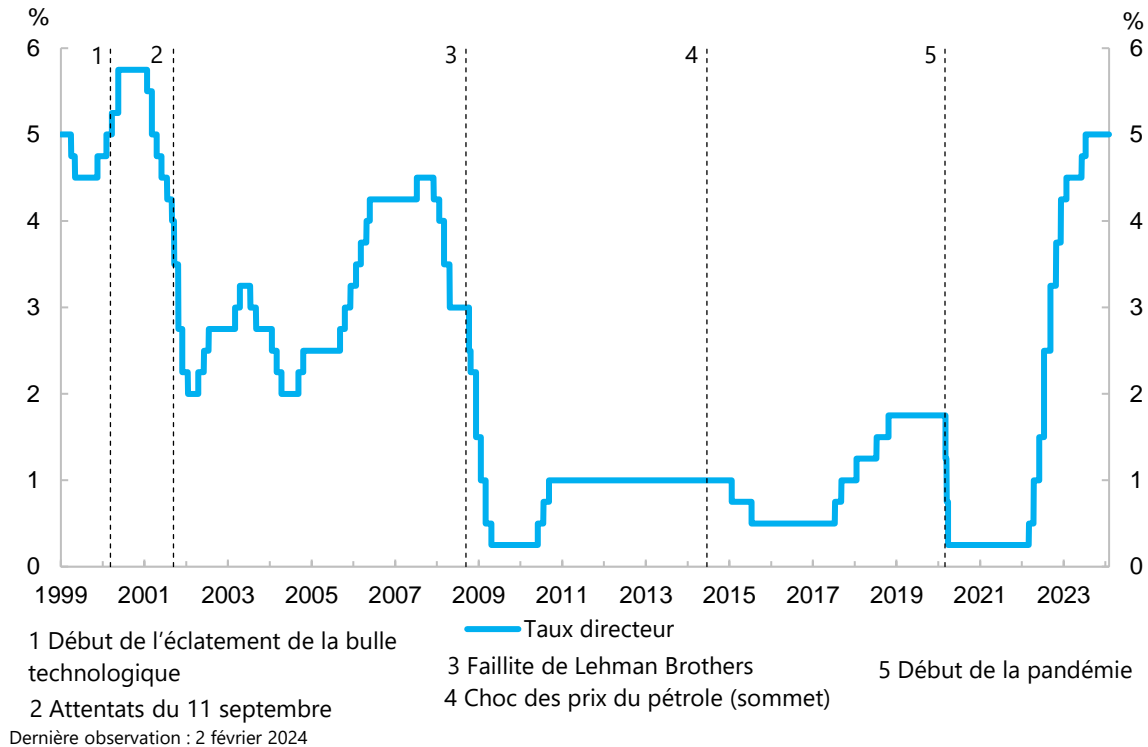


Obtenir ce succès n'a pas été facile. Le Canada a fait face à une série de chocs mondiaux au cours des dernières décennies. Il est donc utile de faire un survol des hauts et des bas qu'on a connus. La politique monétaire n'est pas parfaite à chaque moment. Mais elle est très efficace pour maîtriser l'inflation à moyen terme.

La bulle technologique et le 11 Septembre

Examinons d'abord le début des années 2000 (**graphique 2**).

Graphique 2 : Historique des taux directeurs de la Banque du Canada



À la fin des années 1990, les cours boursiers ont monté en flèche à cause du potentiel de l'Internet et de la haute technologie. Quand la bulle technologique a éclaté, à l'été 2000, la Bourse de Toronto a perdu un tiers de sa valeur et le NASDAQ, deux tiers de sa valeur. Certains pensaient qu'on allait vivre un krach boursier comme celui de 1929. Et beaucoup se sont préparés à une récession. La Banque et la Réserve fédérale américaine ont réduit leur taux directeur. Au Canada, ce taux est passé de 6 à 4¼ % au cours de l'été 2001. Les craintes d'une récession se sont intensifiées après les attentats du 11 septembre. Au début de 2002, notre taux directeur était à 2¼ %. En juin 2003, celui de la Réserve fédérale était à 1 %.

Ces baisses ont donné de bons résultats. La récession a été évitée au Canada. Aux États-Unis, elle a été de courte durée. Ici, l'inflation avait vite chuté – passant d'à peu près 4 % en mai 2001 à environ 0,5 % à la fin de la même année. Puis, elle a rebondi.

La crise financière mondiale

La reprise économique a fait monter les taux d'intérêt, mais pas aux niveaux atteints précédemment. Ensemble, la forte croissance mondiale, la faible inflation et les taux d'intérêt bas ont contribué à alimenter la flambée des prix des logements aux États-Unis et les risques financiers. En mars 2008, Bear Stearns a été sauvée. En septembre 2008, Lehman Brothers a fait faillite, déclenchant ainsi une crise financière mondiale généralisée. Les banques centrales ont réagi en fournissant des liquidités exceptionnelles, en baissant leur taux directeur, et

en donnant des indications prospectives. La Réserve fédérale a en plus effectué des achats massifs d'actifs – qu'on appelle l'« assouplissement quantitatif ».

La crise était grave. Elle a causé une forte récession aux États-Unis, ce qui a plombé l'économie canadienne. Mais à la seconde moitié de 2009, la reprise économique était amorcée. On considérait que les banques centrales avaient sauvé la mise. Malgré ça, on a continué de ressentir les effets de la crise pendant des années. Au Canada, l'inflation est restée sous la cible de 2 % pendant la majeure partie de 2012 à 2014. Aux États-Unis, elle est restée sous la cible encore plus longtemps.

Le choc des prix du pétrole

En 2014, le Canada a encaissé un autre coup : le choc des prix du pétrole. Entre 2014 et 2016, les cours mondiaux ont dégringolé, passant d'environ 115 \$ américains le baril à un peu moins de 30 \$ américains le baril. Le pétrole était notre principal produit d'exportation. Et tout d'un coup, sa valeur avait chuté. Le pays avait donc beaucoup moins de revenus, et les entreprises ont été nombreuses à annuler leurs projets d'investissement. Les effets de cette baisse de prix étaient inégaux, et ont surtout touché les régions productrices de pétrole.

La Banque a réagi en réduisant son taux directeur à un demi-point de pourcentage en 2015, au moment où l'économie entrait en récession. Cette baisse a accéléré la reprise et limité la chute de l'inflation – qui a été ramenée à la cible de 2 % en 2018.

Les leçons apprises

On a tiré des leçons de ces crises. Déterminer la trajectoire appropriée pour la politique monétaire n'est pas facile. Et parfois, on n'y arrive pas. Après le 11 Septembre, les banques centrales ont attendu trop longtemps avant de retirer leurs mesures de soutien. Après la crise financière mondiale, elles les ont retirées trop vite. Mais même quand les décisions de politique monétaire n'ont pas été prises au meilleur moment, elles se sont avérées efficaces. Et elles ont démontré que la politique monétaire a le pouvoir de maîtriser l'inflation.

La pandémie de COVID-19

Bien sûr, la pandémie a été le plus gros choc jusqu'à présent. Des secteurs entiers de l'économie ont été fermés du jour au lendemain. Des millions d'emplois ont été perdus. Et on a craint une déflation – c'est-à-dire une baisse généralisée et soutenue des prix. L'avenir était extrêmement incertain. Mais on avait tiré des leçons de la crise financière mondiale. En période de fortes tensions, les décisions de politique monétaire doivent être prises rapidement et avec fermeté. On a réduit notre taux directeur à près de zéro. On a lancé notre tout premier programme d'assouplissement quantitatif. Et comme dans le passé, on a donné des indications prospectives exceptionnelles. En même temps, tous les paliers de gouvernement mettaient en œuvre des plans de relance budgétaire exceptionnels. Les enjeux étaient considérables. Mais ensemble, toutes ces mesures ont fonctionné. On a relancé l'économie. On a redonné du travail aux gens. Et on a évité une déflation.

En y repensant, on aurait probablement pu commencer à réduire la détente monétaire plus tôt. L'inflation qu'on a eue après la pandémie n'aurait quand

même généralement pas été évitée. Quand l'économie a rouvert, les gens voulaient profiter de ce qui leur avait manqué pendant la pandémie. Mais l'offre n'a pas suivi la demande, ce qui a tout de suite entraîné des pressions à la hausse sur les prix. Quand on a vu que l'inflation ne baissait pas, on a réagi avec force. On a relevé notre taux directeur en grandes étapes pendant presque un an et demi.

La pandémie diffère des chocs précédents. La politique monétaire devait tout d'abord contenir la menace de la déflation, puis la montée rapide de l'inflation quand l'économie a rouvert. Notre mandat est symétrique : on est tout aussi préoccupés quand l'inflation est trop basse que quand elle est trop forte. Notre principal outil pour la maîtriser est le taux directeur. Les baisses de taux sont bien plus populaires que les hausses. Mais notre but est toujours de ramener l'inflation à la cible de 2 %. Parce que c'est à ce niveau que l'économie se porte le mieux.

Ce que la politique monétaire fait moins bien

En période de prospérité comme en période de crise, les gens s'attendent à ce que la Banque maîtrise l'inflation. Par le passé, la population s'est aussi tournée vers les banques centrales pour résoudre d'autres problèmes, comme le logement et les inégalités. Ces questions comptent pour les Canadiennes et les Canadiens. Et elles ont un effet sur l'inflation et sur l'économie en général. C'est pourquoi la Banque doit bien les comprendre. Mais établir des politiques pour résoudre ces questions, c'est une autre histoire. Je veux donc vous parler de ce que la politique monétaire ne peut pas faire – des domaines où nos outils connaissent des limites et où on a peu de chances de réussite.

En toute honnêteté : les gouverneurs donnent toujours un discours sur ce que la politique monétaire peut et ne peut pas faire. Il y a 5 ans, mon prédécesseur, Stephen Poloz, a parlé du pouvoir et des limites de la politique monétaire, et plus précisément de la difficulté de veiller à la stabilité financière quand votre principale tâche est la stabilité des prix¹. Il y a 10 ans, un autre de mes collègues, Mark Carney, a déclaré : « on accuse maintenant les banques centrales d'être à la fois inefficaces et trop puissantes »². Et, au début des années 2000, David Dodge avait parlé de l'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire, et de leur efficacité respective³.

Les gouverneurs disent toujours que la politique monétaire n'est pas un instrument précis. Elle ne peut pas cibler des groupes ou des secteurs en particulier. On ne peut pas hausser le taux directeur au Québec, et le baisser dans les Maritimes. On ne peut pas faire augmenter les rendements pour les

¹ Voir S. Poloz, « [Vers 2021 : la puissance – et les limites – de la politique monétaire](#) », discours devant la Chambre de commerce du Montréal métropolitain, Montréal, 21 février 2019.

² Voir M. Carney, « [La politique monétaire après la chute](#) », conférence commémorative Eric J. Hanson à l'Université de l'Alberta, Edmonton, 1^{er} mai 2013.

³ Voir D. Dodge, « [L'interaction entre les politiques monétaire et budgétaire](#) » conférence à la School of Policy Studies de l'Université Queen, à Kingston, Ontario, 26 avril 2002.

épargnants, et réduire le coût du capital pour les entreprises qui veulent investir⁴. Mais même si le manque de précision de la politique monétaire est une limite, il est aussi un avantage. Parce que les taux d'intérêt ont des effets partout dans l'économie, ils influencent la demande et l'inflation à tout coup. En ajustant un seul taux d'intérêt dans le système au complet, on met en marche une réaction en chaîne efficace qui contrôle l'inflation – pas immédiatement, mais avec le temps.

Je veux souligner trois questions pour lesquelles la politique monétaire connaît des limites : l'atteinte mensuelle de la cible d'inflation, l'abordabilité du logement et la croissance économique à long terme.

Atteindre la cible d'inflation de 2 % tous les mois

Parfois, l'économie subit ce qu'on appelle des « chocs des prix relatifs ». Ce sont des fluctuations des prix d'éléments précis, souvent l'énergie et l'alimentation. Ils découlent entre autres d'événements géopolitiques, de sécheresses et de perturbations du transport. Tant que ces chocs ne se généralisent pas, ils ont un effet temporaire – voire transitoire – sur l'inflation. Il faut plus d'un an pour que la politique monétaire fasse pleinement effet. Donc quand un changement agit sur l'inflation, le choc préoccupant a déjà fait son temps. Les banques centrales ne peuvent pas empêcher les fluctuations de l'inflation à court terme causées par les chocs des prix relatifs. En général, on ne réagit pas à ces chocs, parce que ça amènerait encore plus de volatilité.

On sait qu'il va y avoir des fluctuations temporaires. Alors on vise le milieu de notre fourchette de 1 à 3 % pour que l'inflation s'y maintienne la plupart du temps.

Trouver des solutions pour rendre le logement plus abordable

Le prix trop élevé des logements est un vrai problème au Canada, mais on ne peut pas le régler en montant ou en baissant les taux d'intérêt. L'offre de logements ne suit pas la demande depuis de nombreuses années. Plusieurs raisons expliquent cette situation. Il y a les restrictions de zonage, les délais ou l'incertitude dans les processus d'approbation, et le manque de travailleurs qualifiés⁵. La politique monétaire ne peut régler aucun de ces problèmes.

Une petite minute, me direz-vous. La politique monétaire a de grandes répercussions sur le secteur de l'habitation. Oui, c'est vrai. La plupart des gens ont besoin d'un prêt hypothécaire pour acheter un logement. Les changements au taux directeur ont donc un effet très rapide sur la demande de logements. Mais les effets de la politique monétaire sur l'offre sont beaucoup plus limités.

Prenons les variations des frais de logement durant la pandémie. Quand la Banque a baissé son taux directeur en 2020, les taux hypothécaires bas et le désir des ménages d'avoir plus d'espace ont fait bondir la demande de

⁴ La politique budgétaire peut être utilisée de façon plus ciblée, et cette responsabilité revient aux gouvernements élus.

⁵ Voir T. Gravelle, « [Le point sur la situation économique : immigration, logement et perspectives d'inflation](#) », discours prononcé devant la Chambre de commerce régionale de Windsor-Essex, Windsor (Ontario), 7 décembre 2023.

logements. De son côté, l'offre a beaucoup moins augmenté et les prix des habitations ont grimpé de plus de 50 % en deux ans. Ça a nui à l'abordabilité. Quand la Banque a relevé son taux directeur pour lutter contre l'inflation, la demande de logements a baissé. Mais les taux d'intérêt plus élevés ont fait monter le coût d'emprunt, érodant du même coup l'abordabilité du logement d'une manière différente. Normalement, la forte hausse des prix devrait en partie avoir cessé maintenant. Mais à cause d'années de pénuries de logements et de l'augmentation récente du nombre de nouveaux arrivants, les prix n'ont que légèrement baissé.

Alors oui, la politique monétaire a un effet important sur le logement parce que l'immobilier est un secteur sensible aux taux d'intérêt. Elle peut surtout influencer la demande à court terme. Mais elle ne peut pas régler des problèmes structurels de longue date du côté de l'offre, ce qui est essentiel à l'abordabilité.

Favoriser la croissance économique

L'économie fonctionne mieux quand l'inflation est basse, stable et prévisible. Il y a alors plus de concurrence, et moins de volatilité. La politique monétaire peut réduire les fluctuations de l'activité. Ça aide à ralentir l'économie quand elle surchauffe, et à la stimuler quand elle s'affaiblit. Mais la politique monétaire peut seulement stimuler la croissance économique à court terme. Pour que la croissance se maintienne à long terme, il faut deux facteurs : la croissance démographique, et celle de la productivité. Les taux d'intérêt ne touchent ni l'une ni l'autre de manière importante.

Pendant 25 ans, le Canada a réussi à faire croître son économie en ajoutant des travailleurs. Plus de travailleurs nés au Canada se sont joints à la population active, surtout des femmes. Et le pays a attiré des nouveaux arrivants et les a intégrés relativement vite au marché du travail. Mais la croissance de la productivité, soit plus de production pour la même quantité de travail, a déçu. C'est un problème, parce qu'une plus grande productivité permet de payer des salaires plus élevés, ce qui rehausse le niveau de vie.

La productivité du Canada est un enjeu important – qui sera pour un autre discours. Notre pays a de nombreux avantages. Une main-d'œuvre instruite. Des ressources naturelles abondantes. Et des universités qui font des recherches poussées sur les nouvelles technologies. Mais la façon dont ces avantages font croître la productivité dépend des politiques des gouvernements élus et des décisions d'investissement des entreprises.

À la Banque, on tient compte de tous ces facteurs quand on évalue la vitesse à laquelle l'économie peut croître sans causer d'inflation. La politique monétaire n'influe pas sur la croissance à moyen et long terme. Mais elle agit sur l'inflation.

La politique monétaire actuelle

Enfin, je veux faire quelques commentaires sur la politique monétaire actuelle.

Il y a deux semaines, on a décidé de maintenir notre taux directeur à 5 %, ce qui est le niveau qu'on croit nécessaire pour freiner encore plus l'inflation. La direction future de la politique monétaire va dépendre de l'évolution de la croissance et de l'inflation. Laissez-moi vous donner une idée de nos perspectives.

La croissance économique stagne depuis la mi-2023, et elle devrait rester faible à court terme, avant de reprendre au milieu de cette année. Les hausses passées des taux d'intérêt ont permis à l'offre de rattraper la demande et elles devraient faire baisser l'inflation encore plus. On voit bien que la politique monétaire ralentit la croissance des prix des biens durables et non durables, et des services hors logement. On doit aussi donner à la politique monétaire plus de temps pour alléger les pressions restantes sur les prix de ces biens et services.

Mais, les frais de logement sont élevés depuis plusieurs années et ils ont grimpé davantage au cours des six derniers mois. C'est maintenant le facteur qui contribue le plus à maintenir l'inflation au-dessus de la cible. Ça reflète en partie l'impact des hausses de notre taux directeur sur le coût des intérêts hypothécaires. Mais la hausse des frais de logement reflète aussi des augmentations de loyers et d'autres coûts liés au logement, qui découlent surtout des pénuries structurelles que j'ai mentionnées plus tôt. La politique monétaire ne peut rien y faire. Il reste que ces facteurs ont des conséquences sur le coût de la vie au Canada et que la Banque doit les comprendre et en tenir compte au moment d'établir la politique monétaire.

On observe aussi une certaine volatilité des prix du pétrole et des frais de transport à l'échelle mondiale. Elle est causée par les conflits en Europe et au Moyen-Orient, et par les attaques contre des navires dans la mer Rouge. Évidemment, la politique monétaire n'a aucun contrôle sur ces événements mondiaux. Mais ils peuvent faire augmenter la volatilité de l'inflation au Canada. Dans ce cas, il faudrait déterminer si la hausse des coûts de l'énergie et des frais de transport influence de façon plus générale l'inflation d'autres biens et services pour orienter notre politique monétaire.

Si on combine tous ces facteurs, les pressions à la hausse et à la baisse sur l'inflation signifient que le retour à la cible de 2 % pourrait être lent et que des risques demeurent. Selon nos prévisions, l'inflation devrait rester près de 3 % durant la première moitié de l'année. Elle devrait descendre à environ 2½ % d'ici la fin de l'année, et revenir à la cible de 2 % en 2025.

On a décidé de maintenir notre taux directeur à 5 %. Le Conseil de direction a jugé qu'il faut plus de temps pour que la politique monétaire puisse faire son travail et alléger les pressions sous-jacentes sur les prix. Comme la politique monétaire fonctionne, le Conseil ne cherche plus autant à savoir si elle est assez restrictive. Il cherche plutôt à savoir pendant combien de temps le resserrement doit se poursuivre. On veut que les pressions inflationnistes continuent de se relâcher et que l'inflation sous-jacente recule clairement.

Conclusion

En conclusion, j'espère que ce retour sur le passé, y compris le passé récent, vous a convaincus que la politique monétaire n'est ni toute-puissante ni inefficace.

Les banques centrales indépendantes dont le mandat est d'atteindre la stabilité des prix sur un horizon à moyen terme ont prouvé qu'elles sont parfaitement capables de maîtriser l'inflation. Et une inflation basse et stable – c'est-à-dire la stabilité des prix – est essentielle à la prospérité collective.

Mais la politique monétaire ne peut pas tout faire. On doit résister à la tentation de lui faire porter un poids trop lourd en s'attendant à plus que ce qu'elle peut faire. Ce qui compte, c'est de se concentrer sur ce qu'elle peut faire. C'est déjà une tâche énorme, ardue et importante.

Pour continuer à utiliser la politique monétaire comme moyen de maîtriser l'inflation avec succès, il faudra travailler fort et faire des analyses poussées. Il faudra aussi continuer à tirer des leçons, à innover et à s'adapter. C'est exactement ce que la Banque du Canada compte faire.

Merci.