

Le gouverneur de la BdC se ravise sur l'inflation : l'intégration de la hausse de janvier des cours est trop modeste

- Le gouverneur Tiff Macklem n'est « pas à l'aise » avec l'inflation.
- Son discours fait peu de place à la souplesse pour sonder le plein-emploi...
- ... puisque l'inflation dépasse nettement la cible de la BdC.
- Les principaux extraits de son discours indiquent qu'il est plus pressé de durcir la politique monétaire.

La fonction de réaction de la Banque du Canada semble basculer rapidement, comme en témoignent aujourd'hui les déclarations du gouverneur.

Le discours du gouverneur Tiff Macklem (accessible en cliquant sur [ce lien](#)) explique plus clairement comment la BdC entrevoit l'accord sur l'inflation plutôt modifié avec le gouvernement fédéral et à appliquer dans le contexte actuel. Le ton révèle discrètement une volonté de durcissement. Les marchés ont en quelque sorte compris le message en inversant essentiellement la remontée d'une feinte de tête dans les taux des marchés à court terme d'après les chiffres de l'inflation (récapitulatif accessible en cliquant sur [ce lien](#)), tout en plafonnant la dévalorisation en dollars CA. Il s'agit de réactions plutôt discrètes des marchés par rapport au message central.

Le ton du discours est venu généralement renforcer ses propos dans la conférence de presse de lundi — lorsqu'il a précisé que ce n'est pas encore le moment, dans ce cycle, de donner la priorité au ciblage de l'emploi maximum au lieu de se concentrer sur l'inflation. Le ton de son discours indique que la banque centrale favorise peut-être l'emploi maximum quand l'inflation se rapproche de la cible des 2 %, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Selon le message fortement télégraphié dans ce discours, la BdC coche essentiellement la case de la reprise de l'emploi et passe en deuxième vitesse dans son mandat inflationniste — essentiellement comme le fait la Fed, sauf que dans ce cas, il n'y a pas de double mandat en bonne et due forme.

Voici donc, à mon avis, les extraits les plus pertinents. Ils font savoir clairement que la souplesse dans le sondage dans les cas où l'emploi maximum existe est un luxe quand l'inflation se rapproche de la cible et que la BdC n'a pas ce luxe, compte tenu de la conjoncture actuelle, comme l'indique l'inflation élevée. Il laisse la porte ouverte à une hausse de taux en janvier, en attendant l'évolution du variant Omicron, les données sur l'emploi et sur l'inflation, ainsi que la conjoncture en général.

« Nous ne sommes pas à l'aise avec l'évolution de l'inflation. » La réflexion de Tiff Macklem sur la question a progressé à peu près comme suit : il s'agit de tous les effets de base —> c'est transitoire —> les hausses de prix sont de moindre envergure —> l'inflation est de courte durée, mais n'est pas transitoire —> et aujourd'hui, il n'est pas à l'aise avec l'évolution de l'inflation.

« Il est évident que ce moment se rapproche. » Telle est sa réponse quand on lui a demandé si le moment est venu de délaissier les indications prospectives pour envisager une flambée de l'inflation.

« Je crois que ce que l'on constate dans l'ensemble, c'est que la marge de capacité excédentaire importante dont nous disposions dans l'économie est substantiellement diminuée. » [Note de la rédaction : Nous attirons votre attention sur le verbe au temps passé dans cette déclaration.]

« Il ne fait aucun doute que la capacité excédentaire du marché du travail est absorbée. Il y a des postes vacants qui continuent d'indiquer qu'on a besoin de travailleurs dans l'économie. »

RENSEIGNEMENTS

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
416.863.7707
Études économiques de la Banque Scotia
derek.holt@scotiabank.com

« Nous surveillerons très attentivement les données qui seront publiées. Quand nous nous réunirons le 26 janvier pour prendre notre prochaine décision, nous aurons un RPM complet, ainsi qu'un compte rendu sur les perspectives et sur les risques, et je vous donne l'assurance que nous adopterons les mesures voulues pour stimuler l'économie. » À mon avis, on peut facilement interpréter cette déclaration comme un signe annonçant une hausse des taux en janvier.

« L'entente énonce aussi que lorsque les conditions le justifient, [la Banque pourrait] utiliser la flexibilité de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 [%] à 3 % pour rechercher activement le niveau d'emploi durable maximal. Et quand est-ce que les conditions pourraient le justifier? Quand l'inflation est [proche] de la cible, les taux d'intérêt sont plus [proches] de la normale, et nous ne sommes pas certains que le niveau d'emploi durable maximal a véritablement été atteint. Évidemment, ces conditions ne sont pas réunies à l'heure actuelle, car l'inflation dépasse considérablement la cible et le taux directeur est très bas. Mais une fois que nous serons sortis de la pandémie et que l'économie se sera normalisée, l'incertitude quant au niveau d'emploi durable maximal est appelée à perdurer. Donc, dans les bonnes conditions, cette approche exploratoire pourrait consister à faire preuve de plus de patience pour mieux cerner le niveau d'emploi durable qui serait compatible avec la stabilité des prix. »

« Même si nous nous attendons à ce que l'inflation ralentisse au cours du deuxième semestre de 2022, nous surveillons de près les attentes d'inflation et les coûts salariaux. Nous veillerons à ce que les forces qui font grimper les prix n'aient pas, en fin de compte, une influence durable sur l'inflation. Et c'est exactement ce que le cadre nous permet de faire. » [Note de la rédaction : Cette déclaration laisse entendre que la BdC est ouverte à l'idée de faire basculer les attentes pour une baisse de l'inflation, à mon avis.]

« Comme je l'ai déjà souligné, la stabilité des prix et le niveau d'emploi durable maximal vont main dans la main. »

« Et vous pouvez vous attendre à nous entendre parler plus souvent de la façon dont notre analyse des marchés du travail intervient dans nos décisions de politique monétaire. »

Aujourd'hui, puisque la conjoncture de l'équilibre de l'économie peut exister alors que dans l'ensemble, la capacité excédentaire se referme et qu'on atteint le niveau d'emploi maximal, peut-on dire que la BdC n'a plus la souplesse d'explorer exactement le moment auquel se referme la capacité excédentaire? Les journalistes n'ont pas posé cette « question cruciale »; or, le ton des déclarations de Tiff Macklem indique qu'il est en train de perdre patience vis-à-vis de l'inflation malgré les mesures qui indiquent qu'il y a une capacité excédentaire, ce qui voudrait dire qu'il mettrait de côté son engagement à ne pas hausser les taux tant que cette capacité excédentaire ne sera pas résorbée ou qu'il faut réviser le PIB potentiel qui permettra de combler avant terme cette capacité excédentaire.

Vivement la Fed!

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont

Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.