



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Tiff Macklem
premier sous-gouverneur
de la Banque du Canada
à l'École de gestion John-Molson Université
Concordia
Montréal (Québec)
le 7 février 2014**

Le régime flexible de ciblage de l'inflation et la désinflation « bonne » et « mauvaise »

Introduction

Bonjour. Je tiens à remercier tout particulièrement le professeur Switzer de m'avoir invité à prendre la parole ici à l'École de gestion John-Molson.

J'ai grandi à Montréal, et cette rencontre m'offre la possibilité de boucler la boucle en quelque sorte. C'est à Montréal que j'ai prononcé mon premier discours à titre de premier sous-gouverneur et celui-ci sera le dernier. Dans quelques mois, je me joindrai à une autre école de commerce prestigieuse : la Joseph L. Rotman School of Management. Prendre la parole devant des étudiants en commerce ici à Montréal m'apparaît donc comme un bon moyen de faire la transition entre mon passé et mon avenir.

Je veux profiter de cette occasion pour aborder un sujet qui est au cœur de la mission de la Banque du Canada : la maîtrise de l'inflation.

Au début des années 1990, je faisais partie de l'équipe qui a conçu et mis en œuvre le régime de ciblage de l'inflation de la Banque. Nous l'avons élaboré dans un contexte d'inflation élevée et variable. Ceux d'entre vous qui sont assez vieux se souviendront des effets dévastateurs de l'inflation à deux chiffres et des taux hypothécaires supérieurs à 20 % dans les années 1980.

Heureusement, la poursuite de cibles d'inflation a donné de bons résultats - de fait, meilleurs que bon nombre d'entre nous l'avaient imaginé. Cela fait maintenant plus de vingt ans que l'inflation se situe à un niveau bas, stable et prévisible, et les Canadiens ont confiance en la valeur de leur monnaie. Un taux d'inflation bas, stable et prévisible a contribué à une expansion économique solide ainsi qu'au bon fonctionnement et à la stabilité accrue du marché du travail. Il a aussi fait office à la fois de phare et d'ancre pendant la crise financière mondiale.

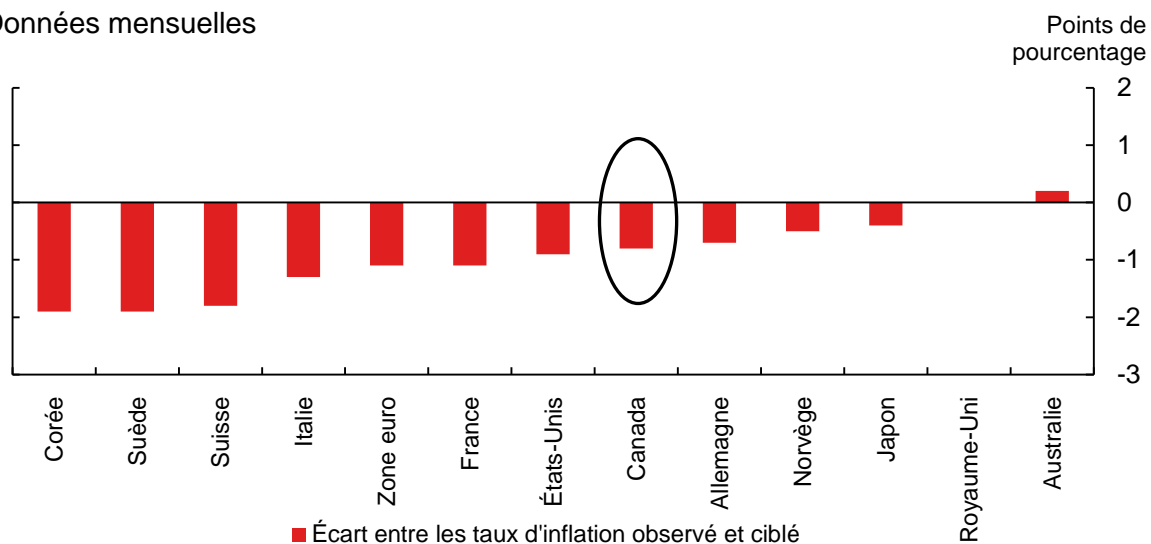
Le régime de ciblage de l'inflation s'est avéré bénéfique pour les Canadiens aussi bien en périodes de calme qu'en périodes d'agitation.

La dernière page de l'histoire monétaire n'est pas tournée pour autant. À l'échelle du globe, la crise financière a ébranlé les fondements mêmes des banques centrales, leur rappelant le rôle important qu'elles jouent à titre de prêteur de dernier recours et dans le maintien de la stabilité financière¹. La crise a été suivie d'une reprise extrêmement lente dans le monde, qui s'est traduite par une réduction des possibilités d'emploi pour une génération de nouveaux travailleurs dans bon nombre d'économies avancées et a changé la donne en ce qui a trait à la maîtrise de l'inflation.

Le ciblage de l'inflation a été conçu pour servir de cadre de conduite de la politique monétaire axé sur la diminution de l'inflation et son maintien à un bas niveau. Mais aujourd'hui, la difficulté est de la faire remonter. La plupart des économies avancées sont aux prises avec une inflation à la baisse, ou *désinflation*. Au cours des deux dernières années, l'inflation a reculé de 1,5 point de pourcentage en moyenne dans ces pays et elle se situe sous la cible dans la majorité d'entre eux, dont le Canada (**Graphique 1**).

Graphique 1 : L'inflation se situe sous la cible dans la plupart des économies avancées

Données mensuelles



Nota : Les chiffres sont fondés sur les indices de l'inflation ciblés par les banques centrales.
Source : Instituts nationaux de statistique, par l'entremise de Haver Analytics

Dernière observation: décembre 2013

Aujourd'hui, je centrerai mes propos sur ce que cette désinflation représente pour la politique de maîtrise de l'inflation de la Banque. Tout d'abord, je passerai brièvement en revue le fonctionnement de notre régime de ciblage de l'inflation, puis je traiterai de notre expérience de l'inflation après la crise, des facteurs qui contribuent à la désinflation et des implications pour la politique monétaire.

Pour vous donner un aperçu de là où je veux en venir, je vous dirai qu'il n'y a pas qu'un type de désinflation. La désinflation peut être « bonne », quand elle découle d'une concurrence accrue et d'une croissance plus élevée de la productivité, mais également « mauvaise », quand elle est provoquée par une

faible demande de biens et de travailleurs qui pousse les prix et les salaires à la baisse. En théorie, les autorités monétaires devraient réagir différemment selon que la désinflation est bonne ou mauvaise. En pratique, la tâche se trouve compliquée par les incertitudes entourant nos mesures et nos projections. Notre travail à la Banque du Canada consiste à la fois à affiner autant que possible l'analyse et à prendre en compte les risques et les incertitudes au moment de déterminer l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour atteindre notre cible d'inflation.

Permettez-moi de donner quelques précisions à ce sujet.

L'abc du ciblage de l'inflation

La Banque a pour mandat d'atténuer « ... autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale de favoriser la prospérité économique et financière du Canada »². L'inflation élevée et volatile observée dans les années 1970 et 1980 nous a appris que le meilleur moyen d'atteindre ces objectifs est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Lorsque nous avons introduit notre politique monétaire fondée sur le ciblage de l'inflation en 1991, nous étions pratiquement les seuls. Aucun autre pays du G7 ne poursuivait de cibles d'inflation. La Nouvelle-Zélande, premier pays à mettre en œuvre un tel régime, nous avait précédés de neuf mois seulement. Et, à l'époque, il existait très peu de travaux théoriques sur le ciblage de l'inflation.

Depuis 1995, l'objectif a consisté à atteindre un taux d'accroissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) global de 2 %, soit le point médian de notre fourchette de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %. Cette cible est réexaminée approximativement tous les cinq ans conjointement par la Banque du Canada et le gouvernement fédéral, et la dernière fois qu'elle a été renouvelée remonte à 2011³.

Pour atteindre cette cible, un taux de change flottant est un élément essentiel du cadre de conduite de la politique monétaire du Canada. Il fait partie du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il permet à la Banque de mener une politique adaptée à la réalité canadienne et axée sur l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % au pays et la stabilisation de notre économie. Le taux de change flottant sert également d'amortisseur pour l'économie canadienne, en l'aidant à absorber les changements touchant l'économie mondiale et à s'y ajuster⁴.

À la lumière de la récente dépréciation du dollar canadien, il convient d'insister sur le fait que la Banque n'a pas de cible pour le taux de change, elle a une cible d'inflation. Le taux de change est déterminé sur les marchés, et la Banque ne cherche pas à promouvoir une valeur particulière pour celui-ci, pas plus qu'elle ne tente de contrer ses variations.

Notre régime de ciblage de l'inflation comporte trois caractéristiques importantes.

Il est symétrique. La Banque se préoccupe autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur. Une inflation élevée et variable érode le pouvoir d'achat, crée de l'incertitude, fausse les décisions d'investissement et donne lieu à une redistribution arbitraire de la richesse entre

les épargnants et les emprunteurs. Or, une inflation négative persistante - ou déflation - est encore plus pernicieuse. La cible de 2 % fournit aux autorités monétaires une plus grande marge de manœuvre permettant d'éviter le risque que la désinflation ne dégénère en déflation proprement dite. Dans un contexte de déflation, les attentes d'inflation perdent leur point d'ancrage et s'orientent vers le bas, et les gens commencent à retarder leurs achats, car ils s'attendent à ce que les prix de ce qu'ils achètent diminuent dans l'avenir. Cela déprime la demande. Et à mesure que les prix et les salaires reculent, le fardeau réel des prêts hypothécaires et des autres dettes en termes nominaux s'alourdit, ce qui déprime encore plus la demande.

Aujourd'hui, l'inflation se situant à environ 1 %, les prix augmentent, ils ne diminuent pas. Et la Banque s'attend à ce que l'inflation monte graduellement à la cible de 2 %. Cependant, comme l'inflation se maintient au-dessous de la cible de façon persistante, la Banque est davantage préoccupée par les risques à la baisse entourant l'inflation que par les risques à la hausse.

Il est tourné vers l'avenir. Il faut prévoir un certain temps - environ deux ans - pour que les interventions en matière de politique monétaire se répercutent sur l'économie et pour qu'elles fassent sentir pleinement leur effet sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit toujours avoir une orientation prospective. Ainsi, la Banque fixe le taux directeur en se fondant sur ce qu'elle juge être l'évolution probable du taux d'inflation. Cette évaluation exige un examen rigoureux des données économiques concernant l'équilibre entre l'offre et la demande ainsi que des autres facteurs agissant sur l'inflation.

Pour l'aider à faire abstraction des variations temporaires de l'inflation, la Banque a recours à l'inflation mesurée par l'indice de référence, dont sont exclues les composantes volatiles de l'IPC, comme guide dans la conduite de la politique monétaire afin de réaliser la cible établie pour l'inflation mesurée par l'IPC global⁵. Selon sa prévision de référence, la demande se renforcera à la faveur de la résorption graduelle des capacités inutilisées au sein de l'économie. On s'attend donc à ce que l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global monte à la cible au cours des deux prochaines années environ.

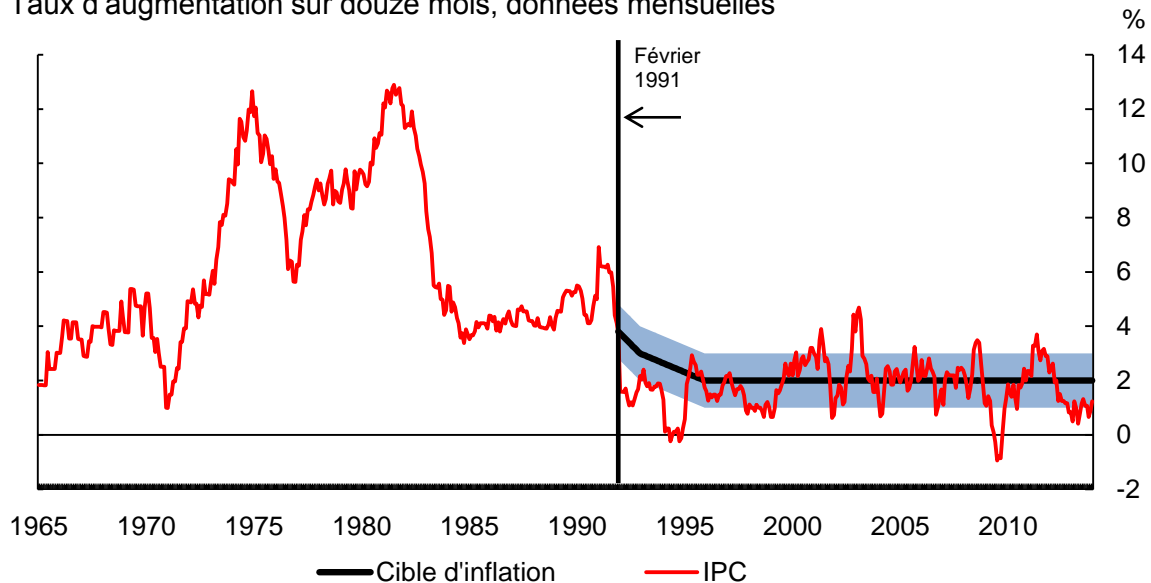
Il est flexible. Au moment d'évaluer si l'orientation de la politique monétaire est propice à la réalisation de la cible d'inflation, la Banque doit se former un jugement sur l'horizon à privilégier pour ramener l'inflation à la cible. Le régime flexible de ciblage de l'inflation fournit la latitude nécessaire pour prendre en compte les risques entourant la stabilité financière et pour gérer la volatilité que les mesures de politique monétaire peuvent entraîner dans l'économie et les marchés financiers. Dans le contexte actuel, la nécessité de mettre en balance les risques d'une amplification des déséquilibres prononcés dans le secteur des ménages et les risques à la baisse touchant l'inflation lorsque celle-ci est déjà sous la cible constitue un élément important au cœur de nos décisions de politique monétaire - qui a été souligné dans les annonces récentes de nos mesures.

Les résultats de la Banque au chapitre de la maîtrise de l'inflation depuis plus de vingt ans sont impressionnants. Depuis 1991, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie à 2 % en moyenne au Canada, et son écart-type a diminué des deux tiers environ par rapport aux années 1970 et 1980 (**Graphique 2**). En

outre, la persistance de l'inflation mesurée par l'autocorrélation de cette dernière est passée de 0,8 entre 1975 et 1990 à seulement 0,1 depuis 1995. De nos jours, les fluctuations autour de la cible sont généralement temporaires; ainsi, la meilleure prévision pour l'inflation est 2 % - la cible, donc. Quoi de plus simple?

Graphique 2 : Au cours des vingt dernières années, l'inflation s'est établie à 2 % en moyenne

Taux d'augmentation sur douze mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2013

Le maintien d'un taux d'inflation bas est aussi un moyen de parvenir à une fin, celle-ci étant une meilleure tenue de l'économie. Un niveau d'inflation bas, stable et prévisible s'est accompagné d'une croissance économique plus stable au Canada ainsi que d'un taux de chômage moins élevé et moins variable (**Tableau 1**). De fait, le taux de chômage moyen a reculé et les fluctuations du chômage mesurées par l'écart-type de celui-ci ont été réduites de plus d'un tiers⁶.

Il n'est donc pas étonnant que d'autres pays aient emboîté le pas au Canada. Depuis 1991, plus de 25 autres économies avancées ou émergentes ont mis en place un régime de ciblage de l'inflation⁷.

Tableau 1 : Résultats économiques du Canada (1975-2013)

	Moyenne (%)			Écart-type		
	1975M1 - 1990M12	1991M1 - 2013M12	1995M1 - 2013M12	1975M1 - 1990M12	1991M1 - 2013M12	1995M1 - 2013M12
Taux d'augmentation de l'IPC sur 12 mois ^a	7,1	2,0	1,9	2,9	1,2	0,9
Croissance du PIB réel ^b	2,9	2,5	2,5	3,9	2,5	2,5
Taux de chômage ^c	8,9	8,1	7,6	1,7	1,6	1,0
Taux d'intérêt à 3 mois ^d	10,9	3,9	3,3	3,0	2,2	1,8
Taux d'intérêt à 10 ans ^e	10,8	5,3	4,6	2,0	2,1	1,6

a. Taux de variation en glissement annuel de l'IPC global (dernière observation : décembre 2013)

b. Taux de croissance trimestriel annualisé pour les trimestres des périodes considérées, jusqu'au 3^e trimestre de 2013

c. La période considérée commence en janvier 1976 en raison de l'introduction d'une nouvelle enquête sur la population active à ce moment-là.

d. Il s'agit du taux du papier de premier choix des sociétés non financières à 3 mois (Statistique Canada, série v121812, tableau 176-0041).

e. Pour des raisons liées à la disponibilité des données, le taux d'intérêt à 10 ans avant juin 1982 correspond au rendement des obligations d'État de plus de 10 ans (Statistique Canada, série v121758, tableau 176-0041). Après cette date, le taux est fondé sur le rendement des obligations d'État à 10 ans (Statistique Canada, série v121790, tableau 176-0041).

Source : Statistique Canada

Le comportement récent de l'inflation au Canada

Cela étant dit, examinons le comportement récent de l'inflation au Canada.

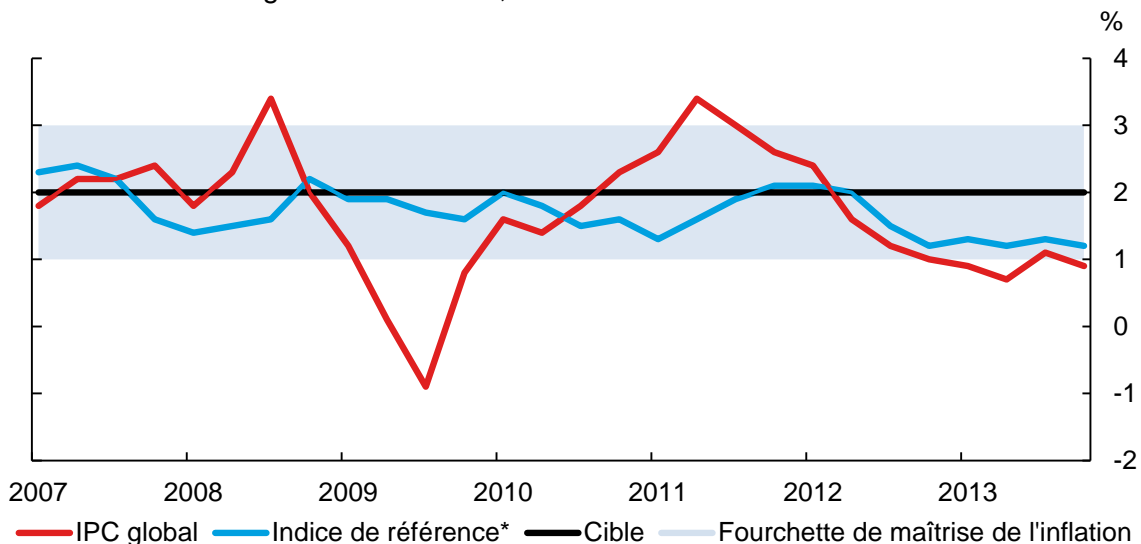
À la suite de la crise financière mondiale, l'inflation mesurée par l'IPC global au Canada a fortement baissé, pour s'établir à un creux de -0,9 % en juillet 2009, en raison principalement d'une chute des cours mondiaux du pétrole, lesquels sont passés de 140 dollars É.-U. le baril à l'été 2008 à 35 dollars É.-U. plus tard cette année-là. La croissance redémarrant dans la plupart des économies avancées, les cours mondiaux du pétrole ont rebondi en 2010 pour atteindre 90 dollars É.-U. le baril et l'inflation mesurée par l'IPC global a dépassé 3 % en 2011 (**Graphique 3**).

Par comparaison, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée relativement stable autour de 2 % pendant cette période. Depuis 2012, toutefois, l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global s'est réinscrite en baisse et elle est en deçà de 2 % depuis maintenant vingt mois.

D'autres mesures de l'inflation fondamentale ont aussi fléchi. De fait, *toutes* nos mesures de l'inflation font état d'une désinflation depuis 2012 (**Graphique 4**). Et si l'on examine individuellement les composantes du panier de l'IPC, il apparaît que cette faiblesse est généralisée, les prix d'environ les trois quarts des biens du panier de consommation ayant augmenté à un rythme inférieur à 2 % au cours de la dernière année (**Graphique 5**).

Graphique 3 : L'inflation se situe sous la cible depuis 20 mois

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



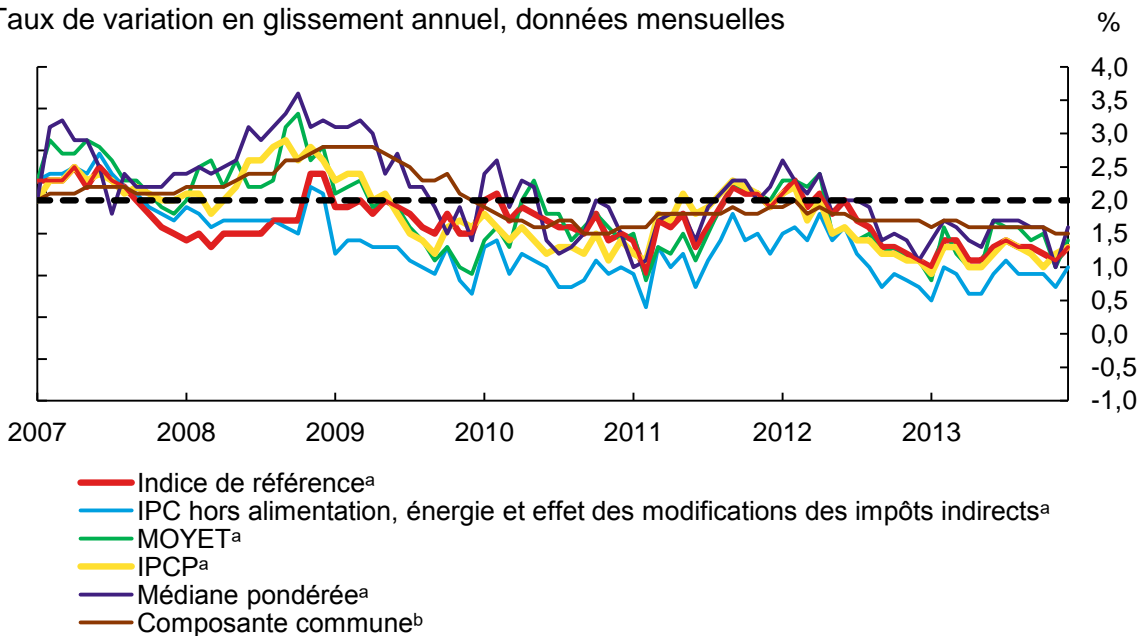
* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Graphique 4 : Comme le montrent diverses mesures, l'inflation est basse

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Pour les définitions, voir Taux et statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation.

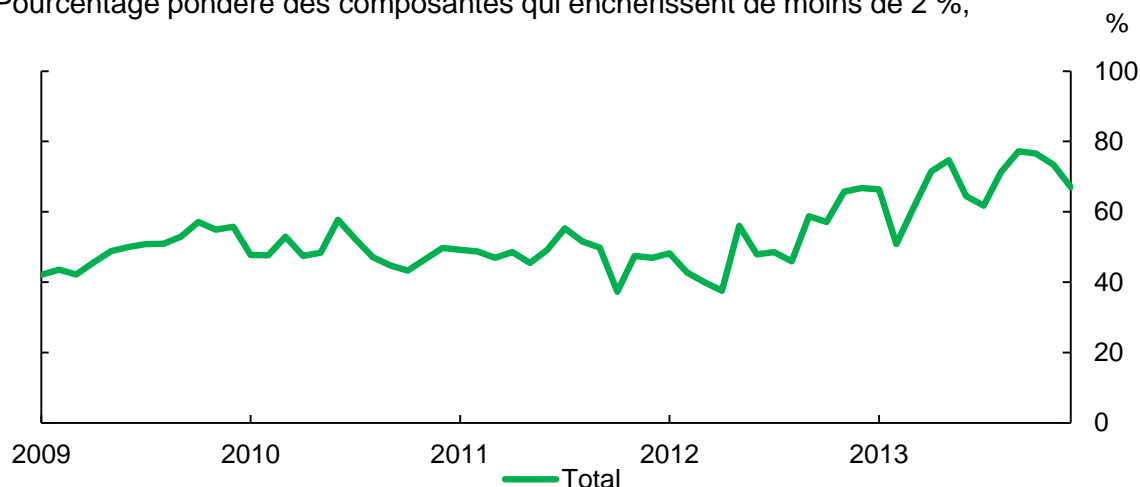
b. Mesure faisant ressortir la composante de l'inflation qui est commune à toutes les séries de données constituant l'IPC. Voir M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2013), *The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada*, document de travail n° 2013-35, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2013

Graphique 5 : La proportion des biens de consommation et des services qui enchérissent de moins de 2 % a augmenté considérablement depuis la mi-2012

Pourcentage pondéré des composantes qui enchérissent de moins de 2 %, %



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

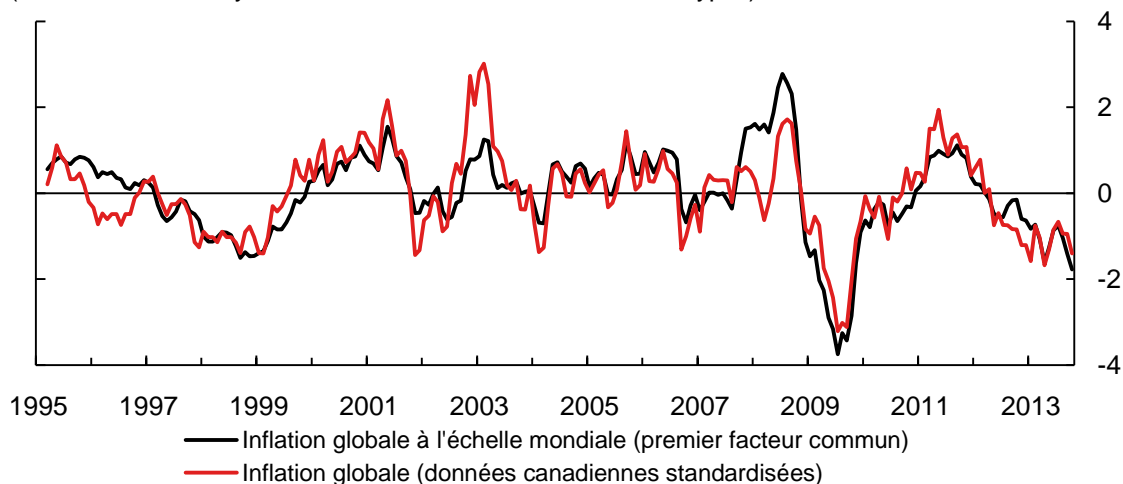
À quoi tient la désinflation au Canada?

La désinflation à l'échelle mondiale

Selon certaines études, l'inflation, qui est basse et recule actuellement dans bon nombre d'économies avancées, comporte une dimension mondiale, qu'on peut facilement évaluer à l'aide de l'analyse factorielle⁸. Cette méthode statistique permet de synthétiser la variabilité commune des taux d'inflation de différents pays. Lorsqu'on observe l'évolution de l'inflation à l'échelle du globe mesurée par ce facteur commun, on note une baisse de l'inflation dans le monde depuis 2012 (Graphique 6)⁹.

Graphique 6 : L'inflation globale à l'échelle mondiale affiche une baisse prononcée depuis 2012

Taux d'inflation standardisés
(diminués de la moyenne et normalisés à l'aide de l'écart-type*)



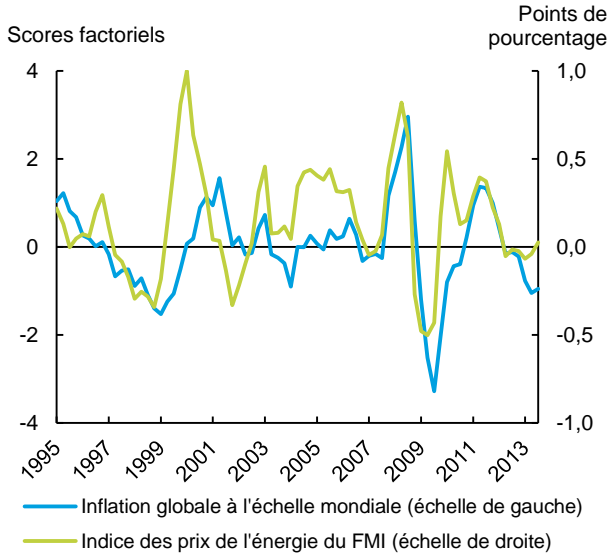
* Les séries de données sont standardisées par la formule $(\pi - \mu) / \sigma$, où π désigne l'inflation, μ , la moyenne de l'échantillon, et σ , l'écart-type de l'échantillon.

Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

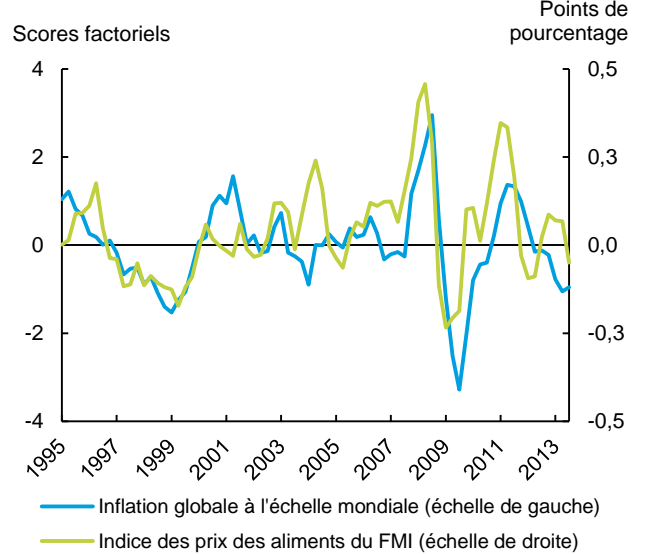
Dernière observation : octobre 2013

Graphique 7 : L'inflation globale à l'échelle mondiale est fortement corrélée au taux d'accroissement des prix de l'énergie et des aliments

Inflation globale à l'échelle mondiale comparée au taux d'accroissement des prix de l'énergie



Inflation globale à l'échelle mondiale comparée au taux d'accroissement des prix des aliments

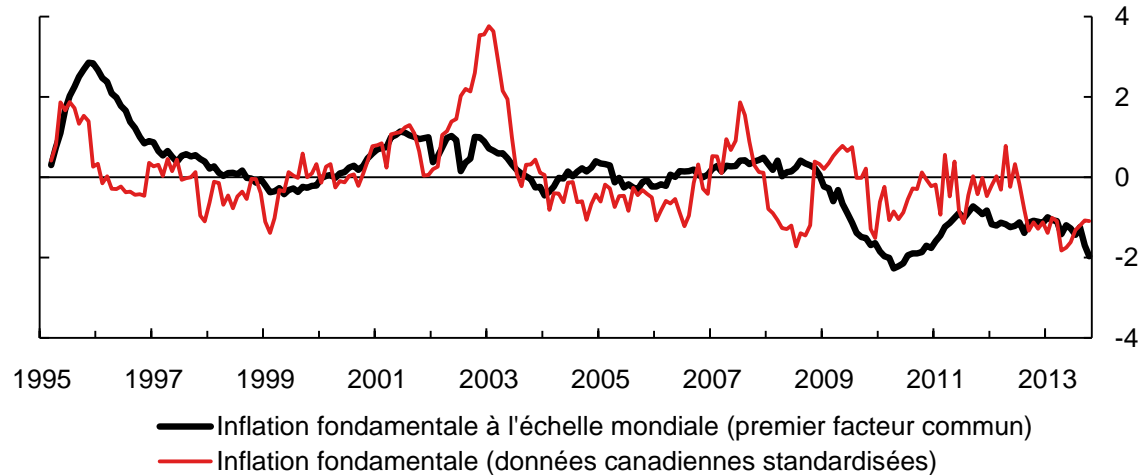


Sources : FMI et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Graphique 8 : L'inflation fondamentale à l'échelle mondiale baisse depuis 2012

Taux d'inflation standardisés (diminués de la moyenne et normalisés à l'aide de l'écart-type*)

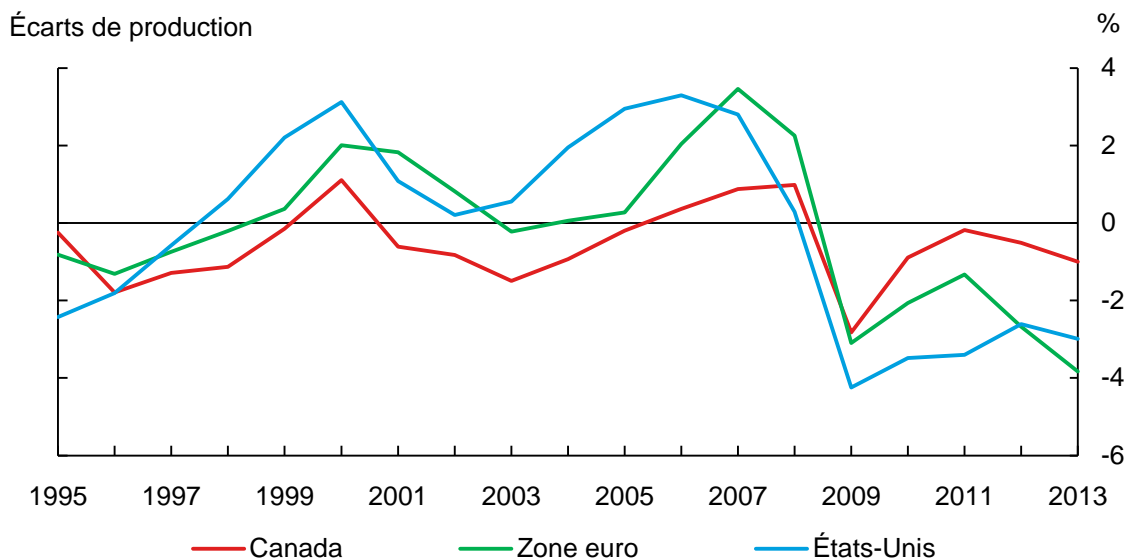


* Les séries de données sont standardisées par la formule $(\pi - \mu) / \sigma$, où π désigne l'inflation, μ , la moyenne de l'échantillon, et σ , l'écart-type de l'échantillon.

Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2013

Graphique 9 : La faiblesse de l'inflation fondamentale à l'échelle mondiale concorde avec des écarts de production importants



Sources : Banque du Canada (Canada) et OCDE (zone euro et États-Unis)

Dernière observation : 2013

L'inflation *globale* à l'échelle mondiale est fortement corrélée avec le taux d'accroissement des prix mondiaux de l'énergie et des aliments, les coefficients de corrélation correspondants se chiffrant à 0,5 et à 0,6, respectivement. Cela donne à penser que la chute récente de l'inflation *globale* à l'échelle mondiale tiendrait en grande partie au fléchissement récent des prix mondiaux de l'énergie et des aliments (**Graphique 7**). Toutefois, les tendances à plus long terme s'expliquent probablement davantage par les variations de l'inflation fondamentale dans le monde.

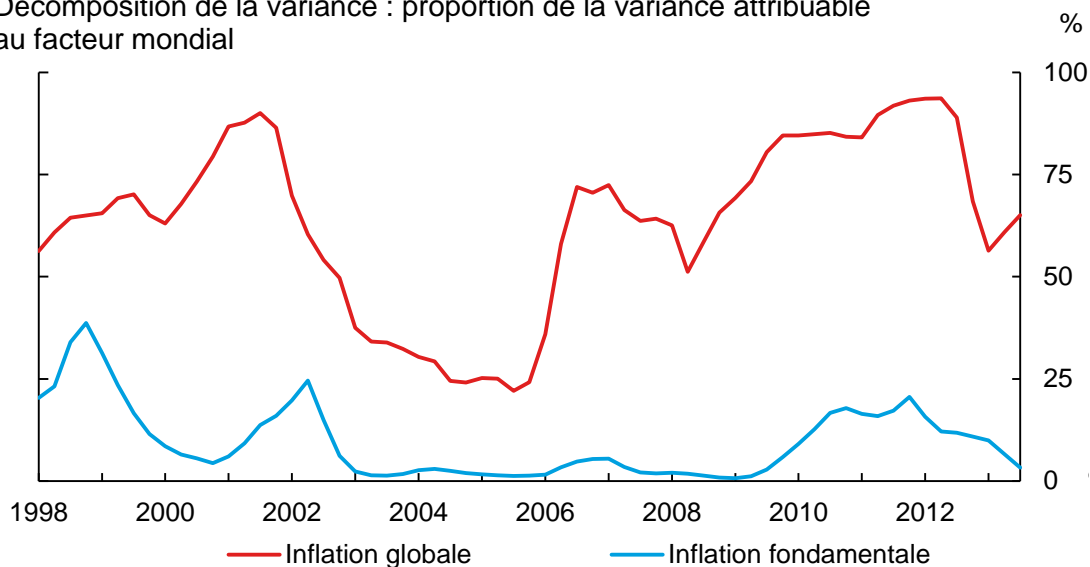
Le recul récent de l'inflation *fondamentale* à l'échelle du globe est plus difficile à comprendre (**Graphique 8**). Il pourrait être attribuable aux capacités excédentaires importantes et persistantes observées dans de nombreux pays avancés (**Graphique 9**)¹⁰. Ce qui est moins évident, toutefois, c'est la mesure dans laquelle les capacités excédentaires permettent d'expliquer que la désinflation survienne maintenant, étant donné que l'inflation fondamentale a été relativement stable de 2009 à 2011, période où les écarts de production étaient encore plus notables dans la plupart des pays. La raison en est peut-être que la sensibilité de l'inflation à l'écart de production s'accroît à mesure que celui-ci devient plus persistant, ce qui pourrait être renforcé par une modification des attentes en matière d'inflation.

Lorsqu'on évalue la pertinence de l'évolution de l'inflation à l'échelle mondiale pour le Canada, on constate que l'inflation globale dans notre pays évolue sensiblement de la même façon que le facteur commun de l'inflation dans les économies avancées, ce qui fait ressortir l'importance des prix de l'énergie et des aliments pour les variations de l'inflation globale au Canada. Par contre, la variance de l'inflation fondamentale au pays ne semble pas vraiment liée aux mouvements de l'inflation fondamentale à l'échelle du globe (**Graphique 10**). Le recul de l'inflation fondamentale au Canada en 2012 a été plus marqué qu'à

l'échelle mondiale, ce qui est étonnant, compte tenu du fait que les capacités inutilisées au Canada semblent moindres qu'ailleurs.

Graphique 10 : Au Canada, le facteur mondial influence largement la variance de l'inflation globale, mais beaucoup moins l'inflation fondamentale

Décomposition de la variance : proportion de la variance attribuable au facteur mondial



Sources : OCDE et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Cela laisse entrevoir que des facteurs propres à notre pays ont vraisemblablement une plus grande influence sur la dynamique de l'inflation fondamentale au Canada.

La faiblesse des déterminants intérieurs

La courbe de Phillips augmentée des anticipations constitue un modèle qui permet de comprendre les facteurs intérieurs agissant sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Dans sa forme la plus simple, ce modèle exprime l'inflation fondamentale comme une fonction des attentes d'inflation et une mesure de la marge de capacités inutilisées :

$$\pi_t = E_t(\pi_{t+1}) + b(y_t - \bar{y}_t) + \epsilon_t,$$

où π_t désigne l'inflation pour la période en cours, $E_t(\pi_{t+1})$ le taux d'inflation anticipé dans la période suivante, et $y_t - \bar{y}_t$ l'écart entre la production observée y_t et la production potentielle \bar{y}_t ¹¹. Le terme d'erreur ϵ_t rend compte d'autres déterminants absents de l'équation, comme des chocs de prix ou d'offre déclenchés par des facteurs tels que des conditions météorologiques inhabituelles ou des changements dans l'environnement concurrentiel.

Point important à souligner, les coefficients estimés des déterminants de l'inflation dans cette relation sont généralement très petits et la relation statistique tend à être faible. Cela n'est pas surprenant, l'inflation étant stable au Canada depuis l'adoption du ciblage de l'inflation, mais implique que les variations de l'écart de production doivent être plutôt fortes pour induire des

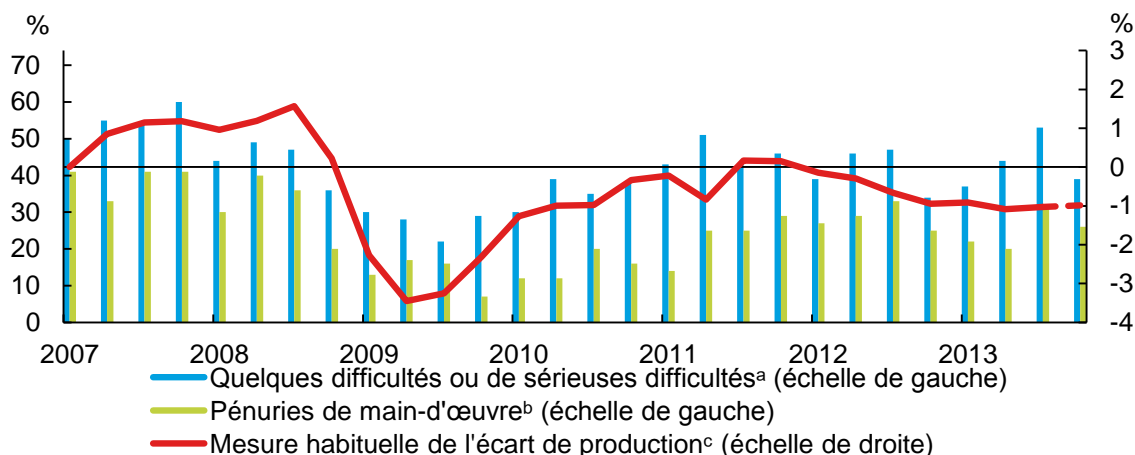
mouvements de l'inflation fondamentale qui soient significatifs sur le plan économique.

Bien que cette représentation stylisée soit, bien entendu, une simplification du véritable processus d'inflation, elle est utile pour nous aider à évaluer le rôle des déterminants susceptibles d'être à l'origine du recul de l'inflation.

▪ **Les capacités excédentaires persistantes au sein de l'économie**

Commençons par l'écart de production. La marge de capacités inutilisées présente au sein de l'économie canadienne demeure importante (**Graphique 11**). À la lumière de la gamme complète d'indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et de l'incertitude liée à toute estimation ponctuelle, la Banque a conclu dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire* que l'offre excédentaire au quatrième trimestre de 2013 se situait entre $\frac{3}{4}$ et $1\frac{3}{4}$ %.

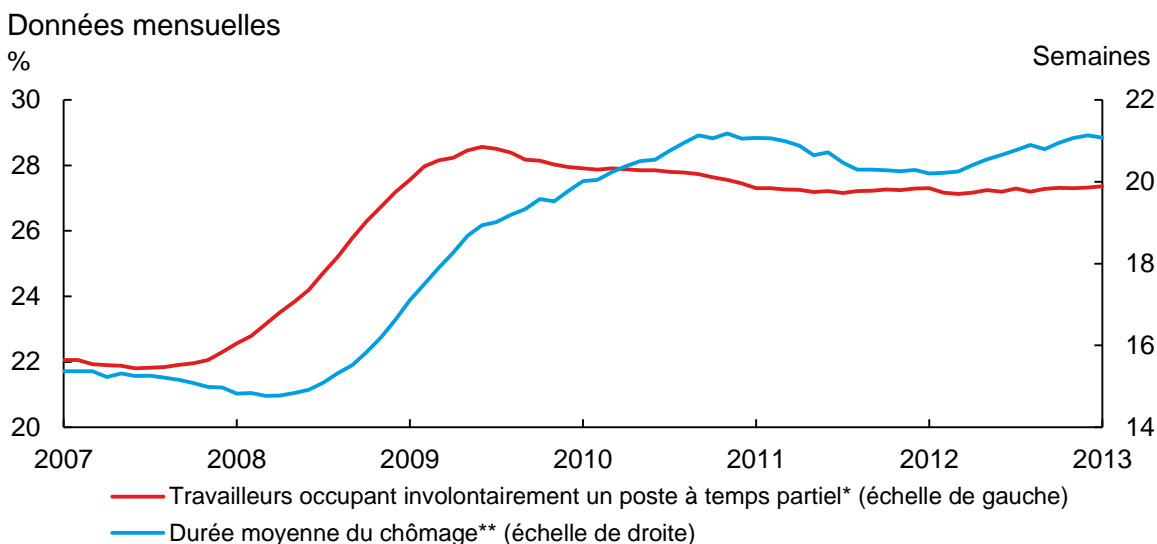
Graphique 11 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités inutilisées importante



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré connaître une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2013 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
Source : Banque du Canada Dernière observation : 2013T4

La mesure habituellement utilisée par la Banque, qui est fondée sur une méthode statistique combinant plusieurs sources de données, montre que l'écart de production était près de la limite inférieure de cet intervalle¹². Toutefois, une autre méthode structurelle donne à penser que l'écart de production au quatrième trimestre était plus près de $1\frac{3}{4}$ %¹³. Ce résultat reflète un excédent considérable au chapitre du nombre total d'heures travaillées et rend compte d'un niveau de la productivité du travail qui est nettement au-dessous de sa tendance. D'autres indicateurs du marché du travail laissent également entrevoir une marge de ressources inutilisées plus grande que ne l'indique la mesure habituelle de la Banque. Par exemple, le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel et la durée moyenne du chômage sont encore élevés (**Graphique 12**).

Graphique 12 : Les données sur le marché du travail laissent entrevoir une offre excédentaire persistante



* En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

** En nombre de semaines, moyenne mobile sur 12 mois

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2013

Il n'est pas facile d'expliquer le niveau actuel de l'inflation fondamentale à l'aide de la courbe de Phillips. Les estimations économétriques simples du coefficient de l'écart de production, b , indiqueraient une valeur d'environ 0,1. Par conséquent, si nous postulons une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie de 1 ¼ % (le point médian de l'intervalle), l'inflation fondamentale se situerait à 1,9 %. Ce résultat est sensiblement supérieur au taux d'inflation observé, qui avoisine 1 %.

Bien entendu, le coefficient b réel pourrait être supérieur à 0,1. Comme vous pouvez vous en douter, la Banque du Canada s'est penchée sur cette question. Et elle a découvert effectivement que la prise en compte de facteurs non considérés dans cette équation simple pourrait faire grimper le coefficient à 0,3 environ¹⁴. Le modèle prédit dans ce cas une valeur de 1,6 % pour l'inflation fondamentale. C'est mieux, mais la faiblesse de l'inflation reste néanmoins en grande partie inexpliquée.

Compte tenu du haut degré d'incertitude qui entoure les estimations en temps réel de l'écart de production, il se peut que le niveau des capacités inutilisées dans l'économie soit plus élevé qu'on ne le juge à l'heure actuelle. De fait, l'intervalle indiqué dans le *Rapport sur la politique monétaire* vise à traduire cette incertitude. Toutefois, même en prenant pour hypothèse que le coefficient de l'écart de production est de 0,3, il faudrait plus que doubler notre estimation de la marge de capacités inutilisées pour pouvoir prédire un taux d'inflation proche de 1 %. Ce n'est pas réaliste.

D'autres facteurs que la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie doivent être à l'origine de la désinflation.

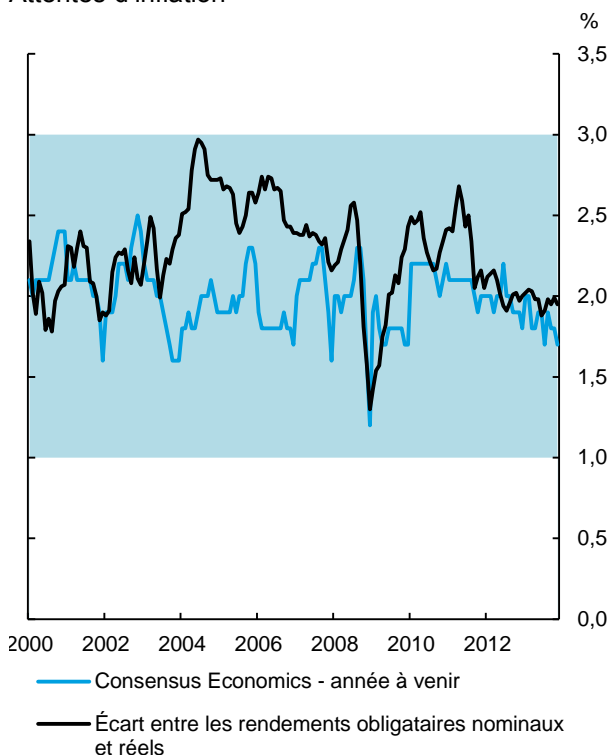
▪ La modification des attentes d'inflation?

Et s'il s'agissait des attentes d'inflation? L'année dernière, les prévisions des enquêtes concernant l'inflation globale à court terme ont évolué à la baisse, ce

qui cadre avec les variations de l'inflation observée. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font maintenant état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,5 % pour cette année et de 1,9 % pour l'année prochaine (**Graphique 13**). Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque, les attentes en matière d'inflation demeurent inchangées : presque toutes les firmes prévoient que le taux d'accroissement de l'IPC se situera, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque, et la majorité d'entre elles sont d'avis qu'il continuera d'évoluer dans la moitié inférieure de cette fourchette, ce qui est conforme au scénario de référence de la Banque. Les mesures des attentes d'inflation à long terme provenant du marché concordent encore avec la cible de maîtrise de l'inflation de 2 %; il n'y a donc guère lieu de croire que les attentes d'inflation ne sont plus ancrées à cette cible. Bien entendu, plus l'inflation demeure sous la cible longtemps, plus les attentes d'inflation sont susceptibles de diminuer. Il faudra surveiller la situation de près, mais jusqu'ici il est difficile d'avancer que la désinflation observée découle d'une modification des attentes.

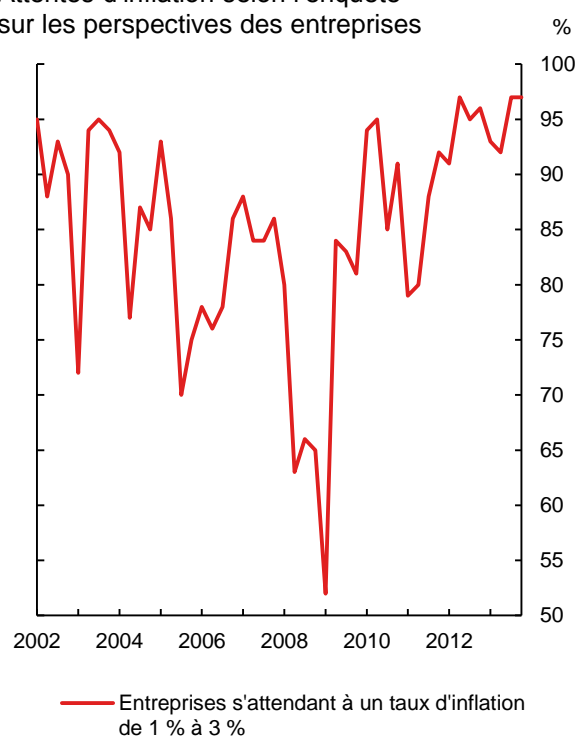
Graphique 13 : Les mesures indiquent que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées

Attentes d'inflation



Sources : Consensus Economics et calculs de la Banque du Canada
Dernière observation : décembre 2013

Attentes d'inflation selon l'enquête sur les perspectives des entreprises



Source : Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada
Dernière observation : 2013T4

Cela veut donc dire que seul le terme d'erreur de la courbe de Phillips rendrait compte de la faiblesse inexpliquée de l'inflation. À quoi peut-on imputer cette erreur négative? Un large éventail d'observations met en évidence la concurrence accrue dans le secteur du commerce de détail au Canada.

▪ La concurrence accrue dans le commerce de détail au Canada

L'intensification de la concurrence dans le commerce de détail est, à de nombreux égards, souhaitable. D'une part, les prix baissent et les consommateurs ont plus de choix. D'autre part, si les marges de profit dans ce secteur se maintiennent, ce qui semble être le cas, c'est vraisemblablement parce que les détaillants sont plus productifs, ce qui accroît les revenus réels et le niveau de vie.

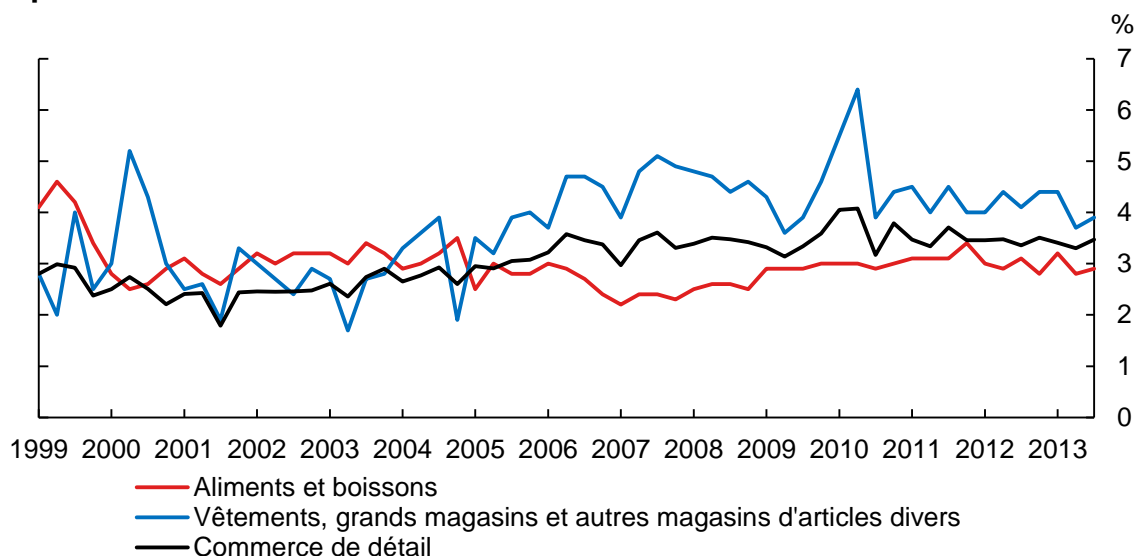
Les pressions concurrentielles dans le secteur canadien du commerce de détail semblent s'être accentuées sur les trois fronts suivants : l'arrivée de nouveaux commerçants de grande taille, le magasinage transfrontière et l'achat en ligne.

Walmart a ouvert des magasins de rabais au Canada en 1994 et, en 2006, a commencé à transformer un grand nombre d'entre eux en supercentres, qui offrent des aliments en plus de marchandises générales. À la fin de 2013, 61 % des magasins de l'entreprise étaient des supercentres.

Cette nouvelle stratégie commerciale, de même que la politique de prix de Walmart, a accru les pressions concurrentielles exercées sur les détaillants traditionnels. De plus, Target et un certain nombre d'autres commerçants américains ont récemment pénétré le marché canadien ou ont l'intention de le faire¹⁵.

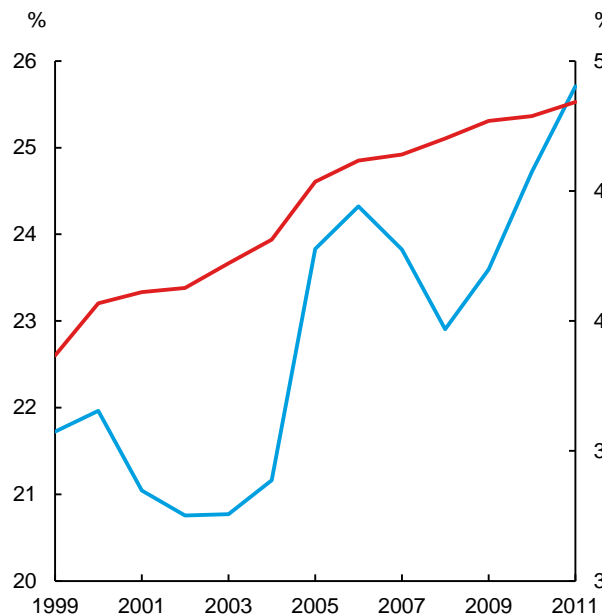
Jusqu'à présent, malgré les pressions importantes sur les prix, les marges de profit des détaillants se maintiennent, ce qui cadre avec l'augmentation de la productivité dans ce secteur (**Graphique 14**). Les entreprises qui le composent maintenant sont plus rentables : les chaînes de magasins en sont venues à occuper une part grandissante du secteur du commerce de détail, et leur marge de profit est presque trois fois plus élevée que celle des magasins ne faisant pas partie d'une chaîne (**Graphique 15**). En outre, la productivité mesurée s'est améliorée plus rapidement dans le commerce de détail que dans l'ensemble de l'économie (**Graphique 16**).

Graphique 14 : Les marges de profit des détaillants se sont maintenues depuis la fin de 2011

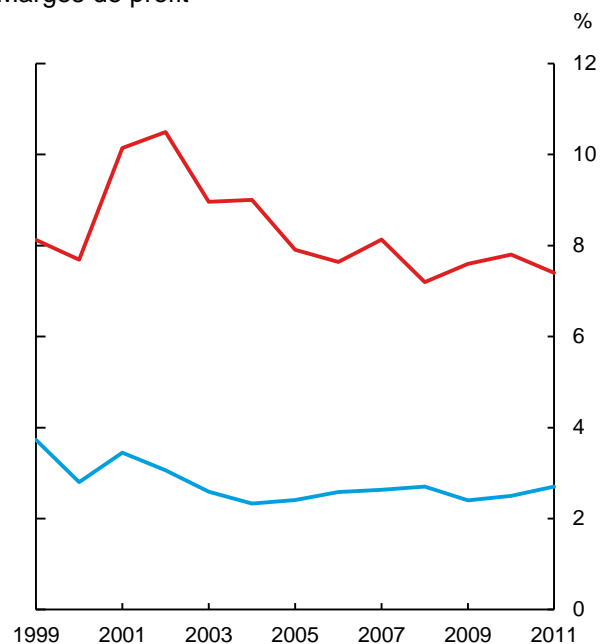


Graphique 15 : Le secteur du commerce de détail a changé : les entreprises qui le composent maintenant sont plus rentables

Importance relative des magasins appartenant à une chaîne



Marges de profit



— Proportion des magasins appartenant à une chaîne (échelle de gauche)
 — Proportion des recettes de la vente au détail qui proviennent de magasins appartenant à une chaîne (échelle de droite)

— Magasins appartenant à une chaîne
 — Magasins n'appartenant pas à une chaîne

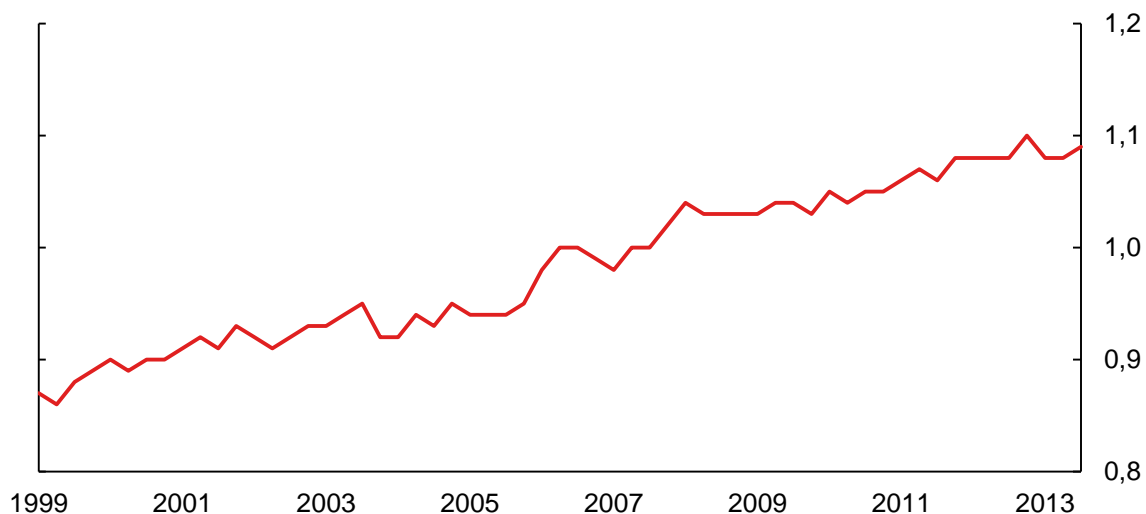
Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011

Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2011

Graphique 16 : La productivité s'améliore plus rapidement dans le commerce de détail que dans l'ensemble de l'économie

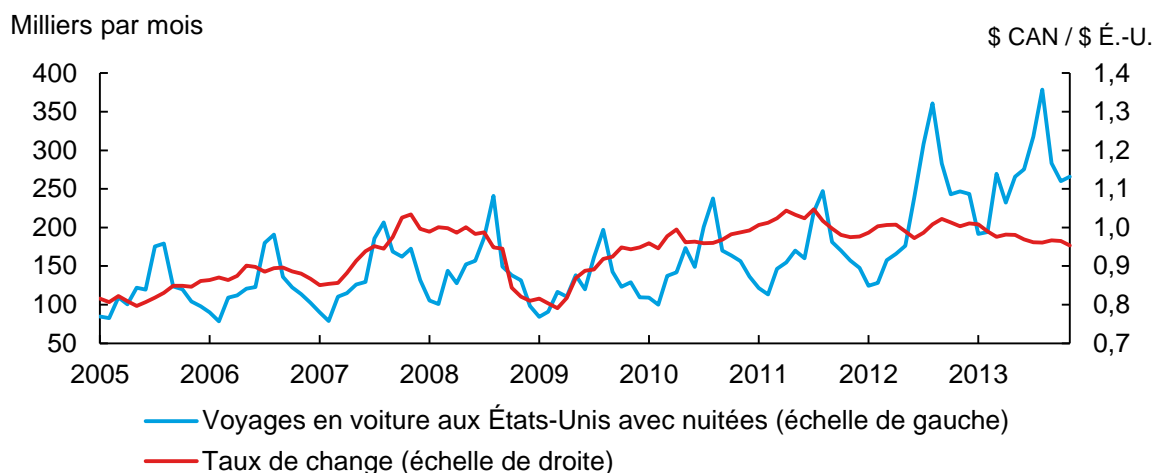


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T3

Il est également possible que l'intensification de la concurrence dans le commerce de détail soit attribuable au relèvement des exemptions de droits de douane annoncé dans le budget fédéral de 2012. À la suite de ce changement, le nombre de voyageurs revenant des États-Unis en auto après un séjour de plus de 24 heures (vraisemblablement pour y faire des achats) s'est beaucoup accru¹⁶. Bien que le volume de voyages en voiture avec nuitées affiche nettement un profil saisonnier (des sommets étant atteints aux alentours des mois d'été), le niveau moyen est passé d'environ 150 000 voyages par mois dans les cinq années qui ont précédé la modification des droits de douane à près de 270 000 par mois depuis (**Graphique 17**). Je ne voudrais pas accorder une importance excessive à ce changement : la part de la consommation nominale des Canadiens à l'étranger se chiffre à environ 4 % seulement et la dépréciation récente du dollar canadien va inverser ce mouvement. Il reste que la hausse des achats transfrontaliers pourrait avoir été une cause aggravante.

Graphique 17 : Le relèvement des exemptions de droits de douane a entraîné une augmentation du magasinage transfrontière



Source : Statistique Canada

Dernière observation : décembre 2013

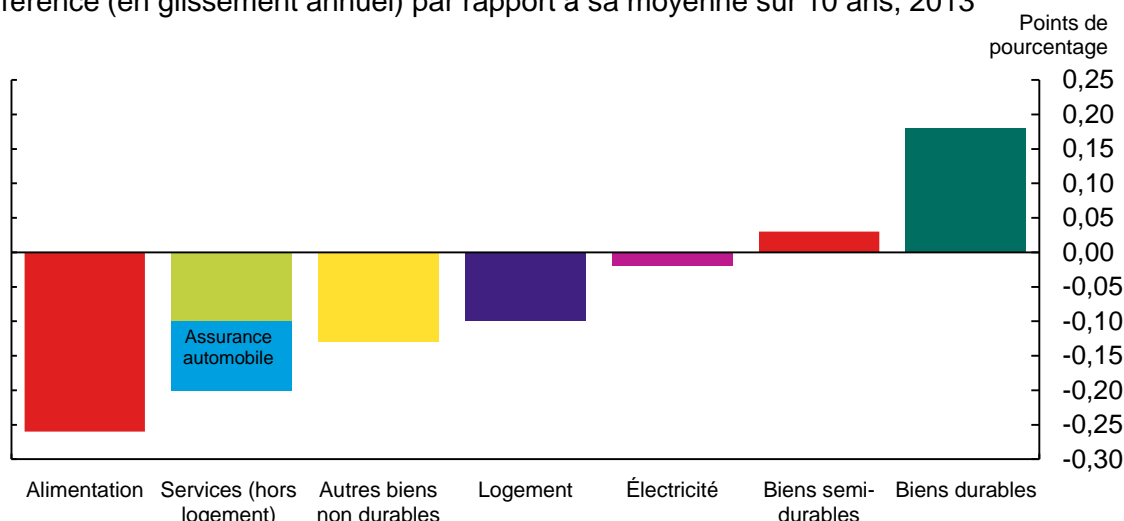
Enfin, le magasinage en ligne est un nouvel élément de l'environnement concurrentiel. Davantage de consommateurs achètent toute une gamme de biens et services par Internet. Bien que l'achat en ligne ne représente encore qu'une faible proportion de la consommation, il contribue à accroître les choix et ouvre la porte à de nouveaux concurrents dans le commerce de détail¹⁷.

Qu'est-ce que tout cela signifie pour les prix?

L'inflation modérée s'est reflétée dans la détente inhabituelle des prix des aliments et des biens non durables inclus dans l'indice de référence, deux secteurs dont certains signes portent à croire que la concurrence s'est intensifiée. L'alimentation représente à elle seule 17 % du panier servant au calcul de l'indice de référence et il s'agit de la composante ayant le plus freiné l'inflation mesurée par cet indice en 2013 (**Graphique 18**).

Graphique 18 : L'alimentation est la composante ayant le plus freiné l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2013

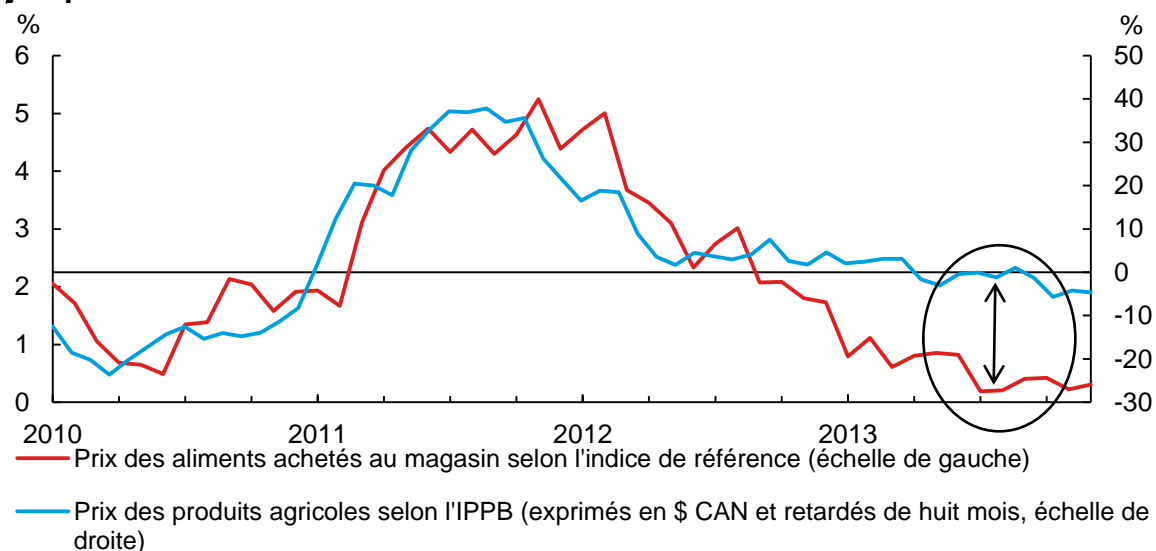
Composantes ayant contribué à l'écart de l'inflation mesurée par l'indice de référence (en glissement annuel) par rapport à sa moyenne sur 10 ans, 2013



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Le taux de progression des prix des aliments compris dans l'indice de référence est très bas en regard du passé, et cette atonie s'explique en grande partie par une croissance moindre des prix des aliments à l'échelle du globe. Néanmoins, le recul enregistré ces derniers trimestres est démesuré par rapport au repli du rythme d'accroissement des prix mondiaux des aliments (**Graphique 19**). La composante agricole de l'indice des prix des produits de base de la Banque s'est stabilisée à la fin de 2012, mais le taux d'augmentation des prix des aliments inclus dans l'indice de référence a continué de baisser, ce qui concorde avec les signes d'une amplification de la concurrence dans le sous-secteur des épicereries et des magasins de marchandises diverses au Canada.

Graphique 19 : L'évolution des prix des aliments compris dans l'indice de référence a reflété en grande partie le cycle des cours des produits de base jusqu'en 2013



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

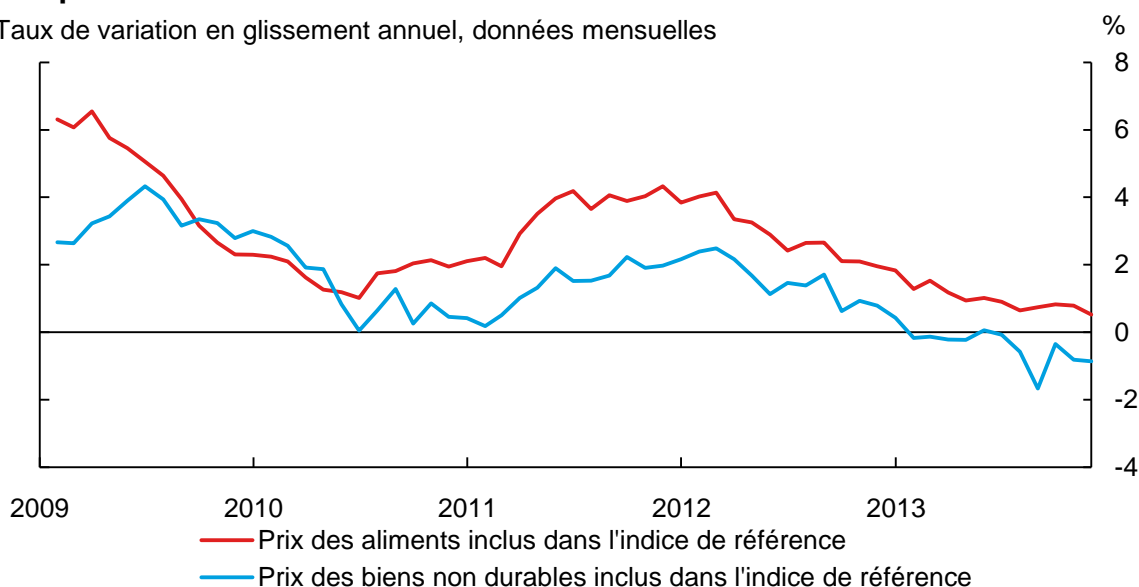
Dernière observation : décembre 2013

Les changements structurels en cours dans ce secteur laissent entrevoir que les pressions concurrentielles vont probablement demeurer intenses pendant quelque temps encore. Toutefois, on peut s'attendre à ce que la dépréciation récente du dollar canadien compense du moins en partie les pressions à la baisse exercées sur les prix des aliments dans le commerce de détail.

Pour ce qui est des biens non durables, qui englobent des articles comme les produits d'hygiène personnelle, la croissance des prix a ralenti de façon marquée ces derniers trimestres, les prix ayant carrément chuté au quatrième trimestre de 2013 (**Graphique 20**). De fait, la dernière fois que le taux d'augmentation des prix des biens non durables a été inférieur au niveau actuel est quand Walmart s'est implanté sur le marché canadien, au milieu des années 1990.

Graphique 20 : La concurrence plus intense contribue à la faiblesse des prix des aliments et des biens inclus dans l'indice de référence

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que la concurrence plus vive ait des effets durables sur le niveau des prix, mais temporaires sur le taux d'inflation. Selon nos meilleures estimations, l'intensification de la concurrence retranchera quelque 0,3 point de pourcentage du taux d'accroissement de l'indice de référence en 2014. Il est difficile de prédire pendant combien de temps la concurrence plus forte pèsera sur l'inflation, mais, dans notre scénario de référence, nous postulons qu'elle continuera de faire baisser les prix encore une autre année environ.

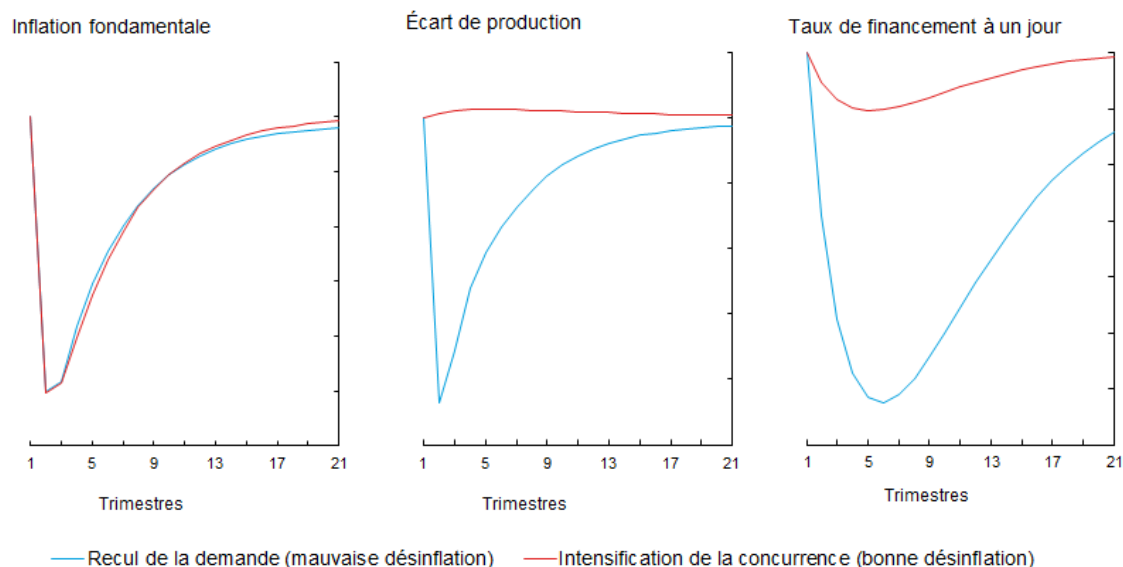
Les implications pour la politique monétaire

Comme nous venons de le voir, l'inflation modérée semble tenir à une offre excédentaire importante et persistante au sein de l'économie et à la concurrence accrue dans le commerce de détail. Nos meilleures estimations de l'incidence de ces deux facteurs laissent pourtant une partie de la désinflation inexplicée, mais, pris ensemble, ils ne sont pas très loin de l'expliquer entièrement. Munis au moins d'un diagnostic partiel, nous pouvons nous pencher sur le traitement.

On peut facilement le démontrer en comparant les effets d'une baisse de la demande globale et d'une intensification de la concurrence à l'aide d'un modèle économique stylisé très simple. Ce modèle se compose de la courbe de Phillips présentée plus tôt, d'équations établissant un lien entre la demande globale et les taux d'intérêt, et d'une règle de politique monétaire selon laquelle le taux d'intérêt directeur réagit aux divergences, d'une part, entre l'inflation observée et la cible, et, d'autre part, entre la production observée et la production potentielle (la règle de Taylor).

Une intensification de la concurrence dans ce modèle tempère directement l'inflation, mais influe à peine sur l'écart de production (**Graphique 21**). Par contre, une diminution de la demande globale entraîne un accroissement des capacités excédentaires dans l'économie, ce qui, selon la relation de Phillips, fait baisser l'inflation. Dans les deux cas, l'inflation recule, mais les capacités excédentaires ne sont présentes au sein de l'économie que dans le deuxième.

Graphique 21 : Réaction théorique des autorités monétaires à la bonne et à la mauvaise désinflation



Source : Banque du Canada

Les implications de ces deux scénarios pour la politique monétaire sont nettement différentes. Dans le cas d'une amplification de la concurrence, la politique monétaire garde le cap dans une large mesure, le taux directeur demeurant essentiellement inchangé. Dans celui d'une baisse de la demande globale, tant la production que l'inflation fléchissent et la règle de Taylor prescrit une réduction des taux d'intérêt pour stimuler la demande et ramener l'inflation à la cible.

Les différentes réactions de la politique monétaire illustrent la distinction qu'il y a à faire entre une « bonne » et une « mauvaise » désinflation. Une hausse de la concurrence dans un secteur particulier y engendre une baisse des prix par rapport à ceux d'autres secteurs. Il s'agit là d'une variation des prix relatifs et non pas d'une variation généralisée des prix. Elle reflète les forces du marché qui sont à l'œuvre; elle n'est pas un signe de faiblesse au sein de l'économie. Les

consommateurs profitent de prix plus bas et la concurrence accrue est appelée à se traduire par une meilleure productivité dans le secteur - deux choses souhaitables. Si les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, les autorités monétaires n'ont alors pas vraiment besoin d'essayer de contrer cette « bonne » désinflation.

Dans le cas d'une contraction de la demande globale, toutefois, le nombre d'emplois et les revenus diminuent en même temps que le rythme d'augmentation des prix d'une vaste gamme de biens et services décroît. Cette désinflation étant considérée comme « mauvaise », les autorités monétaires vont y opposer une résistance.

Ces simulations stylisées reposent sur l'hypothèse arbitraire que la persistance de l'inflation est la même dans les deux scénarios. Et, à persistance égale, la réaction des autorités monétaires est plus forte face à une baisse de la demande qu'à une accentuation de la concurrence. Si l'incidence d'une concurrence plus vive sur le taux d'inflation était moins persistante, comme nous le prévoyons, cette conclusion ne serait que renforcée.

Voilà pour la théorie. Qu'en est-il de la politique monétaire sur le plan pratique?

Nous devons faire de notre mieux pour déterminer pourquoi l'inflation se situe sous la cible, mais quels que soient les efforts déployés, une incertitude planera toujours sur notre diagnostic. De plus, l'économie est infiniment plus complexe que le simple modèle dont je me suis servi à des fins d'illustration. Nous n'avons pas de boule de cristal qui nous permet de lire l'avenir. Et les décisions de politique monétaire ne sont pas prises sur la foi d'une simple règle.

Pour toutes ces raisons, la politique monétaire n'est pas un exercice purement mécanique. Il s'agit plutôt d'un processus de gestion des risques¹⁸. Il existe de nombreuses sources d'incertitude dans notre appréciation des forces désinflationnistes qui sont à l'œuvre au Canada; elles vont du rôle joué par les facteurs mondiaux au niveau et à l'incidence de l'offre excédentaire présente au sein de notre économie, en passant par l'importance et la durée des effets exercés par la concurrence et, surtout, le comportement des attentes d'inflation. Ces considérations font toutes partie intégrante de nos décisions.

Cependant, la théorie conjuguée aux mesures peut au moins servir de guide rudimentaire. Et au moment où nous observons de la désinflation dans bon nombre d'économies avancées, le message que nous livre la théorie est le suivant : les autorités monétaires devraient s'employer à contrer une « mauvaise » désinflation provenant de la faiblesse de la demande, mais faire abstraction d'une « bonne » désinflation liée à un accroissement de la concurrence et de la productivité.

Conclusion

Je terminerai en vous présentant les perspectives économiques établies par la Banque et en vous faisant part de quelques observations.

Comme la Banque l'a signalé dans le *Rapport sur la politique monétaire* qu'elle a publié il y a deux semaines, l'inflation est descendue davantage en deçà de la cible de 2 % ces derniers mois. Parallèlement, la croissance de l'économie canadienne s'est renforcée au second semestre de 2013, et les perspectives se

sont améliorées quelque peu, compte tenu du raffermissement attendu de l'expansion aux États-Unis.

Bien que l'on n'observe pas encore de signes d'un rééquilibrage vers les exportations et les investissements des entreprises au Canada, le renforcement de l'économie mondiale et la récente dépréciation du dollar canadien devraient favoriser un élargissement de la composition de la croissance au pays. La Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global retourne à 2 % dans deux ans environ, les capacités excédentaires se résorbant graduellement et les effets de la concurrence accrue se dissipant. La dépréciation du dollar canadien pourrait également faire grimper le prix de certaines importations directement, mais, selon notre expérience, l'incidence de cette hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être relativement faible.

Si les moteurs déterminants de la croissance et de l'inflation future semblent se raffermir, la Banque s'attend à ce que l'inflation demeure nettement sous la cible pendant quelque temps. Par conséquent, les risques à la baisse entourant l'inflation ont gagné en importance. Parallèlement, les risques associés aux déséquilibres prononcés dans le secteur des ménages n'ont pas changé sensiblement. Compte tenu de ces considérations, la Banque a décidé à sa dernière date d'annonce préétablie de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Le moment et l'orientation du prochain changement du taux directeur seront fonction de l'influence des nouvelles informations sur la résultante des risques.

Comme je l'ai fait remarquer au début, notre régime de ciblage de l'inflation, conjugué au taux de change flottant, nous a bien servis pendant plus de vingt ans. Ce régime a été conçu dans un contexte d'inflation élevée, mais ses principales caractéristiques que sont la symétrie et la flexibilité nous donnent aussi la latitude nécessaire pour manœuvrer dans un contexte de désinflation. Nous faisons de notre mieux pour cerner les principaux déterminants de la désinflation et évaluons continuellement leur persistance ainsi que leur incidence sur l'économie. Il va sans dire qu'une certaine incertitude plane sur nos estimations, surtout concernant la durée de l'effet modérateur exercé par la concurrence plus vive sur l'inflation. Je peux vous assurer que la Banque du Canada continuera de suivre de près ces évolutions, que j'y sois ou non.

Je vous remercie de votre attention.

NOTES

¹ Voir T. Macklem (2012), *Bâtir l'infrastructure de la réforme*, discours prononcé devant le Rotman Institute for International Business, Toronto (Ontario), 7 février; et M. Carney (2012), *Un cadre de politique monétaire toutes saisons*, discours prononcé dans le cadre du forum sur la conduite de la politique monétaire américaine, New York (New York), 24 février.

² Préambule de la *Loi sur la Banque du Canada*, L.R. (1985), ch. B-2.

³ Banque du Canada (2011), *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information - novembre 2011*.

⁴ T. Macklem, P. Osakwe, H. Pioro et L. Schembri (2000), *The Economic Consequences of Alternative Exchange Rate and Monetary Policy Regimes in Canada*, présenté au colloque de la Banque du Canada intitulé « À la défense des taux de change flottants : une nouvelle analyse », tenu en novembre 2000. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/publications-et-recherches/recherches/colloques-seminaires-et-ateliers/taux-change-flottants-nouvelle-analyse/>.

⁵ La principale mesure de l'inflation fondamentale de la Banque est CPIX, dont sont exclues huit des composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

⁶ Pour de plus amples renseignements sur l'amélioration du fonctionnement du marché du travail en période d'inflation basse et stable, voir T. Macklem (2012), *La pleine mesure du travail*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Winnipeg (Manitoba), 4 octobre.

⁷ G. Paulin (2006), « Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse : l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006 », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 5-20; et S. Jahan (2012), « Inflation Targeting: Holding the Line », *Finance and Development*, Fonds monétaire international, mars.

⁸ M. Ciccarelli, B. Mojon et autres (2010), « Global Inflation », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n° 3, p. 524-535.

⁹ Aux fins de comparaisons entre pays, l'inflation fondamentale est définie ici comme la hausse de l'indice des prix à la consommation, hors aliments et énergie. Des différences subsistent toutefois entre les pays pour ce qui est des composantes qui entrent dans la mesure des prix à la consommation. Les graphiques font état de taux d'inflation standardisés, selon lesquels tous les taux d'inflation ont une moyenne de zéro et un écart-type de 1.

¹⁰ Certains ont affirmé que les échanges accrus avec la Chine ont contribué au maintien de l'inflation à un bas niveau. Si cela a été confirmé de façon empirique

(L. Morel (2007), *The Direct Effect of China on Canadian Consumer Prices: An Empirical Assessment*, document de travail n° 2007-10, Banque du Canada; D. Côté et C. de Resende (2008), *Globalization and Inflation: The Role of China*, document de travail n° 2008-35, Banque du Canada), l'effet quantitatif global semble être faible, et il est devenu encore moins important récemment, car les prix des produits chinois ne baissent plus et la part de marché de la Chine dans les importations des économies avancées n'augmente plus.

¹¹ La production potentielle correspond au niveau de production que peut générer une économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. La détermination du niveau actuel de cette variable permet d'estimer l'écart de production, qui est une mesure importante des pressions inflationnistes.

¹² La mesure habituelle de l'écart de production est établie à partir de la méthode des filtres multivariés étendus (voir L. Butler (1996), *The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model, Part 4. A Semi-Structural Method to Estimate Potential Output: Combining Economic Theory with a Time-Series Filter*, rapport technique n° 77, Banque du Canada).

¹³ Pour une description de la méthode structurelle, voir l'annexe A, intitulée « La production potentielle », de la livraison d'octobre 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*, p. 28.

¹⁴ Par exemple, des travaux empiriques mettent en lumière une relation plus étroite entre l'inflation mesurée par un sous-ensemble de l'indice de référence et l'écart de production.

¹⁵ Parmi les autres nouveaux venus d'envergure dans le commerce de détail, mentionnons Marshalls, J. Crew et Nordstrom.

¹⁶ Dans son budget de 2012, le gouvernement fédéral a augmenté les exemptions de droits de douane sur les biens achetés à l'étranger. L'exemption pour un séjour de 24 à 48 heures est passée de 50 à 200 dollars, et pour un séjour de plus de 48 heures, de 400 à 800 dollars. Ces majorations sont entrées en vigueur le 1^{er} juin 2012.

¹⁷ Au total, en 2012, les Canadiens ont passé près de 164 millions de commandes, d'une valeur approximative de 18,9 milliards de dollars, ce qui ne représente qu'environ 1,9 % de la consommation nominale au Canada (Statistique Canada, *Enquête canadienne sur l'utilisation d'Internet*).

¹⁸ S. Poloz (2013), *La politique monétaire comme outil de gestion des risques*, discours prononcé devant le Cercle canadien de Montréal, Montréal (Québec), 12 décembre.