



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Timothy Lane**  
**sous-gouverneur à la Banque du Canada**  
**CFA Society Atlantic Canada**  
**Halifax (Nouvelle-Écosse)**  
**27 octobre 2015**

# **Le ciblage de l'inflation : une question de temps**

## **Introduction**

Je vous remercie de m'avoir invité à prendre la parole devant vous, ici à Halifax. Dans mon discours aujourd'hui, je souhaite vous faire découvrir, de l'intérieur, le processus décisionnel relatif à la politique monétaire de la Banque du Canada. Plus précisément, je vous parlerai de la manière dont la dimension temporelle est prise en compte dans ce processus.

Commençons par un fait des plus élémentaires : tous les Canadiens font couramment des choix qui auront, nous le savons, des conséquences loin dans l'avenir. Quiconque décide d'accepter un emploi, de poursuivre des études, d'acheter une maison ou d'épargner pour sa retraite doit envisager les résultats de ces choix. Il en est de même pour les entreprises qui se demandent si elles doivent embaucher des employés, agrandir leur usine et se procurer du matériel, élargir leur clientèle, ajuster leurs prix ou financer leurs activités. À titre d'analystes financiers agréés, vous savez que le temps est au cœur de chaque décision financière que vous prenez ou recommandation que vous formulez à cet égard.

Le mandat de la Banque du Canada, qui consiste à assurer un taux d'inflation bas, stable et prévisible, est essentiellement lié au facteur temps. Nous devons faire en sorte que ces décisions à long terme ne soient pas détournées par des variations imprévues de la valeur de la monnaie. Nous ne pouvons tenir pour acquise la confiance des Canadiens en leur monnaie et nous déployons beaucoup d'efforts pour obtenir et maintenir cette confiance. La situation ailleurs dans le monde et même l'expérience passée au Canada nous fournissent de nombreux exemples de cas où l'inflation élevée – ou au contraire, la déflation – a eu des effets nuisibles, voire dévastateurs.

À la Banque du Canada, nous devons également tenir compte du fait que nos décisions à court terme ont elles aussi des répercussions à long terme. Pour obtenir de bons résultats en matière d'inflation, nous devons prendre régulièrement des décisions relativement à notre taux directeur, soit toutes les

six semaines. Ces décisions influent sur l'évolution de l'économie et de l'inflation pendant une période beaucoup plus longue.

Comme vous le savez, du point de vue de l'économie et des marchés, six semaines, cela peut être long. Nous prenons chaque décision en nous fondant sur une mine de nouveaux renseignements. D'abord, l'inflation elle-même peut fluctuer pour des raisons fondamentales et à cause de divers facteurs temporaires et ponctuels. En plus, nous recevons une foule d'autres renseignements économiques concernant le Canada et les économies ayant une influence sur le pays : des données sur les marchés financiers et les prix des produits de base, et de nombreuses nouvelles pertinentes sur les politiques économiques, les conflits à l'étranger et même les conditions météorologiques.

Alors, comment réagissons-nous à toute cette information, sans exagérer et sans perdre de vue l'objectif?

J'espère ne pas vous décevoir en ne vous dévoilant pas nos intentions pour la prochaine annonce du taux directeur. À vrai dire, je ne les connais pas vraiment : beaucoup de choses peuvent se produire d'ici au 2 décembre! Je vous expliquerai toutefois la logique de notre raisonnement : la façon dont nous envisageons la tendance sous-jacente de l'inflation et dont nous déchiffrons le flux d'information que nous recevons.

## **L'épreuve du temps**

Faisons d'abord un survol de l'origine de notre régime de ciblage de l'inflation. La décision du Canada, en 1991, d'établir une cible d'inflation n'avait rien de fortuit : elle était le produit de deux décennies de taux d'inflation inacceptablement élevés et variables.

Dans les années 1970 et 1980, l'inflation faisait partie de tous les calculs. Les rajustements en fonction de l'inflation constituaient des éléments litigieux des négociations salariales. Une prime en prévision de la forte inflation attendue et de l'incertitude entourant celle-ci était intégrée aux taux d'intérêt, qui dépassaient largement les 10 %. L'inflation élevée et variable a également eu des effets très différents sur divers groupes : certains ont vu leur salaire, leurs économies et leur pension s'éroder, alors que d'autres ont empoché des gains imprévus sur la vente de leur maison et sur leurs placements.

De manière générale au cours de cette période, l'orientation de la politique monétaire du Canada n'était pas très claire. Il y a cinquante ans, cette politique était tributaire du régime de changes fixes issu des accords de Bretton Woods<sup>1</sup>. Au début des années 1970, l'ouverture croissante des marchés financiers ainsi que les politiques contradictoires aux États-Unis et dans les autres grandes économies ont fait s'écrouler le régime.

---

<sup>1</sup> Le Canada n'a adhéré aux accords de Bretton Woods que pendant une partie de la période d'après-guerre. Voir M. Bordo, T. Gomes et L. Schembri (2009), *Canada and the IMF: Trailblazer or Prodigal Son?*, document d'analyse n° 2009-1, Banque du Canada; et D. Dodge (2006), *L'ordre monétaire international en mutation et la nécessaire évolution du FMI*, discours prononcé à la Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, Princeton (New Jersey), 30 mars.

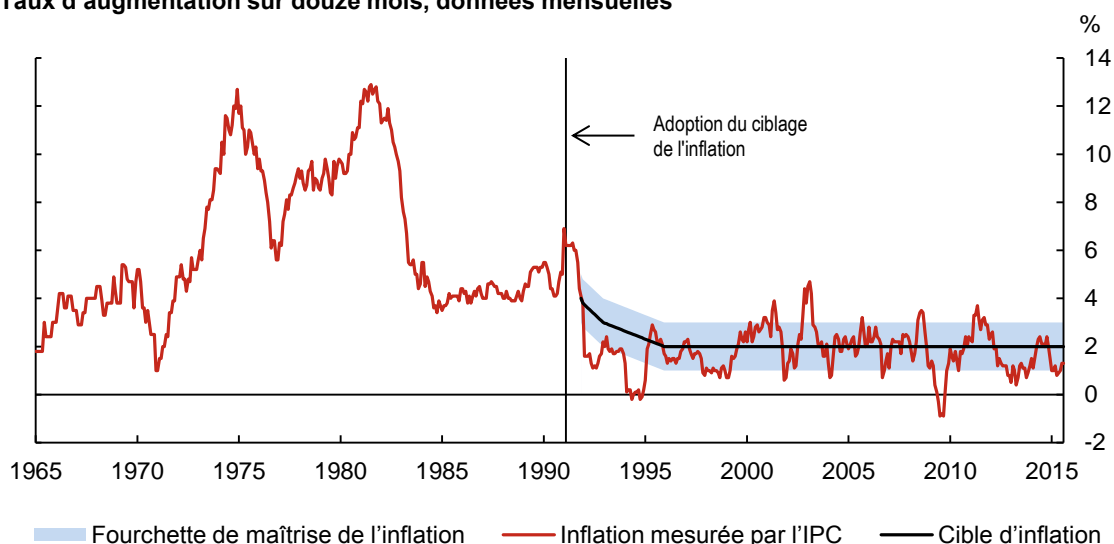
Au milieu de la décennie 1970, le Canada, comme bien d'autres économies avancées, a tenté d'établir un taux cible de croissance de la masse monétaire. Cette volonté était fondée sur des recherches approfondies montrant que l'inflation était souvent associée à une expansion de la masse monétaire dans l'économie. La déréglementation et l'innovation financière ont cependant révélé l'instabilité du lien entre l'expansion monétaire et le taux d'inflation. Les cibles en matière de croissance monétaire n'étant plus viables, elles ont été abandonnées en 1982.

Avant et après cette période de ciblage monétaire, la Banque du Canada n'avait pas de cadre clair pour guider la conduite de la politique monétaire et ancrer les attentes d'inflation du public. L'inflation a continué d'augmenter, la politique monétaire ne suffisant pas à contrer les pressions inflationnistes exercées par les prix des produits de base, les déficits budgétaires et l'inflation en hausse dans les autres pays. Bien que, dans les années 1980, l'inflation ait finalement été endiguée, le parcours a été long et ardu, et s'est soldé par plusieurs années de croissance économique décevante.

En 1991, reconnaissant l'importance de l'inflation pour la prospérité économique et financière des Canadiens, ainsi que le rôle central de la politique monétaire dans la maîtrise de l'inflation à long terme, la Banque a commencé à viser une cible d'inflation explicite. Les résultats ont été impressionnants. Depuis 1991, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) au Canada a été remarquablement stable. Elle s'est située en moyenne à 2 % (**Graphique 1**) et sa variabilité a diminué des deux tiers environ.

### **Graphique 1 : L'inflation est restée remarquablement stable depuis le début des années 1990**

Taux d'augmentation sur douze mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2015

Cette plus grande stabilité des prix a apporté de nombreux avantages importants aux Canadiens. Elle a permis aux consommateurs et aux entreprises de gérer leurs affaires en sachant mieux ce que serait le pouvoir d'achat futur de leurs

revenus et de leurs avoirs financiers. Les taux d'intérêt réels et nominaux ont aussi été plus bas pour toute une gamme d'échéances, en partie du fait qu'ils ne sont plus gonflés par la prime substantielle versée aux investisseurs pour faire contrepoids au risque d'inflation. De façon générale, le niveau bas, stable et prévisible de l'inflation a contribué à une croissance économique plus régulière au pays, ainsi qu'à un taux de chômage moins élevé et moins variable (Tableau 1).

**Tableau 1 : Le ciblage de l'inflation a favorisé une croissance stable de l'économie**

	Moyenne (%)			Écart-type		
	1975M1-1991M1	1991M2-2014M12	1995M1-2014M12	1975M1-1991M1	1991M2-2014M12	1995M1-2014M12
IPC : taux d'augmentation sur 12 mois	7,1	2,0	1,9	2,9	1,2	0,9
Croissance du PIB réel	2,8	2,5	2,6	3,7	2,5	2,4
Taux de chômage	8,9	8,1	7,5	1,7	1,6	1,0
Taux d'intérêt à 3 mois	10,9	3,7	3,2	3,0	2,2	1,8
Taux d'intérêt à 10 ans	10,7	5,1	4,5	2,0	2,1	1,7

Source : Banque du Canada

Notre régime de ciblage de l'inflation a également résisté à l'épreuve qu'a représentée la crise financière mondiale de 2007-2009. Lorsque l'économie canadienne a été frappée par les retombées de la crise, la Banque du Canada a réagi en procédant à un assouplissement énergique de la politique monétaire, afin de prévenir un marasme économique encore plus profond et prolongé. Le ciblage de l'inflation a fourni la souplesse nécessaire pour prendre ces mesures vigoureuses et a procuré un cadre d'analyse permettant de déterminer leur portée ainsi que leur durée. De plus, il a conforté l'opinion publique convaincue que, malgré la conjoncture exceptionnelle, les politiques seraient maintenues en vue de l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %.

Une des caractéristiques particulièrement utiles de notre régime de ciblage est le renouvellement, tous les cinq ans, de notre entente avec le gouvernement fédéral. L'entente établit l'objectif en matière d'inflation et les paramètres permettant de l'atteindre. Par ailleurs, le processus de renouvellement nous donne l'occasion de réévaluer notre approche de manière systématique et de chercher des moyens de l'améliorer.

Cependant, quand vient le temps d'apporter tout changement important, la barre est placée très haut. Nous savons que le ciblage de l'inflation s'est avéré supérieur à tous les autres régimes adoptés. En outre, comme je l'ai souligné, le cadre de politique monétaire vise notamment à permettre aux Canadiens de prendre des décisions à long terme sans devoir trop se préoccuper de l'inflation, ce qui milite contre l'idée de le modifier, sauf en cas de nécessité absolue.

## Une question de temps

Voyons maintenant la place du temps dans la *manière* dont nous ciblons l'inflation.

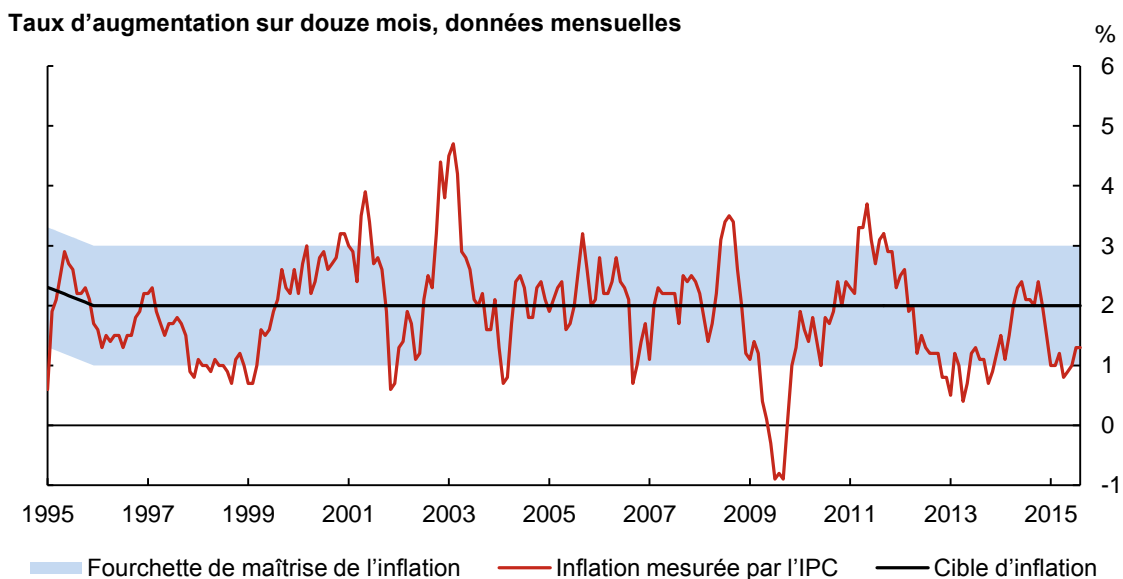
Cibler l'inflation n'est pas chose simple, parce que nous ne la maîtrisons pas directement. Normalement, nous exerçons une influence sur l'inflation par l'entremise de notre taux directeur, c'est-à-dire la cible du taux interbancaire à un jour.

Notre taux directeur a une incidence sur d'autres taux d'intérêt, sur les conditions financières globales et, partant, sur l'économie en général. Il a aussi un effet sur l'inflation en agissant sur l'ampleur de la demande ou de l'offre excédentaire dans l'économie – l'écart de production –, ce qui peut créer des pressions inflationnistes ou désinflationnistes. Le taux de change et les attentes sont également susceptibles de jouer un rôle important dans la transmission des effets de la politique monétaire sur l'inflation.

Il peut y avoir de longs délais dans le processus de transmission, lesquels peuvent considérablement varier selon le contexte économique.

L'inflation mesurée par l'IPC global est un indicateur qui peut être entaché de « bruit ». En effet, un grand nombre de facteurs sectoriels agissent sur l'inflation à court terme, mais, bien souvent, leur effet disparaît rapidement (**Graphique 2**). On peut penser, par exemple, aux prix des produits énergétiques de consommation comme l'essence, ou aux prix de certains produits alimentaires qui peuvent fluctuer en raison des conditions météo ou d'autres facteurs. Ainsi, au Canada, 90 % des mouvements mensuels observés au sein de l'IPC tiennent aux variations de prix de seulement huit catégories de biens et services, lesquelles ne représentent qu'environ un septième du panier de l'IPC.

### Graphique 2 : L'inflation mesurée par l'IPC global peut être entachée de « bruit »

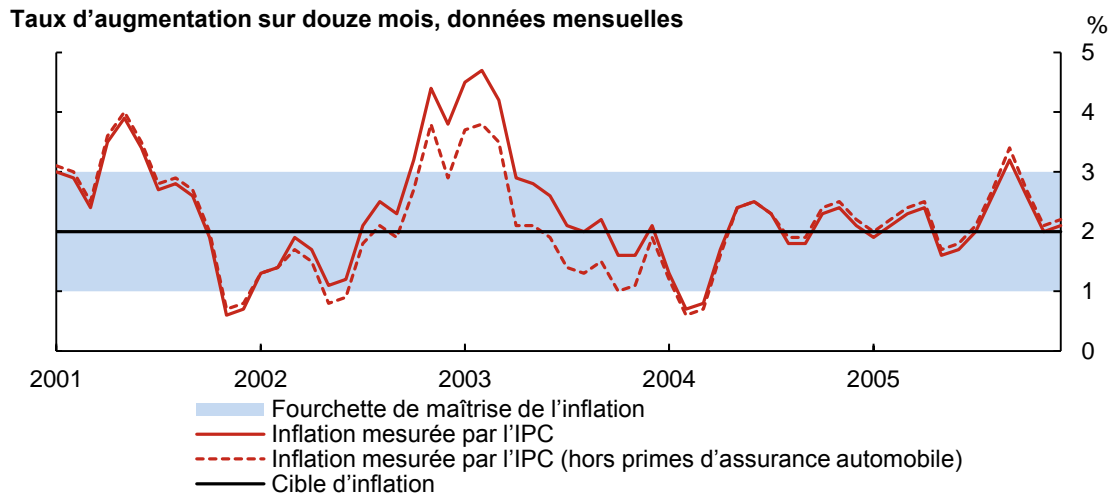


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2015

Il existe de nombreux exemples de tels facteurs temporaires, mais laissez-moi vous en donner un seul. Au début des années 2000, les primes d'assurance automobile ont grimpé d'environ 30 % sur une année. À elle seule, cette composante du panier de l'IPC a fait augmenter l'inflation d'un point de pourcentage (**Graphique 3**)<sup>2</sup>. Cette hausse ne témoignait toutefois pas d'une poussée inflationniste généralisée.

### Graphique 3 : L'inflation mesurée par l'IPC global durant l'épisode des primes d'assurance automobile élevées



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dans ce contexte, il est impossible d'atteindre notre cible d'inflation précisément ou continuellement, et ce n'est pas notre but. À titre d'exemple, pensons à ce qui se produirait si nous haussions ou réduisions machinalement notre taux directeur chaque fois que l'inflation s'inscrit au-dessus ou en dessous de la cible. Au bout du compte, nous réagirions à beaucoup de facteurs temporaires. En outre, comme les effets de nos politiques se produisent avec de longs décalages, nous serions contraints de prendre des mesures draconiennes, apportant d'énormes ajustements à notre taux directeur afin d'obtenir des résultats, pour ensuite procéder à des corrections majeures pour contrebalancer les effets décalés de nos propres interventions. Cela donnerait lieu à ce que l'on appelle une « instabilité des instruments », caractérisée par des manœuvres excessives qui pourraient rapidement nous faire dévier de notre route.

Ce raisonnement nous oriente vers deux directions. Premièrement, nous devons pouvoir faire abstraction des facteurs temporaires qui ont un effet sur l'inflation à court terme, afin de ne pas réagir de manière disproportionnée à des chocs dont les effets s'inverseront d'eux-mêmes de toute façon. Ensuite, nous avons besoin de comprendre et d'anticiper les forces qui agiront sur l'inflation dans l'avenir, afin que nos décisions aident à garder l'inflation au taux cible jusqu'à ce que leurs effets se soient fait sentir dans l'économie.

<sup>2</sup> M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2015), *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada*, document d'analyse n° 2015-12, Banque du Canada.

Nous tenons compte de ces deux éléments lorsque nous portons un jugement sur la tendance sous-jacente de l'inflation et son évolution.

Ainsi, plutôt que de tenter de constamment toucher la cible d'inflation, nous fixons un délai pour l'atteindre. Normalement, cet horizon est de deux ans, selon les estimations du temps raisonnablement nécessaire pour que les politiques produisent leur effet et que les chocs temporaires se dissipent.

Nous avons toutefois la possibilité de raccourcir ou d'allonger ce délai, en fonction de la nature des chocs qui ébranlent l'économie. En particulier, le régime flexible de ciblage de l'inflation nous permet de prendre plus de temps pour revenir à la cible dans l'éventualité où un délai de deux ans nous obligerait à appliquer des mesures énergiques susceptibles de provoquer une accumulation de déséquilibres dans le système financier et, éventuellement, de causer de l'instabilité. Ce point a été exprimé sans équivoque lors du dernier renouvellement de notre régime de ciblage de l'inflation, en 2011. Par conséquent, pour déterminer le moment du retour à la cible, il faut pouvoir porter un jugement sur la résultante des risques.

Même lorsque l'inflation se situe à la cible, nous devons éviter de baisser la garde. Il arrive que des forces fassent monter ou descendre l'inflation, et nous devons nous servir de la politique monétaire pour y faire contrepoids. En pareils cas, le taux directeur doit dévier de son niveau de long terme pour donner à l'activité l'élan ou le coup de frein nécessaire pour contrecarrer ces forces<sup>3</sup>.

Il existe d'autre part des situations où nous devons gagner de vitesse les chocs qui, de toute évidence, auront des répercussions importantes sur l'inflation. Autrement, nous serions contraints d'essayer de combler notre retard face à des effets déjà bien enracinés. Voilà d'ailleurs ce qui a motivé notre décision d'abaisser le taux directeur en janvier dernier. Nous étions à même de constater qu'une chute de 60 % des prix du pétrole allait être globalement néfaste pour l'économie canadienne. C'est pourquoi, même si l'ampleur et la durée de cet effet restaient incertaines, nous devons agir sans tarder pour atteindre notre cible d'inflation.

La conjugaison des facteurs de court et de long terme qui influent sur l'inflation, des décalages avec lesquels nos politiques produisent leurs effets et de l'incertitude qui entoure chaque élément fait que la politique monétaire relève fondamentalement de la gestion des risques. Pour décrire la politique monétaire, on peut certes tenter de formuler une fonction de réaction ou une règle, mais celles-ci ont leurs limites. Par exemple, selon la règle de Taylor, les autorités monétaires modifient le taux directeur en fonction de la déviation de l'inflation par rapport au taux cible et de celle de la production par rapport à son potentiel. C'est là une règle empirique utile, mais trop mécanique pour bien expliquer le comportement réel de la politique monétaire.

Par ailleurs, le ciblage de l'inflation est un processus « englobant » sur le plan de l'information, en ce sens qu'il ne fait pas que réagir au taux d'inflation et au PIB

---

<sup>3</sup> Pour une analyse détaillée, voir : Banque du Canada (2011), « Note technique 2 : Vents contraires, vents favorables et taux directeur », *Rapport sur la politique monétaire*, juillet, p. 32-33.

actuels. Il tient aussi compte d'une vaste gamme d'autres renseignements, dont des données économiques ainsi que des informations plus difficilement quantifiables, telles que les réponses recueillies dans le cadre de notre enquête sur les perspectives des entreprises et le large éventail de conversations plus informelles que nous tenons avec les chefs d'entreprise et d'autres acteurs au pays. Nous faisons appel à un ensemble de modèles de même qu'à notre jugement pour comprendre les forces sous-jacentes qui s'exercent sur l'inflation. Nous cherchons à dresser le portrait le plus clair possible, non seulement de ce qui se passe effectivement, mais aussi de ce qui pourrait mal tourner si l'imprévu devait survenir.

## **L'inflation sous-jacente**

Dans notre réflexion sur le ciblage de l'inflation au fil du temps, nous avons accordé récemment une grande attention à l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire au taux d'inflation que l'on observerait en l'absence de divers facteurs sectoriels et ponctuels susceptibles d'agir sur l'IPC mesuré d'un mois à l'autre. D'un point de vue conceptuel, l'inflation sous-jacente devrait être déterminée principalement par l'offre ou la demande excédentaire présente au sein de l'économie et par les attentes des consommateurs à l'égard de l'inflation.

Le concept d'inflation sous-jacente a revêtu une importance toute particulière cette année. Le choc des cours du pétrole pousse l'inflation à la baisse, par l'entremise des prix de l'essence et des autres produits énergétiques de consommation. Parallèlement, le recul du dollar canadien, en grande partie lié à celui des prix du pétrole et d'autres produits de base exportés par le Canada, pousse l'inflation mesurée à la hausse. Un certain nombre d'autres facteurs ponctuels se répercutent également sur l'inflation. La difficulté pour nous est de faire la distinction entre ce qui constitue une *tendance* et ce qui est *temporaire*, pour éviter de réagir de façon excessive aux éléments temporaires et pour donner à la population l'assurance que l'inflation reviendra sur la bonne voie.

C'est la raison pour laquelle la Banque du Canada, à l'instar de nombreuses autres banques centrales, a recours à un certain nombre de mesures de l'inflation fondamentale conçues pour réduire au minimum l'effet des mouvements transitoires des prix (**Tableau 2**).

Pour être efficace, une mesure de l'inflation fondamentale doit répondre à quatre grands critères. Elle doit : 1) être moins volatile que celle de l'inflation globale; 2) suivre de près les mouvements à long terme de l'IPC global (en d'autres termes, elle doit être « exempte de biais »); 3) être liée aux déterminants sous-jacents de l'inflation, notamment l'écart de production, de manière à donner une estimation fiable de l'évolution tendancielle future de l'IPC global; 4) être facile à comprendre et à expliquer au grand public.

Depuis 2001, la Banque du Canada se sert d'une mesure de l'inflation fondamentale en particulier pour la guider dans la conduite de la politique monétaire : l'IPCX. Cet indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les



autres composantes (**Graphique 4**)<sup>4</sup>. Parmi ces huit composantes figurent les intérêts sur les prêts hypothécaires, que l’IPCX exclut mais pour une raison différente : c’est pour éviter de donner une interprétation faussée de l’incidence de la politique monétaire sur l’inflation fondamentale. En effet, une mesure de l’inflation fondamentale qui comprend les intérêts sur les prêts hypothécaires augmente lorsqu’on durcit la politique monétaire pour faire baisser l’inflation.

**Tableau 2 : Pratiques de certaines banques centrales concernant l’inflation fondamentale**

	Exclusion de composantes	Moyenne tronquée	Médiane pondérée	Pondération en fonction de la volatilité	Modèle factoriel
Réserve fédérale américaine	★	✓	✓		✓
Banque centrale européenne <sup>a</sup>	★				
Banque d’Angleterre <sup>a</sup>	✓				
Banque du Japon	★	✓			
Banque nationale suisse	✓	✓			
Banque de réserve d’Australie	✓	★	✓		
Banque de réserve de Nouvelle-Zélande		✓	✓		★
Banque de Suède	★	✓		✓	
Banque de Norvège	★	✓	✓		

a. La Banque d’Angleterre et la Banque centrale européenne ont récemment publié des analyses fondées sur un ensemble de mesures plus étendu que ce que montre le tableau ci-dessus. Ces mesures ont été exclues, car elles ne sont pas encore régulièrement communiquées par ces institutions.  
★ Indique la mesure privilégiée.

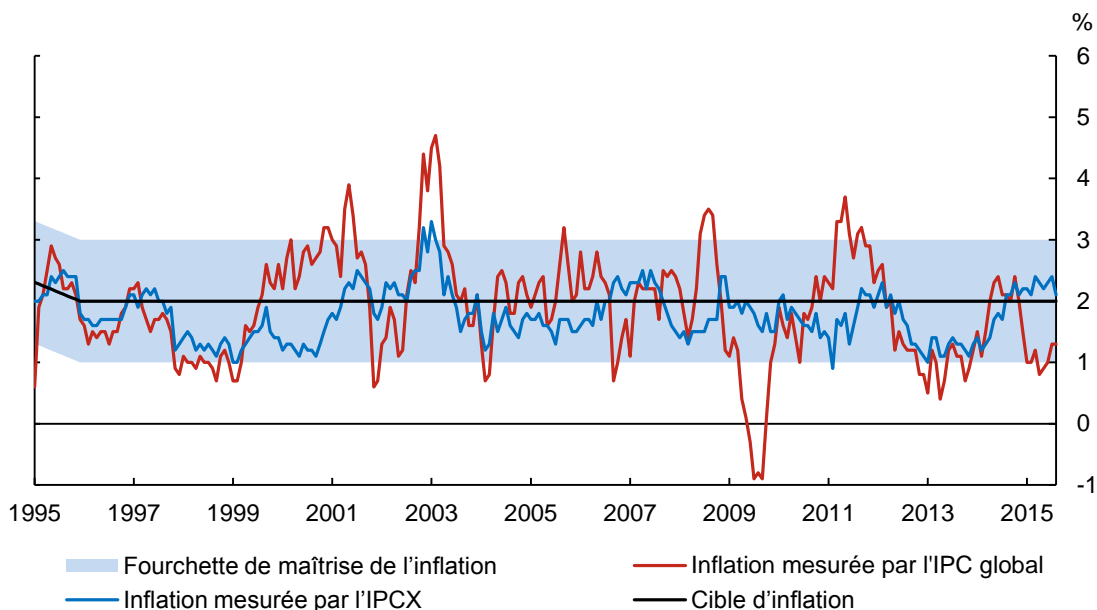
L’IPCHAEI, une autre mesure fondée sur l’exclusion a priori, fait abstraction pour sa part de l’alimentation, de l’énergie et des impôts indirects. D’autres encore calculent l’inflation fondamentale à l’aide d’une moyenne tronquée, qui exclut différentes composantes chaque mois selon qu’elles affichent à ce moment-là une volatilité ou non.

Des méthodes plus élaborées permettent de suivre les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l’IPC. De tels mouvements sont plus susceptibles de rendre compte des variations de la demande globale que les évolutions sectorielles. Ces outils offrent l’avantage d’avoir recours à des renseignements sur tous les prix de l’IPC et d’appliquer des méthodes objectives pour filtrer ces renseignements. L’inconvénient, toutefois, c’est que dans certains cas, ils sont construits au moyen de techniques qui, bien que reposant sur des assises logiques et une théorie statistique solides, sont très opaques.

<sup>4</sup> L’IPCX exclut les fruits, les légumes, l’essence, le mazout, le gaz naturel, les intérêts sur les prêts hypothécaires, le transport interurbain et les produits du tabac, ainsi que l’effet des modifications des impôts indirects, tels que la TPS, sur les autres composantes.

## Graphique 4 : Les mesures de l'inflation fondamentale comme l'IPCX aident à discerner les véritables mouvements de la tendance sous-jacente de l'inflation

Taux d'augmentation sur douze mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2015

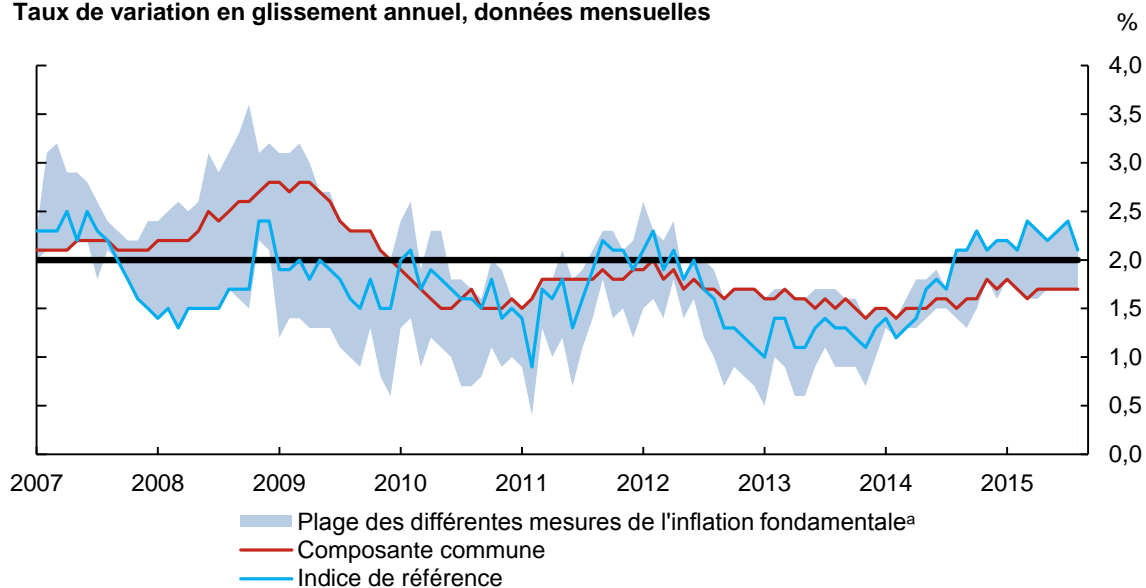
Toutes ces mesures décrivent des trajectoires similaires (**Graphique 5**). Chaque mesure répond aux quatre grands critères mentionnés précédemment à divers degrés. Elles sont toutes moins volatiles que l'IPC global (**Graphique 6**). Et, à une exception près, elles suivent toutes de très près les mouvements de long terme de l'IPC global. Bien que ces différentes mesures soient corrélées avec l'écart de production à des degrés variables, elles permettent toutes, jusqu'à un certain point, de prévoir l'évolution de l'IPC global (**Graphique 7**)<sup>5</sup>.

Quoi qu'il en soit, aucune formule ne peut exclure complètement les facteurs idiosyncratiques. On a pu observer certains d'entre eux à l'œuvre dernièrement, notamment les prix des véhicules automobiles, des télécommunications, de l'électricité à la consommation et du gaz naturel. Les produits concernés par les facteurs idiosyncratiques peuvent varier d'une période à l'autre. Nous ne pouvons bien évidemment pas modifier notre mesure chaque fois que cela se produit. Et nous ne pouvons pas non plus ignorer ces facteurs sectoriels : les mouvements de certains prix sont parfois des signes précurseurs de variations de prix plus étendues, et il nous faut donc les étudier dans le bon contexte.

<sup>5</sup> En général, toutes les mesures de l'inflation fondamentale réussissent mieux à prédire le comportement futur de l'inflation mesurée par l'IPC global que cette dernière elle-même. Cependant, aucune ne donne de meilleurs résultats qu'une prévision naïve de 2 %.

## Graphique 5 : Les mesures de l'inflation fondamentale se situent près de 2 %

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



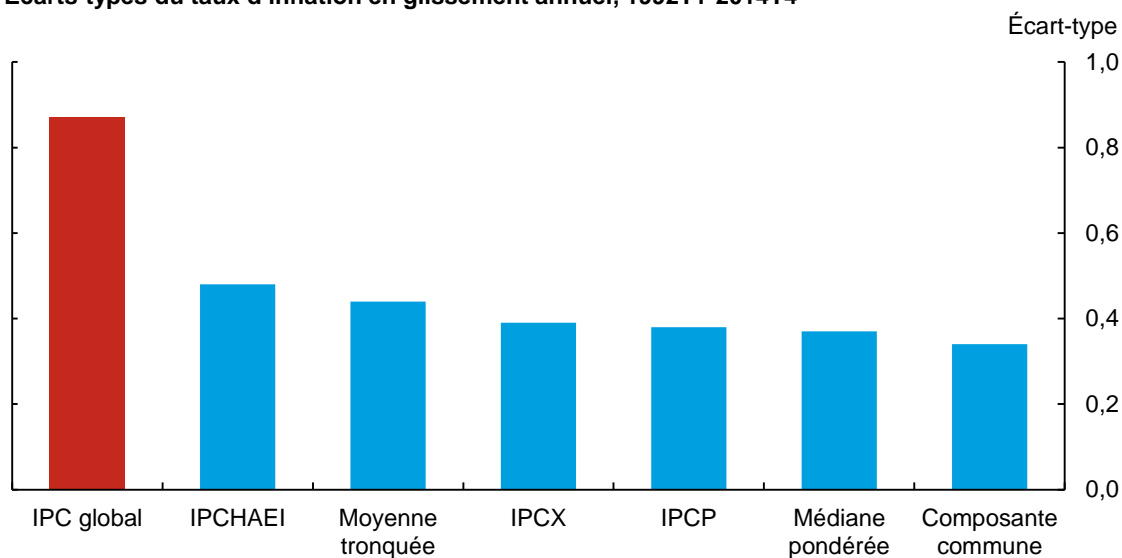
a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'ICP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir [Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation](#) dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : août 2015

## Graphique 6 : Les mesures de l'inflation fondamentale affichent toutes une moins grande volatilité que l'IPC global

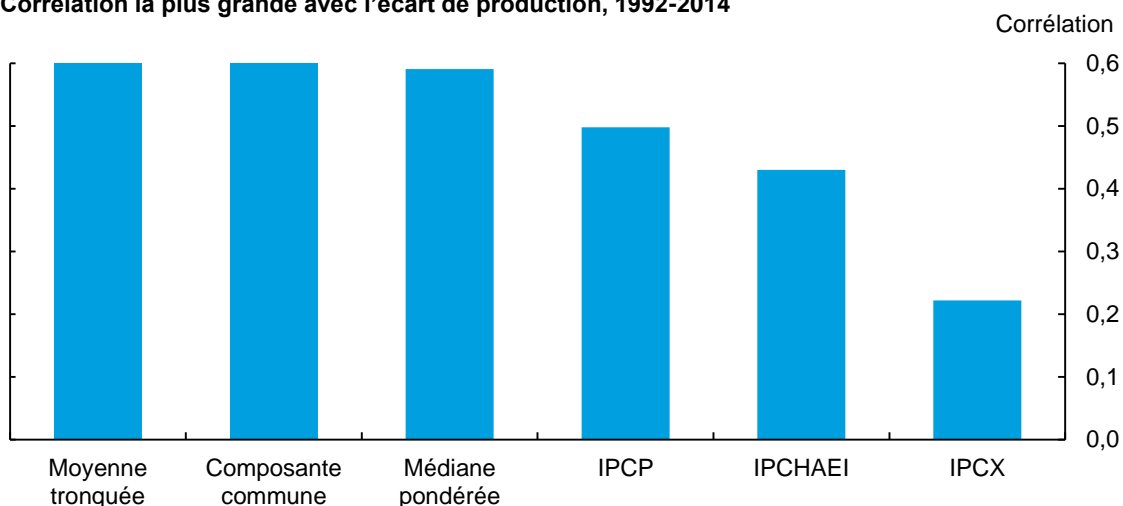
Écart-types du taux d'inflation en glissement annuel, 1992T1-2014T4



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

## Graphique 7 : Les mesures de l'inflation fondamentale rendent compte de la marge de capacités excédentaires à des degrés divers

Corrélation la plus grande avec l'écart de production, 1992-2014



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Alors que nous nous préparons en vue du renouvellement de notre entente sur la maîtrise de l'inflation avec le gouvernement fédéral en 2016, nous examinons les propriétés de ces mesures de l'inflation fondamentale afin de déterminer si nous devrions continuer de recourir à une mesure prééminente pour orienter la conduite de la politique monétaire et, le cas échéant, si l'IPCX devrait encore jouer ce rôle. À cet égard, nous avons publié aujourd'hui, dans notre site Web, notre plus récente évaluation technique de ces mesures de l'inflation fondamentale<sup>6</sup>.

### Taux de change et ciblage de l'inflation

J'aimerais maintenant me pencher sur un facteur qui peut avoir un effet particulièrement important sur l'inflation : le taux de change. Le ciblage de l'inflation ne peut fonctionner que de pair avec un taux de change flexible, lequel donne à la Banque du Canada la latitude nécessaire pour établir sa politique monétaire indépendamment des autres pays. Nous n'avons pas de cible pour le taux de change ni ne publions de prévisions à ce sujet.

Dans le cadre d'un régime de changes flottants, la valeur externe du dollar canadien peut varier pour diverses raisons, et ces variations se font sentir sur l'inflation au Canada par la voie de deux canaux. Elles ont une incidence directe sur les prix des biens importés. Par ailleurs, le taux de change se répercute sur l'inflation plus indirectement, à savoir par l'intermédiaire de ses effets sur la demande globale dans l'économie canadienne et principalement sur la compétitivité des biens et services produits au pays par rapport à ceux de l'étranger. L'incidence des variations du taux de change est transitoire, tandis

<sup>6</sup> M. Khan, L. Morel et P. Sabourin (2015), *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada*, document d'analyse n° 2015-12, Banque du Canada.

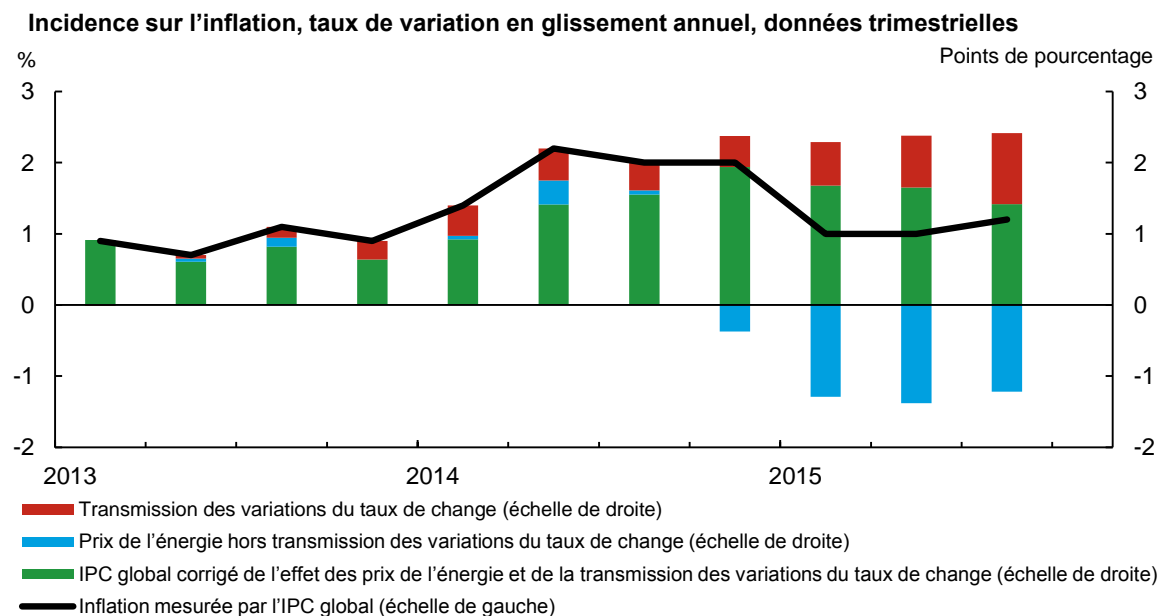
que les effets sur la demande globale persistent généralement sur une plus longue période.

L'importance de ces deux types d'effets ressort tout particulièrement lorsque la variation du taux de change est aussi marquée qu'elle l'a été récemment : en moins de deux ans, le dollar canadien a perdu plus de 20 % de sa valeur face au dollar américain.

L'effet de cette dépréciation sur les exportations et l'économie réelle est déjà manifeste. Elle a permis d'améliorer la compétitivité des producteurs canadiens. Les catégories d'exportations qui, par le passé, se sont avérées sensibles aux mouvements du taux de change font montre d'une activité plus forte que les autres. C'est le cas notamment des matériaux de construction et d'emballage, des meubles et articles d'ameublement, des vêtements et produits du textile, ainsi que des grands véhicules automobiles (camions lourds, autobus, etc.). Les exportations de services, qui représentent environ 15 % du total des exportations, en bénéficient aussi.

L'incidence des variations du taux de change est également considérable. Selon les estimations, elle ajouterait en ce moment de 0,9 à 1,1 point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPC global (**Graphique 8**)<sup>7</sup>.

### Graphique 8 : L'incidence des variations du taux de change sur l'inflation est considérable



Comment la politique monétaire réagit-elle? Si le mouvement du taux de change est considéré comme un facteur temporaire révélateur d'autres changements structurels, il convient, bien sûr, de faire abstraction de ses répercussions au moment d'évaluer l'inflation sous-jacente et d'établir la politique monétaire.

<sup>7</sup> L. Savoie-Chabot et M. Khan (2015), *Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices: Theory and Recent Evidence*, document d'analyse n° 2015-9, Banque du Canada.

C'est le cas en ce moment. La dépréciation du dollar canadien tient à deux grands facteurs. Premièrement, elle est associée à une nette détérioration des termes de l'échange du Canada, les prix du pétrole et d'autres produits de base qu'exporte le pays ayant diminué. Cette évolution des prix découle, quant à elle, de la dynamique de l'offre et de la demande à l'égard de ces produits de base sur le marché mondial, mais certainement pas de la politique monétaire canadienne<sup>8</sup>. Deuxièmement, cette dépréciation s'inscrit dans le contexte du renforcement général du dollar américain, l'économie de nos voisins du sud se raffermissant et la Réserve fédérale s'appêtant à normaliser sa politique monétaire.

Suivant cette logique, nous excluons l'incidence directe du mouvement du taux de change lorsque nous évaluons l'inflation sous-jacente. Ainsi, nous jugeons que l'inflation sous-jacente se situe aux alentours de 1,5 à 1,7 %. Bien entendu, l'effet expansionniste de la baisse du dollar canadien sur l'économie du pays constitue un élément essentiel de notre projection selon laquelle l'inflation sous-jacente retournera à la cible de façon durable et l'économie atteindra son plein potentiel au cours des deux prochaines années.

Si nous sommes d'avis qu'il s'agit en l'occurrence de la bonne décision, je tiens à souligner que ce ne serait pas nécessairement le choix à faire en toutes circonstances. Il arrive, comme dans les années 1970, que les mouvements de change fassent partie d'un processus inflationniste plus général. En faisant alors abstraction de l'incidence des variations du taux de change, nous risquerions de favoriser une hausse de l'inflation. En outre, pour discerner cette incidence, il faut allier estimation et jugement. C'est la raison pour laquelle nous présentons notre estimation de la tendance sous-jacente de l'inflation comme le jugement que nous portons dans le contexte actuel de la politique monétaire, plutôt que comme une autre mesure de l'inflation fondamentale.

## **Les attentes**

Les attentes d'inflation, qui reposent sur l'inflation observée et sur la crédibilité de notre cible, tiennent aussi un rôle central dans la conduite de la politique monétaire.

Bien des décisions économiques dépendent des attentes concernant l'inflation *future*. Dans le cas des entreprises, les attentes d'inflation influent sur les négociations salariales et l'établissement des prix, ainsi que sur l'évaluation des taux de rendement liés aux décisions en matière de production, d'embauche et d'investissement dans la capacité de production. S'agissant des ménages, les attentes se répercutent sur les décisions d'épargne et sur le choix d'instruments d'épargne<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> T. Lane (2015), *Vers une compréhension raffinée des prix du pétrole et de leur incidence sur l'économie*, discours prononcé devant la Madison International Trade Association (MITA), Madison (Wisconsin), 13 janvier.

<sup>9</sup> A. Côté (2015), *L'inflation, les attentes et la politique monétaire*, discours prononcé devant l'Association québécoise des technologies, Mont-Tremblant (Québec), 19 février.

Par l'influence qu'elles exercent sur toutes ces décisions, les attentes ont tendance à s'autoréaliser. Il serait beaucoup plus difficile de maintenir l'inflation à la cible si les attentes n'étaient plus ancrées ou l'étaient à un niveau inférieur ou supérieur. C'est pourquoi nous surveillons attentivement l'inflation attendue.

Nous mesurons les attentes des entreprises au moyen de notre enquête trimestrielle sur les perspectives des entreprises, et nous avons récemment commencé à suivre celles des ménages au moyen d'un sondage en ligne trimestriel auquel participent 1 000 consommateurs canadiens. Ce sondage mesure non seulement les attentes d'inflation sur différents horizons, mais aussi l'incertitude entourant ces attentes. Il porte en outre sur un large éventail d'attentes économiques qui vont renseigner la Banque, et la population en général, sur des questions allant des perspectives du marché du travail aux finances personnelles.

## **Conclusion**

Permettez-moi de conclure. Notre régime de ciblage de l'inflation a fait ses preuves au fil des années. Il s'est révélé nettement supérieur à tout autre outil de politique monétaire mis à l'essai par le passé.

Le renouvellement périodique de notre entente en la matière nous offre chaque fois une occasion importante de vérifier si ce régime atteint encore son objectif et de suggérer des améliorations. Je me suis concentré aujourd'hui sur une série d'améliorations que nous envisageons d'apporter à la façon dont nous évaluons la tendance sous-jacente de l'inflation, en la séparant des mouvements de prix qui sont probablement temporaires.

Le critère déterminant est la mesure dans laquelle vous êtes convaincus que l'inflation se maintiendra à l'intérieur de notre fourchette cible. Nous aimerions que la population tienne un taux d'inflation de 2 % pour acquis. En ce qui nous concerne, toutefois, nous ne tenons pas votre confiance en nous pour acquise. Nous savons que nous devons la mériter en respectant sans relâche notre engagement.