



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Lawrence Schembri
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Département d'économie, Université Western
London (Ontario)
9 février 2017

Les fondements de l'inflation fondamentale

Introduction

Merci de m'avoir invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui.

En octobre, la Banque du Canada a, pour la sixième fois depuis 1991, renouvelé l'entente conclue avec le gouvernement fédéral sur la cible de maîtrise de l'inflation¹. Cette cible constitue un élément essentiel du cadre de conduite de la politique monétaire du pays, dans lequel s'insère aussi un système de taux de change flottants, déterminés par le marché.

Il est rare qu'un instrument de politique publique produise des résultats supérieurs aux attentes. C'est pourtant bien ce qu'a fait, et que fait encore, notre cible de maîtrise de l'inflation.

Ces 26 dernières années, nous avons ramené l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) à un niveau proche de la cible de 2 %, et avons pu l'y maintenir sans jamais la voir s'établir durablement à l'extérieur de notre fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % (**Graphique 1**)². Parce que l'inflation est demeurée à la fois basse, stable et prévisible, les Canadiens ont

¹ L'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation liant la Banque et le gouvernement du Canada a été signée en 1991 et elle est renouvelée tous les cinq ans. Le Canada est la deuxième économie avancée, après la Nouvelle-Zélande, à avoir adopté un régime de ciblage de l'inflation. L'entente de 1991 prévoyait une trajectoire de réduction progressive du taux d'inflation, à 3 % avant la fin de 1992, à 2 1/2 % avant la mi-1994 et à 2 % avant la fin de 1995. La cible est demeurée fixée à 2 % depuis lors.

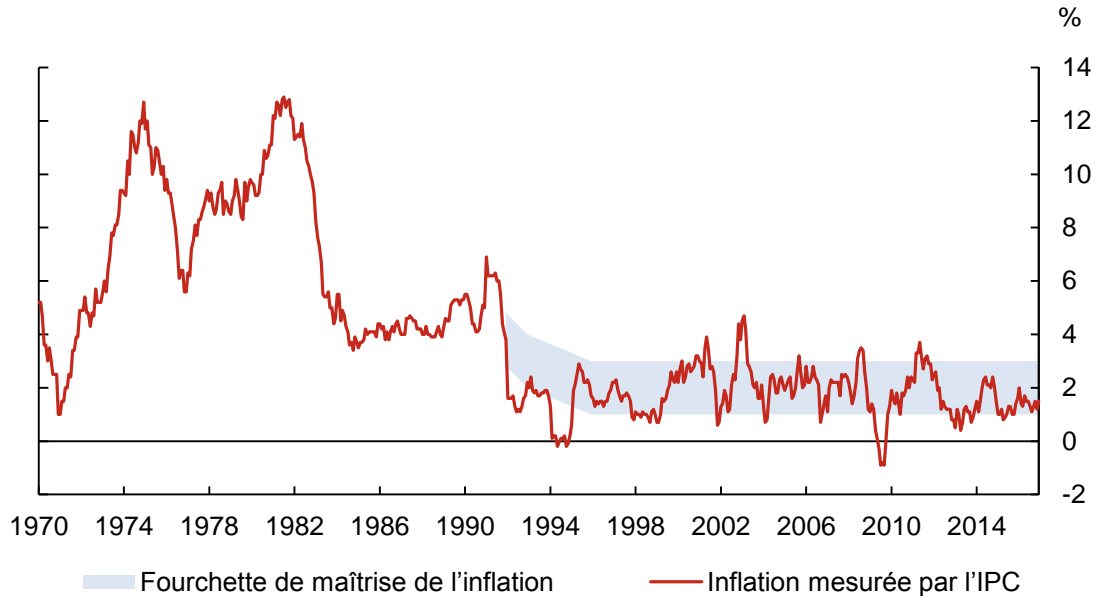
² L'inflation mesurée par l'IPC s'est établie en moyenne à 1,9 % depuis 1991.

Je tiens à remercier Patrick Sabourin, Stefano Gnocchi et Laurence Savoie-Chabot de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

été à même, sur le plan économique, de prendre de meilleures décisions et de mieux réussir. La production réelle a ainsi pu s'accroître en moyenne de près de 2 1/2 % par an. En outre, l'inflation, les taux d'intérêt et la croissance du PIB réel ont affiché une volatilité bien inférieure à ce qu'elle était auparavant.

Graphique 1 : Depuis 1991, l'inflation s'est essentiellement inscrite dans la fourchette opérationnelle de la Banque

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2016

Il s'agit à l'évidence de résultats remarquables et, comme vous pouvez l'imaginer, il faudrait de solides arguments pour nous convaincre de revoir en profondeur notre régime de ciblage de l'inflation.

L'efficacité de l'entente relative à la cible d'inflation aidant, son renouvellement s'est généralement bien déroulé tous les cinq ans, mais je peux vous assurer qu'il n'allait pas non plus de soi, loin s'en faut. Parce que nous nous sommes engagés à disposer du meilleur cadre de conduite de la politique monétaire qui soit pour les Canadiens, nous menons à bien, sur la durée de chacune des ententes, un vaste programme de recherche et de consultation consacré à l'examen critique d'aspects de ce cadre. Ainsi, dans les années précédant le renouvellement de 2016, nous avons cherché à répondre à trois questions :

1. Le niveau approprié de la cible d'inflation est-il encore de 2 %?
2. Comment tenir compte des considérations de stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire?
3. Comment devrait-on mesurer et utiliser l'inflation fondamentale?

À l'issue de nos travaux de recherche, nous en sommes arrivés à la conclusion qu'une cible de 2 % restait appropriée et que la politique monétaire ne devrait

être ajustée que dans des circonstances exceptionnelles pour composer avec les vulnérabilités financières³.

Je souhaite aujourd'hui vous entretenir de nos constatations pour ce qui est de la troisième question que nous nous sommes posée : comment mesurer l'inflation fondamentale et de quelle manière l'utiliser pour évaluer la tendance sous-jacente de l'inflation. Je traiterai d'abord du rôle des mesures de l'inflation fondamentale dans nos discussions sur la politique à mener et des qualités de fiabilité que nous recherchons dans ces indicateurs. Je terminerai mon exposé par une analyse des trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale que nous avons adoptées et de l'information qu'elles donnent sur les pressions inflationnistes actuelles.

Pourquoi l'inflation fondamentale est-elle « fondamentale » ?

Commençons par les bases. L'inflation est simplement une hausse généralisée des prix moyens des biens et services sur une période donnée, autrement dit une hausse tendancielle du coût de la vie⁴. Nous utilisons comme mesure de l'inflation le taux d'augmentation de l'IPC global, un indice estimé et publié par Statistique Canada qui suit l'évolution dans le temps du coût d'un « panier d'achat » à pondération fixe constitué de biens et de services représentatifs de la consommation des ménages⁵. La Banque du Canada a officiellement pour cible le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC, car il s'agit de l'indicateur général de l'inflation le plus pertinent pour les Canadiens. Il est essentiel que la cible d'inflation soit largement comprise et connue des citoyens pour que ceux-ci puissent demander des comptes aux institutions responsables des politiques publiques.

Notre cadre de conduite de la politique monétaire repose sur le postulat que l'inflation mesurée par l'IPC se maintient durablement à 2 % lorsque la production observée est égale à la production potentielle, celle-ci étant la quantité de biens et de services que peut générer une économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes⁶. La différence entre la

³ Étant donné la contribution importante du système financier à l'activité économique et à la transmission de la politique monétaire, les considérations qui y sont liées sont toujours prises en compte dans la formulation de la politique monétaire. Pour un complément d'information sur nos travaux de recherche sur ces questions, voir S. S. Poloz (2016), *Les cibles d'inflation depuis 25 ans : une certitude en périodes d'incertitude*, discours prononcé devant le Business Council of British Columbia, Vancouver (Colombie-Britannique), 1^{er} novembre; voir aussi Banque du Canada, [Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation – Document d'information – octobre 2016](#).

⁴ J. Murray (2008), *La mesure de l'inflation : méthodologie et idées fausses*, discours prononcé devant l'Association des comptables généraux accrédités de l'Ontario, Toronto (Ontario), 18 septembre.

⁵ Statistique Canada a collaboré étroitement avec la Banque à l'introduction des nouvelles mesures de l'inflation fondamentale. Voir Statistique Canada, [L'Indice des prix à la consommation – mesures privilégiées de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada](#).

⁶ Compte tenu de l'incertitude liée à la mesure de l'écart de production et à la détermination du moment où se manifestent les effets des capacités excédentaires sur l'inflation, il se peut, dans les faits, que l'atteinte de la cible de 2 % et la résorption de l'écart de production ne se produisent pas simultanément.

production observée et la production potentielle correspond à l'écart de production, qui peut être positif ou négatif.

Nous poursuivons l'objectif de la politique monétaire en contribuant à faire correspondre la demande de biens et de services produits au pays à la capacité de l'économie de les produire. En principe, si nous prévoyons que la demande globale excédera la production potentielle ou lui sera inférieure, nous relèverons ou nous abaisserons le taux directeur pour combler l'écart et maintenir l'inflation mesurée par l'IPC à la cible.

Mais même si nous visons un taux d'inflation bas, stable et prévisible, nous devrons toujours composer avec de fortes variations de l'inflation mesurée par l'IPC. Celles-ci sont généralement provoquées par la volatilité des prix d'un petit nombre de biens et de services. Les effets de cette volatilité sur le taux d'inflation sont habituellement temporaires (ils se dissipent le plus souvent en moins d'un an). Étant donné que l'influence de la politique monétaire se fait sentir sur la demande avec des décalages d'une durée à la fois longue et variable, la Banque doit se focaliser sur ce que sera l'inflation dans l'avenir si elle veut atteindre sa cible à l'horizon visé. C'est pourquoi elle cherche à faire abstraction des mouvements temporaires des prix en établissant des prévisions de l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC et de l'écart de production à un horizon qui va au-delà de la période où ces variations de prix produisent leurs effets⁷.

Si nous haussions ou réduisions machinalement le taux directeur chaque fois que l'inflation s'inscrit au-dessus ou en dessous de la cible, nous nous trouverions à réagir à beaucoup de facteurs temporaires⁸. Une telle pratique donnerait lieu à ce que l'on a qualifié d'« instabilité des instruments » et reviendrait à vouloir conduire une voiture en donnant constamment de brusques coups de volant dans une direction et dans l'autre. Cela serait contre-productif et contribuerait simplement à déstabiliser l'inflation et l'activité économique réelle. C'est pour cette raison qu'un grand nombre de banques centrales se servent d'indicateurs de l'inflation fondamentale qui, étant conçus pour faire abstraction des écarts transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC, constituent par le fait même de bons guides pour la conduite de la politique monétaire. De tels instruments de mesure nous aident à estimer le niveau auquel se situe la tendance sous-jacente de l'inflation par rapport à la cible pour le mois ou le trimestre en cours. Ils nous aident aussi à corroborer l'information fournie par d'autres indicateurs des pressions qui s'exercent sur la capacité de production (en particulier l'écart de production), vu l'incertitude qui entoure cette information.

Étant donné les fins poursuivies, à quels critères une mesure de l'inflation fondamentale efficace doit-elle répondre? La mesure recherchée doit : a) suivre de près les mouvements à long terme de l'inflation mesurée par l'IPC, en

⁷ Le délai normal de retour de l'inflation mesurée par l'IPC à la cible est de six à huit trimestres, mais le cadre de maîtrise de l'inflation prévoit une certaine flexibilité pour modifier cet horizon lorsque d'autres considérations – en l'occurrence la stabilité financière et la variabilité de la production – le justifient. Voir Banque du Canada, *op. cit.*

⁸ T. Lane (2015), *Le ciblage de l'inflation : une question de temps*, discours prononcé devant la CFA Society Atlantic Canada, Halifax (Nouvelle-Écosse), 27 octobre.

d'autres termes, être « exempt de biais »; b) être moins volatile que cette dernière et rendre compte des variations persistantes de l'inflation; c) être liée aux déterminants sous-jacents de l'inflation, notamment l'écart de production et d) être facile à expliquer et à comprendre.

Permettez-moi à présent de décrire comment nous mesurons l'inflation fondamentale.

Les limites de l'IPCX

Une méthode couramment employée pour mesurer l'inflation fondamentale consiste à exclure certaines composantes du panier de l'IPC, sur la base de différents critères, dont la volatilité.

La mesure que nous avons utilisée de 2001 à octobre 2016 pour nous guider dans la conduite de la politique monétaire est l'IPCX, un indice établi en excluant de l'IPC huit de ses composantes les plus volatiles ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes⁹.

Or, ces dernières années, l'utilité de l'inflation mesurée par l'IPCX comme guide s'est amoindrie. En particulier, certaines composantes de l'IPC non exclues de l'IPCX ont fait l'objet de chocs temporaires de grande ampleur. Ces chocs ont en fait mis en lumière une faiblesse inhérente aux mesures de l'inflation fondamentale formées, comme l'IPCX, d'un ensemble fixe de composantes prédéterminées. Ce n'est souvent qu'après coup que l'on sait quelles composantes exclure. Ainsi, au début des années 2000, le taux d'inflation des primes d'assurance automobile est passé en douze mois de 2,0 à 30,6 %. Au moment où elles ont culminé, ces primes ont contribué à elles seules à hauteur d'un point de pourcentage à l'inflation mesurée par l'IPCX. D'autres composantes, dont les prix de l'électricité, ont affiché aussi une volatilité particulièrement élevée, mais temporaire, et ainsi entraîné des variations notables de l'inflation mesurée par l'IPCX, tandis que les prix des automobiles ont, parfois, connu une évolution contracyclique, ce qui a concouru à brouiller la relation entre l'IPCX d'une part et l'écart entre la production observée et la production potentielle d'autre part¹⁰.

Ces trois exemples montrent le talon d'Achille d'une méthode de simple exclusion d'un ensemble fixe de composantes *ex ante*. En effet, rajouter des composantes à la liste des exclusions selon le critère de la volatilité observée des prix, qui peut d'ailleurs n'être que temporaire, ne réglerait pas le problème de la prise en compte d'accélération soudaines des prix d'autres composantes dans l'avenir. En outre, le nombre de composantes suivies s'en trouverait réduit,

⁹ Les huit composantes non comprises dans l'IPCX sont 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.

¹⁰ Les prix des automobiles ont présenté ce genre d'évolution contracyclique entre autres en 2007; ils ont chuté au moment où la parité du change États-Unis-Canada était presque atteinte, ce qui a déclenché une vague d'achats transfrontaliers. En raison de l'intensification des pressions concurrentielles, le taux d'inflation des automobiles s'est établi à un niveau proche de son creux historique alors que l'activité économique progressait.

ce qui rendrait la mesure de l'inflation fondamentale moins représentative de la consommation des ménages. Le recours à des méthodes plus souples d'estimation de l'inflation fondamentale s'est donc imposé.

Ces lacunes de l'IPCX nous ont conduits à évaluer les propriétés d'une panoplie d'autres mesures de l'inflation fondamentale¹¹.

D'autres mesures de l'inflation fondamentale

Après avoir étudié ces autres possibilités, nous avons pris la décision de remplacer l'IPCX par trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale : l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm. Ces mesures ont obtenu de bons résultats selon une série de critères d'évaluation. En particulier, elles permettent de « faire parler les données » et d'ainsi mieux distinguer les variations persistantes de l'inflation qui témoignent de l'évolution de variables macroéconomiques importantes pour la conduite de la politique monétaire (**Graphique 2**).

Cela dit, il a été estimé que chaque mesure de l'inflation fondamentale comportait des limites, et nous avons donc décidé de recourir à un ensemble de mesures plutôt qu'à une seule. Ce choix souligne, une fois de plus, que les décisions de politique monétaire ne doivent pas, à notre avis, procéder de l'utilisation mécanique de ces indicateurs. En tant que décideurs publics, nous devons composer avec le degré élevé d'incertitude associé à l'estimation de l'inflation fondamentale et de l'écart de production. Le recours à plusieurs mesures de l'inflation fondamentale nous aide à gérer cette incertitude¹².

Permettez-moi de décrire les caractéristiques de chacune.

L'**IPC-tronq** exclut de l'IPC les composantes dont les prix, au cours d'un mois donné, ont affiché les variations les plus extrêmes. Plus particulièrement, il est calculé en retranchant 20 % des variations de prix mensuelles pondérées à la fois du haut et du bas de la distribution des variations de prix. Ainsi, 40 % des composantes du panier de l'IPC global en seront toujours exclues. Celles-ci ne seront pas nécessairement les mêmes d'un mois à l'autre, les exclusions étant déterminées selon les variations extrêmes enregistrées au moment considéré. L'effet de conditions météorologiques défavorables sur l'offre et les prix de certains aliments serait un bon exemple de ce type de variations.

L'**IPC-méd** correspond à la variation de prix se situant au 50^e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC. Cette mesure aide à éliminer les variations de prix extrêmes propres à certaines composantes. La méthode de calcul se rapproche de celle de l'IPC-tronq, à la différence que dans ce cas-ci, ce sont toutes les variations de prix mensuelles pondérées qui sont retranchées du haut et du bas de la distribution des variations de prix pour un mois donné, à

¹¹ Banque du Canada, *op. cit.*

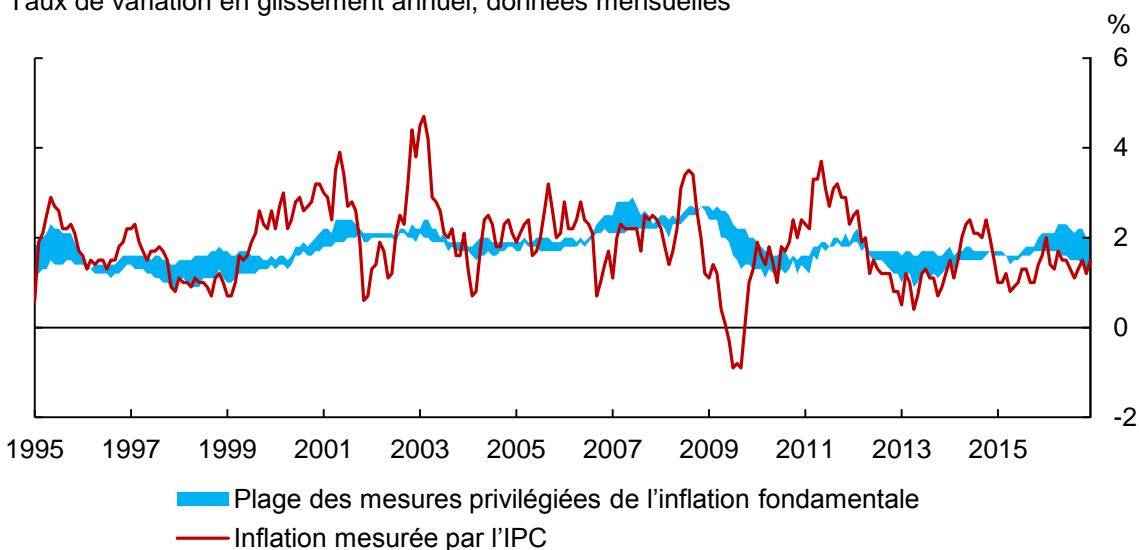
¹² Un certain nombre d'autres banques centrales, dont la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse, ont aussi choisi de ne pas employer une mesure-phare explicite de l'inflation fondamentale. Ces deux banques centrales n'offrent pas de projection relative à l'inflation fondamentale, mais elles le font pour l'inflation mesurée par l'IPC.

l'exception de la variation de prix de la composante qui est le point médian de cette distribution.

L'**IPC-comm** met l'accent sur les tendances des mouvements de prix qui sont communes aux diverses catégories du panier de l'IPC, plutôt que sur la hausse des prix d'articles en particulier, comme l'essence ou les fruits. Une méthode statistique appelée « modèle d'analyse factorielle » sert à détecter ces variations communes, ce qui permet d'éliminer les mouvements de prix pouvant être causés par des facteurs propres à certaines composantes¹³. Ces mouvements communs des prix sont davantage susceptibles d'être dus aux pressions inflationnistes sous-jacentes liées à la demande globale et aux forces de l'offre qu'à des perturbations circonscrites à certains secteurs.

Graphique 2 : Les trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale éliminent efficacement les variations volatiles mais temporaires des prix

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2016

La fiabilité des trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale

Des diverses mesures de l'inflation fondamentale que nous avons évaluées, l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm répondaient tous à trois de nos quatre critères : ils sont à peu près exempts de biais, affichent une plus grande persistance que l'inflation mesurée par l'IPC et sont liés aux déterminants macroéconomiques sous-jacents, notamment l'écart de production. L'IPC-comm

¹³ L'IPC-comm se calcule comme suit : un modèle d'analyse factorielle est estimé à l'aide des données sur les mouvements en glissement annuel de 55 composantes de l'IPC. La première composante principale extraite de cette estimation est ensuite transformée en une mesure de l'inflation fondamentale au moyen d'une régression linéaire simple du taux d'augmentation annuel de l'IPC, hors effet des variations des impôts indirects, sur une constante et sur la première composante principale. Ce calcul est effectué mensuellement à partir des séries de données historiques, qui remontent à 1990. Voir Statistique Canada, *op. cit.*

était la mesure la plus performante à l'aune de deux des critères, à savoir ceux de la persistance et du lien avec l'écart de production. De plus, les trois réussissaient plutôt bien à faire abstraction des chocs sectoriels. En revanche, deux des mesures, soit l'IPC-méd et l'IPC-comm, ne remplissaient pas l'un des critères, ces indicateurs étant relativement plus difficiles à expliquer et à comprendre que l'IPCX. J'ose espérer que ce discours et les documents complémentaires qui se trouvent dans le site Web de la Banque et celui de Statistique Canada seront utiles à cet égard.

Quoi qu'il en soit, toutes les nouvelles mesures faisaient meilleure figure que l'IPCX, et ce, pour trois grandes raisons.

Premièrement, elles sont moins influencées par les chocs sectoriels et, par conséquent, plus exactes. Lors de l'envolée des primes d'assurance automobile au début des années 2000, dont j'ai parlé plus tôt, des baisses prononcées des prix des automobiles qui ont commencé en 2007 et de la flambée des prix de la viande en 2014, l'IPCX s'est révélé incapable d'éliminer ces chocs temporaires (**Graphique 3**), alors que les nouvelles mesures se sont montrées comparativement plus efficaces à ce chapitre.

Soulignons toutefois qu'aucune mesure de l'inflation fondamentale ne parvient à éliminer tous les types de chocs temporaires dont une banque centrale pourrait vouloir faire abstraction dans la conduite de la politique monétaire. Dans une économie ouverte comme le Canada, par exemple, les variations du taux de change peuvent avoir une incidence considérable sur les prix à la consommation. Un mouvement de change aurait, sur le niveau des prix des importations et des biens intérieurs concurrencés par les importations, un effet dont la persistance dépendrait de la durée du mouvement de change en question, mais il se répercuterait sur le taux d'inflation beaucoup plus brièvement. Ainsi, cet effet de la transmission des variations du taux de change ne justifierait pas une réaction des autorités monétaires tant et aussi longtemps que les attentes d'inflation restent bien ancrées. L'incidence de la transmission des variations du taux de change n'est habituellement pas liée aux mouvements de la tendance sous-jacente de l'inflation, qui est influencée par la marge de capacités excédentaires sur le marché du travail et au sein de l'économie en général¹⁴.

Par ailleurs, la plupart des mesures de l'inflation fondamentale tendent à être influencées à des degrés divers par la transmission des variations du taux de change, car elles sont sensibles aux mouvements relativement généralisés des prix que provoque cette dernière au Canada. Il n'en demeure pas moins que, en moyenne, ces mesures étaient un peu moins influencées par la transmission des variations du taux de change que l'IPCX. En particulier, l'IPC-tronq et l'IPC-

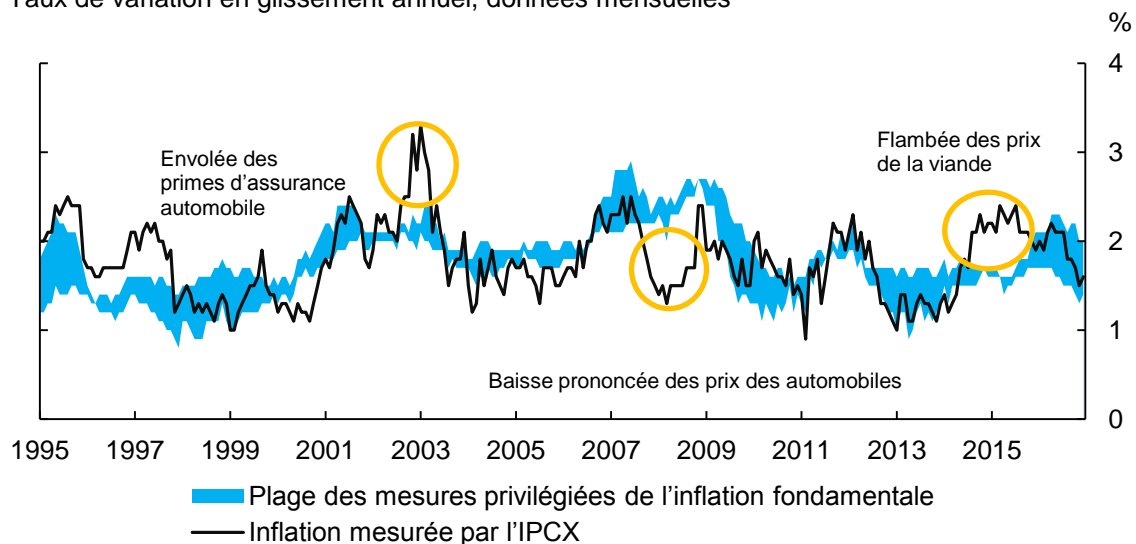
¹⁴ Voir L. Savoie-Chabot et M. Khan (2015), *Exchange Rate Pass-Through to Consumer Prices: Theory and Recent Evidence*, document d'analyse du personnel n° 2015-9, Banque du Canada.

comm confèrent relativement plus d'importance que l'IPCX aux prix des services, qui ne font pas largement l'objet d'échanges commerciaux transfrontaliers¹⁵.

Deuxièmement, les nouvelles mesures rendent mieux compte des mouvements persistants de l'inflation. En d'autres termes, leurs mouvements perdurent sur plusieurs périodes, tandis que l'inflation mesurée par l'IPCX n'affiche aucune persistance¹⁶. Ce constat implique que les variations de prix temporaires sont davantage prédominantes dans le cas de l'IPCX que dans celui des trois nouvelles mesures (**Graphique 3**).

Graphique 3 : Les nouvelles mesures de l'inflation fondamentale se sont montrées plus efficaces que l'inflation mesurée par l'IPCX pour faire abstraction des chocs sectoriels

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2016

Troisièmement, les nouvelles mesures ont une relation plus étroite avec les principaux déterminants macroéconomiques tels que l'écart de production. Par

¹⁵ Dans le cas de l'IPCX, le poids des services est d'environ 56 %, selon l'Enquête sur les dépenses de ménages de 2013. En ce qui concerne l'IPC-tronq, la place relativement plus importante qu'occupent les services pourrait tenir au fait que davantage de prix des biens sont retranchés du calcul parce que leurs mouvements sont plus marqués et tendent à refléter les chocs de prix des produits de base. Pour ce qui est de l'IPC-comm, elle pourrait être attribuable au fait que les prix des services ont tendance à évoluer en phase, ceux-ci semblant en grande partie influencés par les conditions sur le marché du travail et les pressions salariales qui y sont associées, étant donné que le travail est généralement le facteur le plus important mis en œuvre dans la production de nombreux services.

¹⁶ Bien que le taux d'accroissement de l'IPCX et les trois nouveaux indicateurs de l'inflation fondamentale aient une variance comparable sur la période 1991-2016, le premier se caractérise par une variabilité à court terme beaucoup plus grande.

exemple, les nouvelles mesures sont beaucoup plus fortement corrélées avec ce dernier que ne l'est l'IPCX¹⁷.

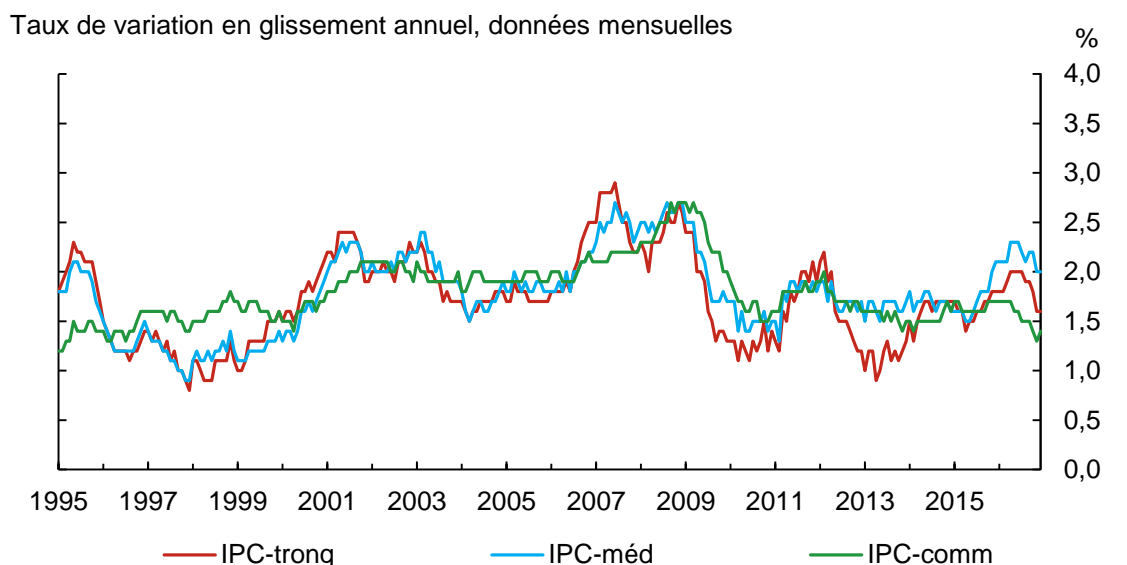
Enfin, il convient de noter que, à l'instar de l'IPCX, les trois nouvelles mesures sont des estimations de l'inflation mesurée par l'IPC relativement exemptes de biais. Leurs moyennes sur la période 1991-2016 sont très proches de celle de l'inflation mesurée par l'IPC¹⁸. Ces nouveaux indicateurs sont par conséquent appelés à converger vers l'inflation mesurée par l'IPC à l'horizon visé pour la politique monétaire, à mesure que les facteurs temporaires se dissipent.

Données récentes

Si vous le voulez bien, penchons-nous maintenant sur les chiffres récents de ces trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale et sur ce qu'ils nous révèlent au sujet des pressions inflationnistes actuelles.

De manière générale, les trois mesures ont évolué essentiellement en phase au fil du temps, bien que des divergences aient parfois été observées entre elles. Par exemple, au quatrième trimestre de 2016, elles s'établissaient à l'intérieur d'une plage relativement importante comprise entre 1,4 et 2,1 % (**Graphique 4**).

Graphique 4 : Les nouvelles mesures de l'inflation fondamentale ont divergé récemment



Source : Statistique Canada

Dernière observation : décembre 2016

¹⁷ La corrélation avec l'écart de production est de 0,2 dans le cas de l'IPCX, tandis qu'elle est de 0,5 ou 0,6 dans celui des nouvelles mesures. Voir l'Encadré 2 de la livraison de janvier 2017 du *Rapport sur la politique monétaire*, p. 14.

¹⁸ Sur l'ensemble de cette période, la moyenne de l'inflation mesurée par l'IPCX et des trois nouvelles mesures est de 1,8 %, ce qui est identique à celle de l'inflation mesurée par l'IPC, exclusion faite de l'effet des modifications des impôts indirects.

Pour étudier ces différences d'évolution, nous avons basé notre cadre analytique sur la courbe de Phillips¹⁹. Nous postulons que l'inflation fondamentale dépend de la marge de capacités excédentaires dans l'économie et de l'ampleur de la transmission des variations du taux de change²⁰. À court terme, l'inflation est également influencée par les mouvements des prix relatifs et d'autres chocs temporaires de demande et d'offre²¹. Ces déterminants particuliers ne sont pas intégrés au cadre et sont par conséquent pris en compte empiriquement par le terme résiduel²².

Les nouvelles mesures de l'inflation fondamentale sont conçues de manière à minimiser les effets des perturbations temporaires et les chocs de prix relatifs, de sorte qu'elles devraient, en principe, refléter en grande partie l'évolution des capacités excédentaires. Le **Graphique 5** illustre l'écart par rapport à la moyenne du taux de variation en glissement annuel de chaque mesure depuis 2000 et la composition de cet écart en fonction de trois causes : les capacités excédentaires, la transmission des variations du taux de change et un terme résiduel inexplicé (la catégorie « Autres » dans le graphique). Permettez-moi de m'attarder un instant sur chacun de ces trois éléments.

Premièrement, les capacités excédentaires au sein de l'économie ont eu un effet néfaste appréciable et persistant sur les trois mesures de l'inflation fondamentale depuis la Grande Récession.

Deuxièmement, la dépréciation du dollar canadien depuis la mi-2014, en grande partie attribuable à la chute des prix des produits de base, a eu une incidence positive sur toutes les mesures de l'inflation fondamentale, bien que cette influence aille en diminuant depuis le début de 2016.

Si l'on fait abstraction de la transmission des variations du taux de change et des facteurs inexplicés, les trois mesures privilégiées de l'inflation fondamentale se situeraient toutes en deçà de 2 %, ce qui cadre globalement avec l'évaluation que fait la Banque de la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne.

¹⁹ Il existe plusieurs façons de représenter et d'estimer la courbe de Phillips. Le cadre utilisé ici se fonde sur une version rétrospective restreinte de cette courbe. En l'occurrence, la constante représente la moyenne de la variable dépendante (la mesure choisie de l'inflation fondamentale), qui est proche de la cible d'inflation officielle de 2 % et, à ce titre, représente les attentes passées relativement bien ancrées de l'inflation.

²⁰ Comme les mouvements de change ont été importants ces dernières années, nous avons enrichi notre cadre en y intégrant l'incidence de la transmission des variations du taux de change. Cette incidence a été établie à l'aide d'une approche ascendante pour chaque mesure.

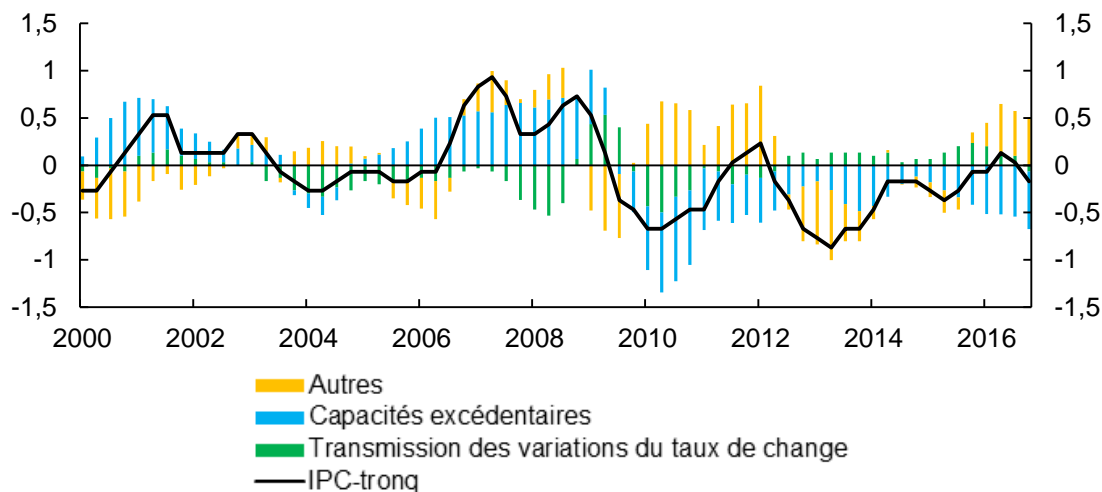
²¹ La plupart des prix ne sont pas très flexibles à court terme. Une hausse du prix d'un bien très important, par exemple l'essence, sera rarement compensée sur-le-champ par de légères baisses des prix de tous les autres biens, ce qui se traduira par une hausse du niveau général des prix; on observera une augmentation du taux de variation de ce niveau – bref, de l'inflation mesurée.

²² À condition que le mouvement du prix relatif d'un bien ne se répercute ni sur les attentes d'inflation ni sur l'écart de production, il n'aura sur l'inflation qu'un effet de durée limitée : une fois que le niveau des prix se sera ajusté, l'incidence de ce mouvement sur le taux de variation du niveau des prix (c.-à-d. le taux d'inflation) se dissipera.

Graphique 5 : Écart de l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm par rapport à l'inflation fondamentale moyenne

a. IPC-tronq

Contribution à l'écart de la mesure de l'inflation fondamentale par rapport à sa moyenne, en points de pourcentage, données trimestrielles



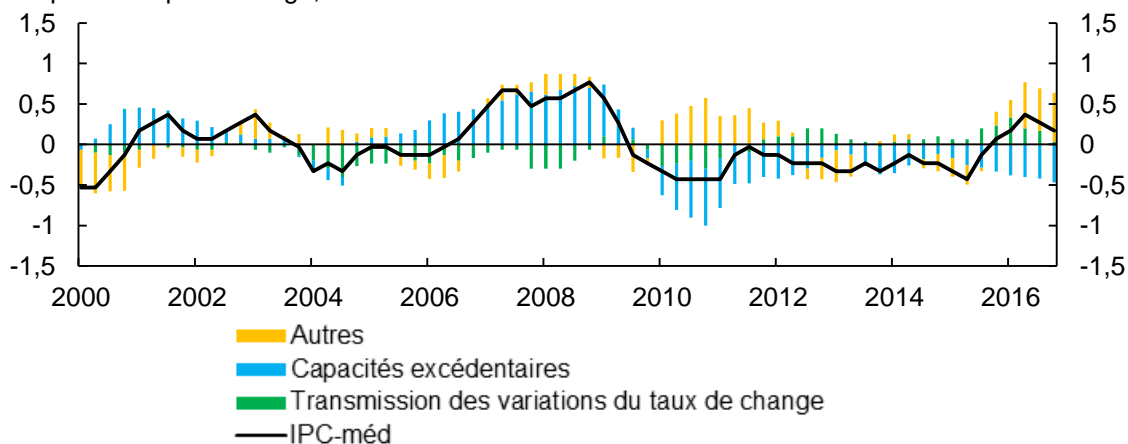
Nota : Les capacités excédentaires comprennent à la fois l'écart de production et les coûts unitaires de main-d'œuvre.

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

Dernière observation : 2016T4

b. IPC-méd

Contribution à l'écart de la mesure de l'inflation fondamentale par rapport à sa moyenne, en points de pourcentage, données trimestrielles



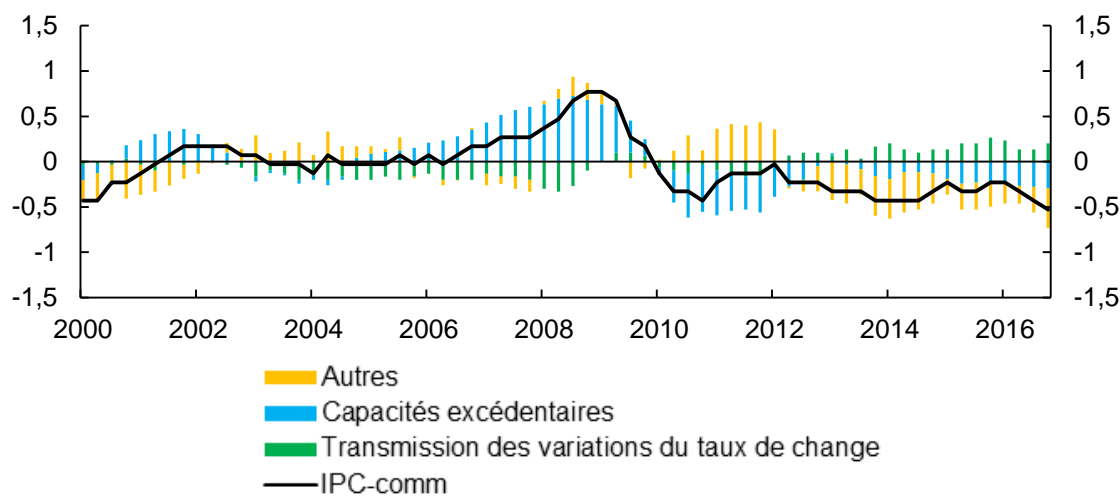
Nota : Les capacités excédentaires comprennent à la fois l'écart de production et les coûts unitaires de main-d'œuvre.

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

Dernière observation : 2016T4

c. IPC-comm

Contribution à l'écart de la mesure de l'inflation fondamentale par rapport à sa moyenne, en points de pourcentage, données trimestrielles



Nota : Les capacités excédentaires comprennent à la fois l'écart de production et les coûts unitaires de main-d'œuvre.

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

Dernière observation : 2016T4

Troisièmement, si ces déterminants macroéconomiques permettent de mieux comprendre l'évolution récente des trois mesures, elles sont néanmoins incapables de rendre pleinement compte de la divergence généralement temporaire entre elles à différentes périodes, y compris la plus récente. On le constate d'ailleurs dans les résidus positifs pour l'IPC-tronq et l'IPC-méd au quatrième trimestre de 2016 et le résidu négatif pour l'IPC-comm. Pour jeter un peu plus de lumière sur les raisons pour lesquelles les mesures divergent de façon plus marquée de temps à autre, je me pencherai sur les trois derniers cas importants en date, qui sont survenus lors de la Grande Récession en 2007-2009, en 2012-2013 et au cours de la période récente.

L'écart grandissant entre les valeurs des trois mesures de l'inflation fondamentale observé durant la Grande Récession peut en partie s'expliquer par les effets de l'accroissement rapide des capacités excédentaires. Au quatrième trimestre de 2008, les trois mesures avoisinaient toutes 2,6 %. L'IPC-tronq a commencé à diminuer au premier trimestre de 2009, touchant un creux de 1,2 % au premier trimestre de 2010. L'IPC-comm a entamé un fléchissement moins prononcé un trimestre plus tard. La raison en est sans doute que les capacités excédentaires ont une plus grande incidence à court terme sur l'IPC-tronq que sur l'IPC-comm. Leurs effets sur ce dernier se font sentir en général plus tardivement²³.

²³ La réaction plus lente de l'IPC-comm pourrait tenir au fait que cet indicateur est plus fortement influencé par les prix des services. Ainsi qu'on l'a vu plus tôt, les prix des services dépendent, pour leur part, de l'évolution des salaires. Puisque les salaires nominaux sont habituellement considérés comme rigides à la baisse, ils sont généralement plus lents à réagir à un accroissement des capacités excédentaires sur le marché du travail et dans l'économie.

Les deux derniers cas de divergence plus marquée sont plus difficiles à expliquer. En 2012-2013, l'IPC-tronq est passé de 1,5 % à environ 1,0 %, tandis que l'IPC-méd et l'IPC-comm sont restés plus près de 1,5 %. Au cours de la période récente, l'IPC-comm s'est replié davantage que les deux autres indicateurs. Un examen attentif de la distribution des variations des prix de l'ensemble des 55 composantes servant à calculer ces mesures de l'inflation fondamentale apporte toutefois un certain éclairage sur la question.

La distribution des variations mensuelles des prix n'a pas été symétrique ces dernières années, et notamment durant ces deux périodes, ce qui implique que les chocs négatifs qui se répercutent sur l'inflation ont été plus nombreux et plus prononcés que les chocs positifs. Cette situation est vraisemblablement liée à la concurrence accrue entre les détaillants canadiens durant ces deux périodes, ainsi qu'à la présence d'une marge persistante de capacités excédentaires, qui a quelque peu augmenté lors de la période la plus récente en raison de l'important choc négatif de prix des produits de base que subit le Canada depuis 2014. Ces facteurs ont probablement eu pour effet d'abaisser l'IPC-tronq davantage que l'IPC-méd au cours des dernières années. Étant une moyenne pondérée, l'IPC-tronq serait davantage influencé par les asymétries des chocs que ne le serait l'IPC-méd²⁴.

Permettez-moi de résumer rapidement mon propos. Ces mesures ont diminué depuis la mi-2016 pour s'établir près de 2 % ou au-dessous, en raison notamment des effets décroissants de la transmission des variations du taux de change et de la marge persistante de capacités excédentaires. La grande divergence observée entre elles ces dernières années pourrait être due, jusqu'à un certain point, au nombre de chocs de prix négatifs qui ont frappé l'économie. J'ajouterai par ailleurs que, en tant que décideurs publics, nous considérons cette divergence non pas comme une faiblesse, mais comme une indication importante qui conforte notre décision d'utiliser l'ensemble des trois mesures. Si nous n'en n'avions privilégié qu'une seule, nous aurions été induits en erreur dans notre évaluation de la tendance sous-jacente de l'inflation.

Conclusion

Le moment est venu pour moi de conclure. L'une des grandes difficultés à laquelle sont confrontées les autorités monétaires ayant adopté un régime de ciblage de l'inflation consiste à savoir distinguer la *tendance* du *temporaire*, et c'est pourquoi mesurer l'inflation fondamentale avec exactitude revêt une importance « fondamentale » dans notre démarche. Mieux nous réussissons à différencier les deux, mieux nous comprendrons l'état actuel de l'économie et des pressions sur l'appareil de production, et mieux nous pourrions atteindre notre cible d'inflation. Notre capacité à maintenir l'inflation à la cible est le moyen par lequel la Banque et la cible elle-même gagnent en crédibilité et inspirent

²⁴ Si la récente faiblesse de l'IPC-comm tient en partie à la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail, laquelle a persisté et augmenté légèrement depuis la chute des cours des produits de base et freine la hausse des salaires et des prix des services, elle demeure par ailleurs inexplicée.

confiance. Cette crédibilité donne confiance aux Canadiens et contribue à ancrer leurs attentes d'inflation. Il s'agit là d'un cercle vertueux. Des attentes solidement ancrées sont indispensables à la conduite efficace de la politique monétaire et à l'atteinte de la cible, en particulier en périodes de turbulences comme la Grande Récession des dernières années.

Malgré notre succès dans l'atteinte de la cible depuis 26 ans, nous faisons tout sauf nous reposer sur nos lauriers. Il est important pour nous de tirer des leçons de l'expérience et des travaux de recherche universitaires – y compris les études menées ici, à l'Université Western – afin d'améliorer sans cesse notre cadre de conduite de la politique monétaire. Pendant la période qui a précédé le renouvellement de la cible l'an dernier, nous avons mis à jour ce cadre en remplaçant l'IPCX par trois nouvelles mesures de l'inflation fondamentale, qui nous permettent une appréciation plus efficace de la tendance sous-jacente de l'inflation. Le recours à plusieurs indicateurs nous aidera aussi à gérer le risque de mesure associé à l'un ou l'autre d'entre eux, et à mieux faire comprendre l'incertitude inhérente à l'évaluation des pressions inflationnistes.

Dans les livraisons passées du *Rapport sur la politique monétaire*, nous avons présenté des projections de l'inflation mesurée par l'IPCX et régulièrement exposé dans quelle mesure les variations de cet indice s'expliquaient par des facteurs sectoriels. Toutefois, nous avons constaté que l'attention portée à l'inflation mesurée par l'IPCX a pu induire une perception erronée comme quoi celle-ci constituait la cible de la politique monétaire plutôt qu'un guide utile. C'est ainsi que nous avons décidé de n'inclure désormais que la projection de l'inflation mesurée par l'IPC dans le *Rapport*, afin de renforcer son rôle de cible de la politique monétaire. En outre, nous axerons notre analyse sur les principales forces qui sous-tendent le processus d'inflation. Les nouvelles mesures de l'inflation fondamentale contribueront de manière importante à cette analyse.

À cet égard, je tiens à souligner que ces mesures ne représentent que l'un des ensembles d'indicateurs pris en considération dans notre évaluation générale et continue des pressions sur la capacité de production et l'inflation. Nous tenons également compte d'un large éventail de renseignements, y compris les réponses recueillies dans le cadre de notre enquête sur les perspectives des entreprises et les 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.

Pour bon nombre d'entre vous, se représenter ce qu'était la vie au Canada avant le ciblage de l'inflation, une période caractérisée par une inflation et des taux d'intérêt à deux chiffres, doit être aussi difficile que d'imaginer la vie sans ordinateur portable ni téléphone intelligent. En revanche, ceux et celles d'entre vous qui sont assez vieux pour se souvenir de l'époque où les taux hypothécaires atteignaient 19 % savent par expérience l'influence profonde que les 26 dernières années d'inflation basse et stable ont eue sur le budget des familles et sur notre économie. Nous comprenons que les Canadiens souhaitent un taux d'inflation bas et stable et qu'ils s'y attendent, et nous sommes

déterminés à répondre à ces attentes en menant efficacement la politique monétaire.