



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Stephen S. Poloz
Gouverneur de la Banque du Canada
CFA Montréal et Conseil des relations internationales
de Montréal
Montréal (Québec)
7 novembre 2017

Comprendre l'inflation : une question fondamentale

Introduction

Depuis plus de 25 ans maintenant, les cibles d'inflation constituent la pièce maîtresse de la politique monétaire au pays, et elles ont été profitables pour tous les Canadiens. Les taux d'inflation et d'intérêt élevés et volatils observés dans les années 1970 et 1980 ne sont aujourd'hui qu'un lointain, quoique douloureux, souvenir.

Or, ces derniers temps, le ciblage de l'inflation a fait l'objet d'une attention accrue. Dans de nombreux pays avancés, on a enregistré un ralentissement ou une faiblesse prolongée de l'inflation, alors même que la croissance économique gagne en vigueur. C'est ce qui en a amené certains à se demander si les banques centrales étaient encore en mesure de cibler efficacement l'inflation. Quelques-uns ont même laissé entendre qu'elles étaient peut-être en train de perdre leur capacité de bien comprendre les mécanismes qui régissent l'inflation.

J'espère qu'aujourd'hui, je saurai vous convaincre qu'il n'en est rien. J'ai une longue connaissance de la question, ayant fait partie de l'équipe qui a conçu le cadre de politique monétaire de la Banque du Canada dans les années 1980. Le ciblage de l'inflation, soutenu par un taux de change flottant, est le fruit d'une somme phénoménale de réflexions et de recherches qui se sont échelonnées sur toute une génération. Aujourd'hui, j'entends montrer que la Banque possède une excellente compréhension du processus d'inflation et qu'elle n'a jamais perdu sa capacité de guider l'inflation vers ses cibles au fil des ans.

Bref rappel des notions de base

Pour commencer, revoyons brièvement les notions de base. Nous mettons en œuvre la politique monétaire au moyen du taux directeur. Les variations de ce taux se répercutent sur les autres taux d'intérêt, comme les taux hypothécaires. C'est par la voie de ce canal, et d'autres, que les modifications du taux directeur influent sur les décisions de dépense, d'épargne et d'investissement. Ces

Je tiens à remercier Patrick Sabourin et Louis Morel de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 7 novembre 2017
à 12 h 55, heure de l'Est

ajustements se propagent dans l'ensemble de l'économie et, à terme, agissent sur l'inflation. Il importe de souligner qu'il faut entre un an et demi et deux ans pour qu'un changement du taux directeur fasse pleinement sentir ses effets sur l'inflation.

L'objectif de notre politique monétaire est de maintenir le taux d'inflation annuel, mesuré par l'IPC, à 2 %, soit le point médian d'une fourchette allant de 1 à 3 %. L'idée d'une fourchette cible est au cœur de notre cadre depuis le tout début. Elle sert à rappeler que le ciblage de l'inflation est une activité imprécise. Premièrement, le mécanisme par lequel la politique monétaire se transmet à l'inflation comprend plusieurs liens économiques tout aussi complexes et hautement incertains les uns que les autres. Deuxièmement, parce que les données sur l'inflation sont sujettes à des variations à court terme, il est difficile d'atteindre exactement la cible. Les banques centrales ont peu de prise sur les fluctuations des prix de l'essence par exemple, et pourtant, ces mouvements transitoires ont des effets non négligeables sur les mouvements de l'inflation d'un mois à l'autre.

À cause de ces incertitudes, il n'est pas réaliste de croire que notre instrument de politique monétaire peut servir à maîtriser l'inflation jusqu'au dixième de point de pourcentage près. En fait, à deux points de pourcentage, l'étendue de notre fourchette de maîtrise de l'inflation donne une approximation raisonnable du degré de précision que nous pouvons espérer atteindre. C'est un peu comme diriger un bateau dans une mer agitée : l'embarcation est ballottée d'un côté et de l'autre, et le capitaine doit constamment corriger sa trajectoire pour qu'au bout du compte, toutes les déviations s'annulent et qu'il puisse arriver à bon port.

Pour nous aider à maintenir le cap à travers ces fluctuations temporaires de l'inflation, nous utilisons différentes mesures de l'inflation fondamentale. Ces mesures nous aident à évaluer la tendance sous-jacente de l'inflation, c'est-à-dire le taux d'inflation que l'on observerait s'il n'y avait aucun facteur sectoriel ou ponctuel en jeu. Autrement dit, ces mesures nous aident à distinguer le signal de l'inflation parmi le bruit.

La tendance sous-jacente de l'inflation est déterminée, aujourd'hui comme hier, par la loi de l'offre et de la demande. La demande excédentaire pousse l'inflation à la hausse; l'offre excédentaire a l'effet contraire. C'est en s'appuyant sur cette relation que les banques centrales tentent de créer une offre ou une demande excédentaire au sein de l'économie, de manière à ce que l'inflation atteigne la cible.

Les attentes d'inflation jouent un rôle essentiel dans cette relation entre l'économie et l'inflation. Plus ces attentes sont arrimées à la cible, plus rapidement l'économie se normalisera après un choc. Ce sont là les fruits de la crédibilité : une banque centrale crédible verra les attentes d'inflation bien ancrées à la cible et il lui sera relativement facile de rétablir la situation après un choc. Ainsi, la tendance sous-jacente de l'inflation se stabilisera à mesure que s'arrimeront les attentes. En d'autres termes, plus la cible est efficace, moins la relation entre les chocs économiques et l'inflation sera évidente.

Il serait faux toutefois de dire que cette relation n'existe plus. La relation entre l'inflation et l'offre ou la demande excédentaire représente en fait la synthèse de

plusieurs liens sous-jacents complexes entre les entreprises et le marché du travail. Prenons l'exemple d'une entreprise qui tourne à plein régime. Si ses dirigeants observent une augmentation de la demande pour leurs produits et qu'ils estiment que celle-ci persistera, ils décideront vraisemblablement d'investir dans de nouvelles capacités et de grossir les effectifs. En supposant que le taux de chômage est déjà bas, ils devront peut-être augmenter les salaires pour attirer de nouveaux employés. Avec le temps, la hausse des salaires pourrait accroître les pressions inflationnistes. Voilà comment les répercussions de la demande excédentaire se font sentir dans l'ensemble du système et se traduisent par une montée de l'inflation.

Outre ces déterminants internes au pays, quelques facteurs importants, externes ceux-là, peuvent aussi agir sur l'inflation. Par exemple, les mouvements du taux de change peuvent avoir des effets à la fois directs et indirects. Une chute de la valeur du dollar canadien fait directement monter le prix que les consommateurs paient pour leurs importations. L'inflation peut augmenter instantanément, quoique de façon temporaire. Parallèlement, la dépréciation de notre monnaie peut favoriser les exportations, et ces effets sur la demande pourraient en définitive faire bouger l'inflation. La même analyse vaut pour les variations des cours mondiaux des produits de base : elles ont des effets directs immédiats, quoique passagers, mais elles peuvent aussi avoir une incidence plus graduelle par la voie des ajustements au sein de l'économie. Quand les prix du pétrole se sont effondrés à la fin de 2014, les deux types de chocs ont frappé l'économie canadienne simultanément.

En somme, sans ces chocs engendrés par les facteurs externes, on peut s'attendre à ce que le taux tendanciel de l'inflation se maintienne, de façon durable, autour du point médian de la fourchette cible lorsque l'économie est à son plein potentiel et que les attentes d'inflation sont solidement ancrées à la cible. C'est pourquoi j'ai déjà dit que l'on peut considérer que l'économie est arrivée « à bon port » lorsque ces deux conditions sont réalisées : une économie qui tourne à plein régime et une inflation à 2 %.

La tenue récente de l'inflation

Comme je l'ai dit au début, dans bon nombre d'économies avancées, l'inflation a été inférieure aux attentes récemment. Les États-Unis sont un excellent exemple. Dans ce pays, la Réserve fédérale suit l'évolution sous-jacente des dépenses de consommation des ménages en se servant d'un indice des prix des biens et services, corrigé de manière à exclure la volatilité liée aux prix des aliments et de l'énergie. Cet indice de prix fondamental s'est hissé près de la cible de 2 % visée par la Fed vers la fin de 2016, après une période de faiblesse prolongée. Il a cependant baissé de 0,6 point de pourcentage depuis le début de l'année et se situe aujourd'hui à 1,3 % en glissement annuel, et ce, bien que la croissance économique soit soutenue et le chômage très bas.

Si ces résultats peuvent laisser planer un doute quant à notre capacité d'expliquer les tendances de l'inflation, il suffit de creuser un peu pour découvrir que certains facteurs spéciaux agissent sur l'inflation aux États-Unis. En particulier, depuis que les fournisseurs de téléphonie mobile ont accru leur offre de forfaits de données illimitées, on observe une chute marquée du coût des

données. Le personnel de la Banque du Canada estime que des facteurs spéciaux comme ceux-là contribuent pour environ les deux tiers à la baisse de l'inflation fondamentale aux États-Unis depuis le début de l'année. Cependant, les effets sur l'inflation de ces variations des prix relatifs ne devraient pas durer. Autrement dit, la tendance sous-jacente de l'inflation aux États-Unis est plus élevée qu'il n'y paraît.

Dans de nombreuses autres économies avancées, l'inflation fondamentale est restée basse tout au long de 2016, alors même que l'offre excédentaire se résorbait. Mais contrairement à la situation aux États-Unis, cette faiblesse était surtout due aux prix des biens. Les chercheurs de la Banque ont établi que les variations du taux de change et les bas prix des exportations provenant de pays à marché émergent sont des facteurs qui exercent un effet modérateur sur l'inflation fondamentale dans ces économies.

Au Canada, l'inflation globale a ralenti au premier semestre de l'année et s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette cible, et ce, même si l'écart de production se resserrait rapidement. Aussi bien l'inflation globale que l'inflation fondamentale ont connu un regain ces derniers mois. Néanmoins, depuis le milieu de l'an dernier, un écart par rapport à la cible équivalant à 0,7 point de pourcentage en moyenne ne peut être expliqué par les déterminants fondamentaux de l'inflation. Parmi les facteurs contribuant à cette faiblesse, mentionnons la hausse inférieure à la moyenne des prix des aliments, causée par l'action conjuguée des récoltes abondantes et de l'intensification de la concurrence que se livrent les détaillants. On peut également citer l'incidence des rabais consentis par le gouvernement de l'Ontario sur les tarifs d'électricité. Comme aux États-Unis, ces facteurs ponctuels sont à l'origine des deux tiers environ de l'écart de l'inflation globale par rapport à la cible observé cette année au Canada.

Ce qu'il faut retenir, c'est que les déterminants fondamentaux de l'inflation, ainsi que certains facteurs spéciaux que nous pouvons dégager, permettent d'expliquer raisonnablement bien le comportement récent de l'inflation. À n'en pas douter, le reste de l'écart se situe nettement à l'intérieur d'une marge d'erreur raisonnable, compte tenu du fait que nous avons affaire à des relations statistiques. De plus, la tendance sous-jacente de l'inflation se situe nettement à l'intérieur de la fourchette cible que nous visons.

Bref, nous comprenons l'inflation suffisamment bien pour la conduite de la politique monétaire. Néanmoins, tout comme nos collègues des autres banques centrales, nous tenons à tout comprendre de l'inflation et nous refusons de laisser même quelques dixièmes de point de pourcentage sans explication. Nous travaillons sans relâche dans ce but, et c'est de notre programme de recherche que j'aimerais maintenant vous parler.

La recherche d'autres déterminants de l'inflation

Les chercheurs de la Banque ont analysé des données d'inflation s'échelonnant sur une vingtaine d'années et provenant de dix économies avancées et des pays de la zone euro. À l'aide de méthodes statistiques, ils ont cherché des facteurs d'inflation communs à ces pays. Le premier qu'ils ont trouvé se rapporte aux fluctuations des prix des aliments et de l'énergie communes à l'ensemble des

pays étudiés. Il se trouve que ce facteur peut expliquer près de la moitié des variations de l'inflation globale. Ce constat est logique : les prix des aliments et de l'énergie sont déterminés par les cours mondiaux des produits de base. Mais en règle générale, nous faisons abstraction des variations des prix des aliments et de l'énergie lorsque nous évaluons la tendance sous-jacente de l'inflation. Par conséquent, ce facteur commun n'enrichit pas beaucoup notre compréhension de l'inflation.

Outre les prix des produits de base, les chercheurs de la Banque ont dégagé un second facteur commun qui pourrait expliquer environ 15 % des variations résiduelles de l'inflation fondamentale. Il existe un degré de corrélation entre ce facteur et la faiblesse récente de l'inflation enregistrée dans de nombreux pays, dont le Canada. Même si, pour le moment, nous ne savons pas exactement quel en est le moteur, plusieurs hypothèses ont été avancées. En gros, celles-ci sont liées soit à la mondialisation, soit à la numérisation de l'économie. Permettez-moi de vous en présenter quelques-unes.

La mondialisation

La mondialisation pourrait agir sur les prix par divers canaux. L'un d'eux, bien évidemment, a trait au mouvement de libéralisation du commerce au fil des ans. Les entreprises exposées à une concurrence mondiale accrue subissent des pressions pour réduire les coûts et maintenir les prix à un bas niveau. De même, quand les consommateurs ont accès à davantage de produits importés provenant de pays à marché émergent, où les coûts sont moindres, cela exerce aussi des pressions à la baisse sur l'inflation. Cet effet est devenu particulièrement important en ce qui concerne les biens manufacturés au début des années 2000, après l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, et il pourrait encore se faire sentir.

Selon une hypothèse connexe, l'incidence des capacités excédentaires à l'échelle mondiale sur l'inflation nationale gagnerait en importance, tandis que celle des capacités excédentaires intérieures irait en diminuant. Compte tenu de l'intégration économique mondiale accrue, il semble que l'offre excédentaire mondiale pourrait contenir l'inflation, notamment dans le cas de certains produits, peu importe l'équilibre entre l'offre et la demande dans un pays donné. Les entreprises doivent se soucier de la concurrence d'autres pays, et pas seulement de la concurrence locale, quand elles décident d'augmenter ou non leurs prix.

L'intégration des entreprises dans les chaînes de valeur mondiales pourrait aussi freiner l'inflation. En effet, puisqu'il est possible de délocaliser les différentes étapes de production là où les coûts sont les moins élevés, les entreprises et leurs employés subissent des pressions concurrentielles supplémentaires pour maintenir les prix et les salaires à un bas niveau.

La numérisation de l'économie

Une autre série de facteurs pouvant exercer un effet modérateur sur l'inflation est liée à la numérisation de l'économie. Ce phénomène est susceptible d'agir sur l'inflation d'au moins trois façons.

Premièrement, les variations des prix des technologies de l'information et de la communication influent directement sur l'inflation. Compte tenu de la chute des

prix des ordinateurs et des appareils électroniques au fil des ans, il apparaît logique de penser que des prix inférieurs pour ces produits pourraient faire baisser l'inflation.

Deuxièmement, la numérisation a une incidence sur la concurrence et la structure de marché. Dans bien des secteurs, elle a réduit les obstacles à la création d'entreprises et accentué la concurrence. Pensons aux bouleversements engendrés par l'avènement d'entreprises comme Uber et Airbnb. Sans compter l'incidence du commerce électronique — ce qu'on appelle l'« effet Amazon » — qui se fait sûrement sentir sur le mode de fixation des prix. Considérez comme il est facile de vérifier le prix d'un concurrent sur votre téléphone pendant que vous êtes en train de magasiner dans un commerce.

Troisièmement, la numérisation peut rendre les processus commerciaux plus efficaces, en favorisant les gains de productivité et une hausse moins rapide des prix. D'ailleurs, la croissance de la productivité a dépassé celle des salaires au cours de la dernière année, ce qui coïncide à peu près avec l'affaiblissement de l'inflation que l'on a pu observer.

Le personnel de la Banque n'a cependant pas encore trouvé d'éléments empiriques rigoureux qui montrent que ces facteurs ajoutent à notre compréhension de l'inflation nationale au-delà de ce que révèlent les déterminants fondamentaux. Soyons clairs : tout ce que je dis, c'est que les éléments recueillis ne passent pas l'épreuve de signification statistique. On sait intuitivement que la mondialisation et la numérisation ont une influence sur les prix. Avec le temps, à la lumière des nouvelles données, nous serons peut-être plus en mesure de dégager ces effets et de les quantifier statistiquement.

Cela dit, il semble, du moins jusqu'ici, que l'effet cumulatif de la numérisation ne soit pas assez important pour remettre en cause notre compréhension fondamentale de la dynamique de l'inflation. L'effet Amazon ne paraît pas aussi grand que celui de l'avènement des magasins à grande surface il y a une vingtaine d'années — le fameux « effet Walmart » —, et même celui-ci n'était pas suffisamment important pour forcer un réexamen du processus d'inflation pour les besoins de la politique monétaire.

La courbe de Phillips des salaires

Alors, si on ne peut pas prouver statistiquement que la mondialisation et la numérisation freinent l'inflation, quels pourraient être les autres facteurs en jeu? Examinons de plus près le lien que j'ai mentionné tout à l'heure entre le chômage et les salaires, et que les économistes appellent la courbe de Phillips des salaires. Le fait est que, malgré l'expansion économique vigoureuse et la forte création d'emplois, la croissance des salaires est restée relativement basse.

Les explications possibles ne sont pas très difficiles à trouver. Même si le taux de chômage au pays est redescendu à ses bas niveaux de 2007 — ce qui laisse supposer que le marché du travail est en situation de plein emploi —, d'autres indicateurs donnent à penser qu'il reste une marge appréciable de ressources inutilisées. En particulier, le taux d'activité des jeunes semble encore bas, et bien des gens travaillent toujours à temps partiel alors qu'ils préféreraient occuper un poste à temps plein.

Par ailleurs, nous savons que de nombreux travailleurs qui ont perdu un emploi bien payé pendant l'effondrement des prix du pétrole en 2014-2015 intègrent possiblement d'autres secteurs, où les salaires sont plus bas. De même, les jeunes pourraient toucher un salaire moins élevé que les nouveaux retraités qu'ils remplacent. Et il va sans dire que l'impression que les entreprises ou les travailleurs subissent une plus grande concurrence étrangère pourrait se traduire par des hausses de salaire plus lentes. Le fait que la croissance des salaires ait été moins rapide dans le secteur des biens que dans celui des services — lequel peut être plus facilement mis à l'abri de la mondialisation — conforte cette idée.

Selon une autre hypothèse, qu'il est difficile de vérifier empiriquement, la période prolongée de taux d'intérêt très bas aurait eu pour effet d'abaisser le coût relatif des biens d'équipement par rapport au coût de la main-d'œuvre. Il se pourrait que les entreprises restructurent leurs activités en utilisant davantage les biens d'équipement et en limitant ainsi l'ampleur des augmentations de salaire. Certaines peuvent le faire sans même acquérir des biens d'équipement, et achètent plutôt des services du capital dans le nuage. Même la menace d'une automatisation accrue pourrait suffire à limiter les hausses salariales. Cette hypothèse mérite d'être étudiée de plus près.

Compte tenu de tous ces facteurs susceptibles de brider la croissance des salaires, il est tout simplement prématuré de conclure qu'il y a quelque chose qui cloche dans le processus d'inflation traditionnel. À tout le moins, nous devons surveiller l'évolution des mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail pour voir à quel rythme celles-ci se résorbent. Avec le temps, la croissance des salaires devrait se redresser, ce qui va ensuite se répercuter sur l'inflation.

En résumé, nous croyons qu'il existe encore un lien entre les ressources inutilisées sur le marché du travail et les salaires, tout comme entre l'inflation et l'équilibre entre l'offre et la demande globales. Autrement dit, plus nous nous rapprochons de la pleine production et du plein emploi, plus le risque est grand que des pressions inflationnistes apparaissent.

Ce n'est qu'un des nombreux risques que la Banque devra gérer dans la conduite de la politique monétaire. Comme nous l'avons dit le mois dernier, même si un degré moindre de détente monétaire sera probablement nécessaire avec le temps, nous ferons preuve de circonspection au moment de procéder à de futurs ajustements de notre taux directeur. En particulier, la Banque sera guidée par les nouvelles données sur lesquelles elle se fonde pour évaluer l'évolution des capacités économiques, la dynamique de la croissance des salaires et de l'inflation, et la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt plus élevés. Beaucoup de choses doivent rentrer dans l'ordre avant que nous puissions être certains que l'économie est bel et bien arrivée à bon port.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. L'idée très répandue que l'inflation est devenue inexplicable est grandement exagérée. Cette idée dénote en partie une mauvaise compréhension de l'exactitude avec laquelle les économistes peuvent prédire l'inflation, et de la précision avec laquelle les banques centrales peuvent

la maîtriser. Fondamentalement, nous savons comment fonctionne l'inflation : la loi de l'offre et de la demande n'a pas été abrogée.

Il est vrai que le taux d'inflation au Canada s'est établi à plusieurs reprises en deçà de notre cible de 2 % ces dernières années. Cette évolution peut s'expliquer en majeure partie par l'effet modérateur lié à la persistance surprenante des capacités excédentaires de l'économie, et par le fait que l'inflation réagit à la demande excédentaire après un certain temps. Cet effet modérateur peut persister jusqu'à ce que toutes les ressources inutilisées sur le marché du travail se résorbent, les entreprises augmentant leur capacité de production grâce à de nouveaux investissements à mesure que l'économie s'approche de son plein potentiel. Outre ces facteurs, plusieurs mouvements des prix relatifs — comme les variations des tarifs d'électricité ou encore celles liées à la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires — ont eu des effets temporaires sur l'inflation, et il convient d'en faire abstraction. À cela s'ajoute l'effet modérateur que pourraient exercer la mondialisation et la numérisation sur l'inflation. Quand on tient compte de tous ces facteurs, on constate que le comportement de l'inflation se situe bien à l'intérieur de la zone normale de tolérance sur le plan statistique et sur celui de l'action monétaire.

Je ne prétends pas que notre compréhension de l'inflation soit parfaite, complète et immuable. Bien au contraire. Nous allons continuer d'examiner de près les forces telles que la mondialisation et la numérisation, afin de mieux comprendre comment elles agissent sur le processus d'inflation.

Il y a toujours des incertitudes en économie. C'est pourquoi il est préférable de voir les prévisions comme des fourchettes de valeurs et non des points, et c'est pourquoi notre régime de maîtrise de l'inflation repose sur une fourchette cible. Ce qu'il faut retenir, c'est que le ciblage de l'inflation a fonctionné — bon an, mal an — pendant plus d'un quart de siècle. Il fonctionne toujours aujourd'hui. Et les Canadiens peuvent avoir l'assurance qu'il continuera de fonctionner pendant encore de nombreuses années.