

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La Banque du Canada évalue mal l'inflation de base

Par Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique, et Tiago Figueiredo, stratège macro

La Banque du Canada (BdC) évalue mal l'inflation de base. Après avoir balayé l'IPC commun du revers de la main durant la pandémie, les autorités se sont grandement appuyées sur l'IPC médian et l'IPC tronqué pour prendre des décisions stratégiques. Toutefois, ces mesures sont désormais biaisées et surestiment probablement le véritable taux d'inflation sous-jacente.

Après prise en compte de ces biais, nous constatons que l'inflation de base a poursuivi sa tendance à la baisse et qu'elle est maintenant inférieure à 3 %. Ces données sont cohérentes avec une multitude d'autres indicateurs, mais elles contrastent avec la perception de la BdC à l'égard de l'inflation. Semblant se fonder uniquement sur les dernières données de l'IPC médian et de l'IPC tronqué au moment de la publication du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier, ses dirigeants ont jugé que l'inflation de base demeurerait élevée, dans une fourchette de 3,5 % à 4,0 %, alors que nous croyons que l'inflation sous-jacente était plutôt aux alentours de 3 % à ce moment-là. Même si les banquiers centraux ont revu à la baisse leur estimation de l'inflation de base en mars, nous continuons de penser qu'ils surestiment le véritable taux de référence

Inconvénients des indicateurs à influence limitée

Les indicateurs à influence limitée, comme la médiane et la moyenne tronquée utilisées pour mesurer l'inflation, ne sont pas adaptés à la prise de décision stratégique en temps réel. Comme ces mesures visent à filtrer les variations idiosyncrasiques des prix, leur stabilité et leur persistance sont généralement perçues comme des caractéristiques et non comme des anomalies. Toutefois, il arrive que cela élimine des signaux de prix importants à propos de la santé de l'économie et, par conséquent, de l'inflation sous-jacente.

Les décideurs de la Réserve fédérale américaine n'ont jamais vraiment été friands des indicateurs à influence limitée pour évaluer l'inflation, du moins pas de la même façon que leurs homologues canadiens. Aux États-Unis, le guide opérationnel de la politique a toujours été l'inflation excluant les aliments et l'énergie, une mesure plus traditionnelle. Certaines banques régionales de la Fed produisent des moyennes tronquées et

des médianes, mais les dirigeants ne leur accordent pas de traitement privilégié et elles ne sont pas mises en évidence dans les communications de la banque centrale.

Lorsque la BdC s'est tournée vers ces mesures, leur nature objective était un argument important. Cependant, les recherches des économistes de la Fed de Cleveland démontrent que ces indicateurs peuvent être biaisés sur des horizons plus courts en raison d'une asymétrie dans la distribution sous-jacente des variations de prix. Un tel biais peut induire les décideurs en erreur quant à la véritable nature de l'inflation sous-jacente, surtout sur de courtes périodes.

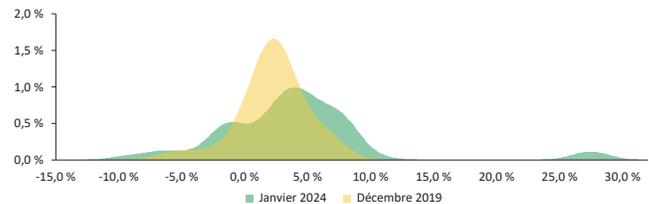
La distribution des variations des prix à la consommation au Canada est très faussée pour le moment, ce qui laisse présager un biais dans l'IPC médian et l'IPC tronqué. Même si la moyenne tronquée élimine aussi l'augmentation très importante du coût de l'intérêt hypothécaire, la répartition est fortement biaisée vers la gauche (graphique 1). Une mesure médiane ou moyenne tronquée naïve ignore donc complètement l'ampleur des baisses des prix dans plusieurs secteurs de la partie inférieure gauche de la distribution. Pour corriger cela, un ajustement est nécessaire.

Graphique 1

Comparé à avant la pandémie, la distribution des changements est maintenant fortement biaisée vers le coin inférieur gauche de la courbe

Répartition des variations annuelles de l'IPC du Canada en fonction de leur pondération dans le panier

Fréquence des observations



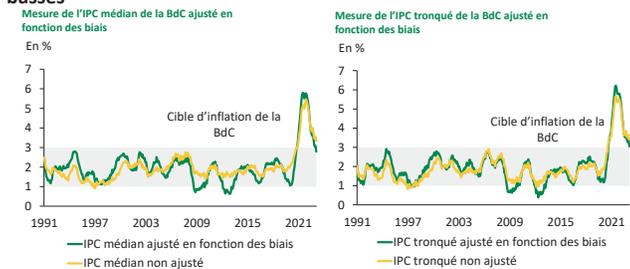
Statistique Canada et Desjardins Marché des capitaux

Après correction du biais, nous constatons que la médiane et la moyenne tronquée sont nettement inférieures aux chiffres naïfs

utilisés par la BdC pour établir sa politique monétaire. Une fois corrigés en fonction du biais, la moyenne de l'IPC médian et de l'IPC tronqué est inférieure à 3 % et à peu près 0,4 point de pourcentage sous la moyenne non ajustée de l'IPC médian et de l'IPC tronqué. Par conséquent, nos mesures ajustées racontent une histoire différente sur la trajectoire et la durabilité de l'inflation de base que ce que les mesures sous-optimales utilisées par la BdC laissent croire (graphique 2).

En raison de la volatilité, des révisions et de leur complexité, les médianes et les moyennes tronquées ne conviennent pas aux communications des banques centrales. C'est probablement la raison pour laquelle très peu d'entre elles ont adopté ces indicateurs comme mesures de référence. Cependant, avec les mesures ajustées de l'IPC médian et de l'IPC tronqué qui sont actuellement assez alignées sur les autres indicateurs de base de l'inflation, le message des mesures simples et des mesures complexes est cohérent : l'inflation sous-jacente a diminué davantage que ce qu'indiquent les mesures naïves de la BdC (graphique 3).

Graphique 2
Les mesures de base ajustées en fonction des biais sont beaucoup plus basses

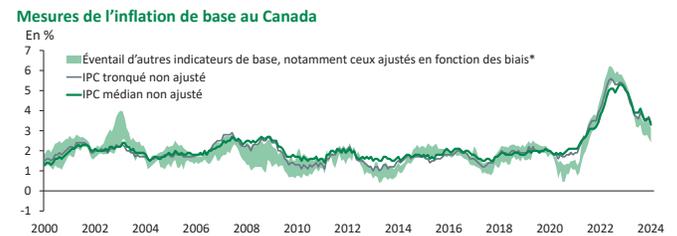


Statistique Canada et Desjardins Marché des capitaux

Comme la distribution des variations de prix n'est généralement pas très faussée, les mesures ajustées en fonction des biais tendent à suivre étroitement les mesures non ajustées. Toutefois, nous sommes d'avis que des biais se sont développés à quelques reprises au cours des dernières décennies, ce qui a entraîné des écarts entre les mesures ajustées et non ajustées. Les décideurs qui se concentrent sur les mesures non ajustées risquent donc d'être mal informés sur le véritable taux d'inflation sous-jacente. Alors que l'inflation globale est volatile, l'IPC médian et l'IPC tronqué non ajustés risquent de supprimer une bonne partie des signaux. Les mesures ajustées constituent donc une façon optimale d'estimer l'inflation sous-jacente.

Selon les propres critères d'évaluation des différentes mesures de base de l'inflation de la BdC, les indicateurs ajustés en fonction des biais sont supérieurs de deux façons importantes. Ils sont évidemment moins biaisés, mais les chiffres ajustés sont aussi beaucoup plus corrélés avec les conditions économiques (tableau 1).

Graphique 3
L'inflation sous-jacente a reculé



* Les mesures de base comprennent l'IPC tronqué et l'IPC médian ajustés en fonction des biais; toutes ces mesures excluent l'alimentation et l'énergie et l'IPCX.
Statistique Canada et Desjardins Marché des capitaux

Si cette dernière fait fi de nos conclusions, ses dirigeants risquent de maintenir une politique monétaire trop restrictive trop longtemps, ce qui pourrait causer inutilement des soucis aux ménages et aux entreprises. Ils doivent s'appuyer sur des versions de l'IPC médian et de l'IPC tronqué ajustées en fonction des biais pour prendre des décisions stratégiques. Ils ne peuvent se permettre aucun faux pas.

Les marchés n'anticipent pas pleinement une baisse des taux avant juillet et ne s'attendent qu'à trois réductions de 25 points de base pour l'ensemble de l'année. Nous croyons que les dernières statistiques sur l'inflation, qui ont été largement inférieures aux prévisions, inciteront la BdC à adopter une position plus accommodante en avril, même si les décideurs n'admettront pas que leurs mesures de l'inflation de base les ont peut-être induits en erreur.

TABLEAU 1
Corrélation entre les mesures de base de l'inflation et l'écart de production

| Corrélation moyenne avec l'écart de production | |
|---|------|
| IPC tronqué ajusté en fonction des biais | 31 % |
| IPC médian ajusté en fonction des biais | 30 % |
| IPC tronqué non ajusté | 21 % |
| CPIX | 17 % |
| IPC médian non ajusté | 14 % |
| Ensemble du panier excluant les aliments et l'énergie | 11 % |

Corrélation basée sur les données trimestrielles du T1 de 1995 au T3 de 2023. Moyenne pour l'ensemble du cadre intégré et filtre multivarié élargi.
Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins Marché des capitaux