

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Remise en question des cibles d'inflation L'expérience récente du Japon ajoute un nouvel éclairage

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



La plupart des banques centrales gèrent leur politique monétaire en fonction d'une cible d'inflation. Elles ont par contre été peu nombreuses à atteindre leur objectif au cours des dernières années. Aurait-il été préférable de cibler le niveau des prix plutôt que leur variation? En fait, l'idée ne date pas d'hier et la Banque du Canada a déjà considéré cette option au moment de renouveler sa cible d'inflation.¹ Au-delà du débat sur son efficacité accrue ou non, cibler le niveau des prix contraindrait certainement les banques centrales à récupérer le terrain perdu après plusieurs années de faible inflation. Elles pourraient donc se montrer plus patientes avant de resserrer leur politique monétaire.

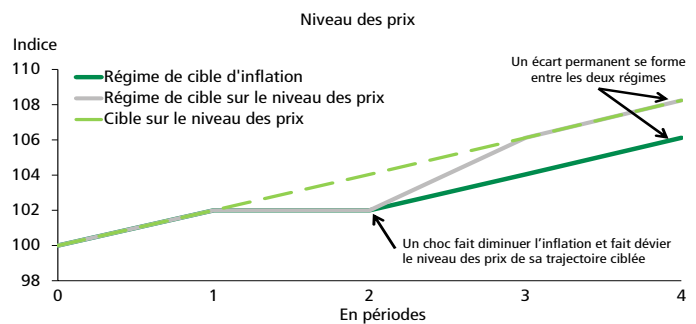
À l'automne 2016, la Banque du Japon (BoJ) a choisi d'appliquer de manière indirecte une cible sur le niveau des prix en ciblant un niveau moyen d'inflation de 2 % sur l'ensemble du cycle économique. Ainsi, les périodes de faible inflation doivent être compensées par des périodes de plus forte inflation pour rattraper le terrain perdu et atteindre la moyenne souhaitée. Cela dit, l'inflation demeure faible au Japon et la BoJ risque de devoir maintenir encore longtemps ses mesures d'assouplissement monétaire si elle souhaite atteindre sa cible.

Cibler le niveau des prix plutôt que leur variation

Cibler le niveau des prix signifie que l'on cherche à suivre un sentier prédéterminé de progression des prix. Supposons qu'en 2017 l'indice de prix ciblé aurait été de 100, on pourrait alors viser un niveau de 102 en 2018, de 104 en 2019 et ainsi de suite selon le taux de croissance moyen souhaité. Bien que cela puisse s'apparenter à cibler un taux d'inflation, il y a en fait quelques particularités intéressantes.

L'une de ces particularités est que des écarts par rapport au niveau ciblé des prix peuvent s'accumuler dans un régime de cible d'inflation. Par exemple, dans un régime ciblant un taux d'inflation de 2 % par année, après une période d'inflation plus faible, un simple retour à la cible de 2 % est suffisant. Toutefois, on ne sera pas revenu sur le sentier de prix ciblé par l'autre régime (graphique 1). Pour obtenir un résultat équivalent avec un régime de cible d'inflation, il faudrait que chaque période d'inflation plus faible que la cible soit volontairement compensée par une période d'inflation plus élevée. Dans les cas où l'inflation serait initialement trop élevée, il faudrait compenser par une période d'inflation plus faible.

GRAPHIQUE 1
La trajectoire des prix varie selon le régime choisi



Source : Desjardins, Études économiques

Une autre particularité porte sur les anticipations d'inflation. Dans un régime de cible d'inflation, les anticipations convergent normalement sur la cible. Dans un régime où le niveau des prix est ciblé, les anticipations vont, en théorie, connaître des

¹ *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information – Novembre 2011*, Banque du Canada, 7 novembre 2011, 45 p.

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Hendrix Vachon, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

modifications à court et à moyen terme en fonction des écarts accumulés entre le niveau observé des prix et le niveau ciblé. Si les prix ne progressent pas suffisamment rapidement, les anticipations inflationnistes devraient s'accroître temporairement. À l'inverse, les anticipations inflationnistes devraient diminuer après une période de progression trop rapide des prix.

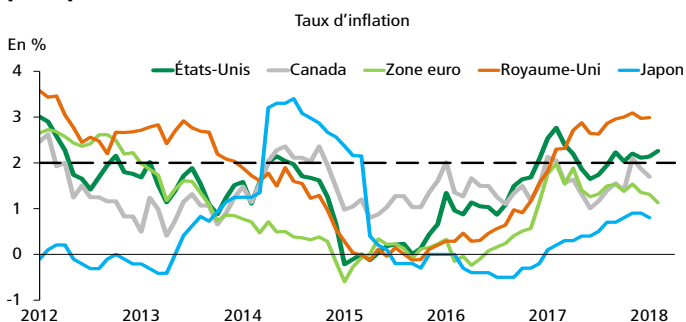
De tels mouvements sur les anticipations d'inflation auraient une incidence sur les taux d'intérêt réels. Les taux d'intérêt réels correspondent aux taux d'intérêt nominaux moins l'inflation anticipée. Plus l'inflation anticipée est élevée, plus les taux d'intérêt réels sont faibles. Dans une situation où l'économie irait mal et où les prix se situeraient sous le sentier cible, les anticipations d'inflation augmenteraient et les taux d'intérêt réels diminueraient. Au final, il serait théoriquement plus facile de stimuler l'économie avec un régime de cible sur le niveau des prix.

Ce mécanisme nécessite toutefois une très grande crédibilité des banques centrales. Il faut aussi que les ménages et les entreprises forment leurs anticipations d'inflation de manière rationnelle, c'est-à-dire en se basant sur toutes les données disponibles et sur une bonne compréhension d'un régime de cible sur le niveau des prix. En pratique, les anticipations pourraient se former différemment et être plus adaptatives, ce qui changerait la donne. Après une longue période de faible inflation, les anticipations pourraient plutôt diminuer et les taux d'intérêt réels augmenteraient. Il serait alors plus difficile de stimuler l'économie et d'accélérer la croissance des prix.

Les cibles ont été difficiles à atteindre ces dernières années

L'inflation est actuellement en hausse dans la plupart des économies, mais cela fait suite à plusieurs années où les cibles n'ont pas été atteintes (graphique 2). Les banques centrales ont pourtant usé de plusieurs moyens pour tenter d'accélérer encore plus rapidement les prix.

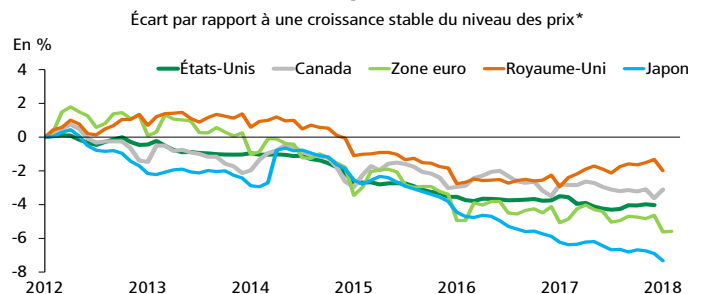
GRAPHIQUE 2
L'inflation s'est souvent maintenu sous la barre des 2 % dans les principales économies avancées au cours des dernières années



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'écart accumulé par chacune des principales économies au cours des dernières années paraît plus flagrant lorsqu'on compare l'évolution du niveau des prix avec un sentier hypothétique où la croissance des prix est constante et égale à la cible d'inflation (graphique 3). Depuis 2012, le Japon a accumulé un écart de plus de 7 % par rapport à une croissance stable des prix de 2 %. La zone euro n'arrive pas très loin avec un retard de 5,6 % par rapport à une croissance stable des prix de 1,9 %.² Un écart de 3,8 % a été accumulé aux États-Unis, contre 3,1 % au Canada et 2,0 % au Royaume-Uni. La forte dépréciation de la livre sterling après le référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne a aidé à accélérer les prix dans ce pays.

GRAPHIQUE 3
Le manque à gagné serait important par rapport à une croissance stable du niveau des prix



* Indices utilisés : déflateur des dépenses de consommation aux États-Unis; indice des prix à la consommation (IPC) au Canada, en zone euro et au Royaume-Uni; IPC excluant aliments frais au Japon. Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les banques centrales auraient peut-être mieux fait dans un régime ciblant le niveau des prix. Cela dit, l'efficacité de ces cibles doit encore être démontrée dans la réalité. Bien qu'aucune banque centrale n'ait actuellement un sentier de niveau de prix comme cible, le cas du Japon pourrait nous éclairer.

Le Japon a modifié la formulation de sa cible en 2016

Le 21 septembre 2016, la BoJ a annoncé des modifications au cadre de sa politique monétaire, dont la formulation de sa cible d'inflation³. Plutôt que de simplement œuvrer à ramener l'inflation à 2 %, elle vise maintenant une croissance moyenne de 2 % des prix sur l'ensemble du cycle économique. En conséquence, plus la faiblesse de l'inflation persistera, plus la BoJ sera disposée à tolérer une inflation élevée par la suite afin d'obtenir une progression moyenne de 2 % par année. Dans les faits, cela s'apparente à une cible sur le niveau des prix. La BoJ espère que les anticipations inflationnistes s'ajusteront

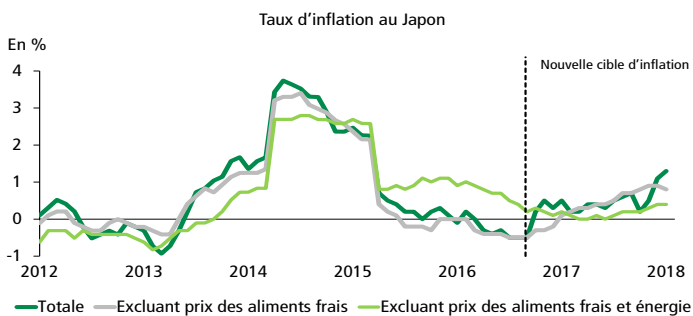
² La plupart des banques centrales ciblent un taux d'inflation de 2 %. La Banque centrale européenne cible une inflation inférieure, mais près de 2 %.

³ [New Framework for Strengthening Monetary Easing: "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control"](#), Banque du Japon, 21 septembre 2016, 11 p.

temporairement à la hausse, ce qui diminuerait les taux d'intérêt réels et contribuerait à accélérer la croissance des prix.

Bien qu'il soit difficile d'isoler l'effet de la nouvelle formulation de la cible au Japon, on note une hausse de l'inflation depuis septembre 2016. Plus précisément, la cible de la BoJ se base sur l'inflation excluant les prix des aliments frais, et cette mesure est passée de -0,5 % à près de 1,0 % (graphique 4). D'autres pays ont toutefois vu leur inflation se relever sans avoir apporté la même modification qu'au Japon à leur politique monétaire. Qui plus est, l'augmentation de l'inflation au Japon semble surtout liée à la progression des prix de l'énergie. En excluant ceux-ci, le taux d'inflation se situe actuellement à 0,4 %, contre 0,2 % en septembre 2016.

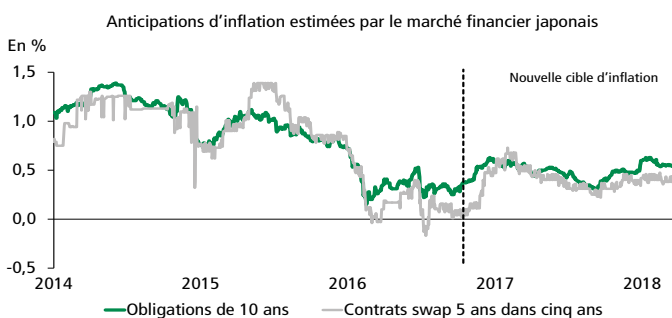
GRAPHIQUE 4
L'inflation a augmenté au Japon depuis septembre 2016



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La nouvelle formulation de la cible d'inflation devrait aussi avoir une influence sur l'évolution des anticipations d'inflation. Les anticipations estimées à partir de l'écart entre les taux nominaux et les taux réels sur le marché obligataire montrent une hausse modeste des anticipations d'environ 0,3 point de pourcentage (graphique 5). Une enquête de la BoJ essaie plutôt de mesurer directement les anticipations des ménages et celle-ci fait état

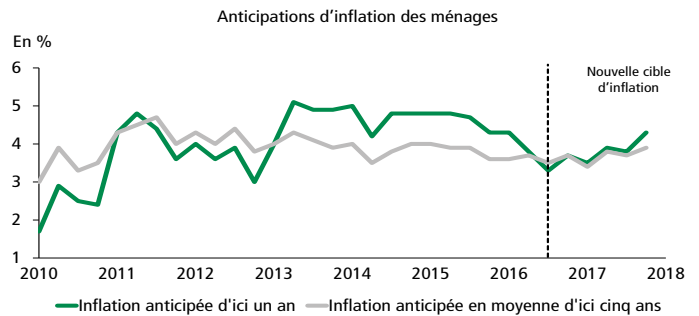
GRAPHIQUE 5
Les anticipations d'inflation ont très peu augmenté au Japon



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

d'une hausse de 1,0 point de pourcentage sur un horizon de un an, contre 0,4 point sur un horizon de cinq ans (graphique 6).

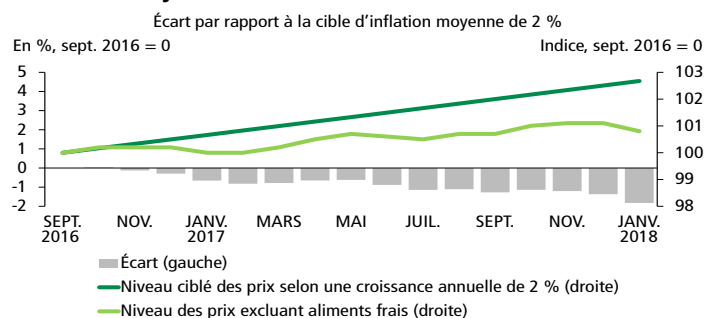
GRAPHIQUE 6
Les anticipations d'inflation des ménages ont augmenté un peu plus sur un horizon d'un an



Sources : Banque du Japon et Desjardins, Études économiques

On aurait pu espérer une plus forte hausse des anticipations inflationnistes, surtout sur un horizon de cinq ans. Il faudrait notamment que ces anticipations augmentent compte tenu du retard que la BoJ accumule par rapport à l'atteinte de sa cible. Avec un taux d'inflation se situant encore largement sous 2 %, l'écart continue de se creuser rapidement (graphique 7). Un manque à gagner de 1,8 % a déjà été accumulé depuis septembre 2016. Ainsi, même si l'inflation remontait à 2 % en 2018, ce qui paraît peu probable, il faudrait que la BoJ tolère ensuite au moins deux années d'inflation à près de 3 % pour atteindre sa cible.

GRAPHIQUE 7
La Banque du Japon s'éloigne tout de même de sa cible d'inflation moyenne de 2 %



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Un possible manque de clarté et de crédibilité

L'efficacité relativement limitée jusqu'ici de la nouvelle formulation de la cible d'inflation au Japon peut découler d'une mauvaise compréhension de celle-ci ou d'une mauvaise communication de la part de la BoJ. Celle-ci aurait peut-être intérêt à indiquer plus clairement le retard accumulé depuis

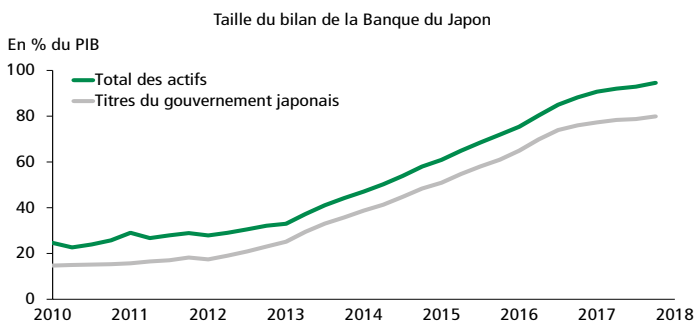
l'introduction de sa nouvelle cible afin de mieux influencer les anticipations inflationnistes. Pour l'instant, elle répète essentiellement que les mesures d'assouplissement monétaire seront maintenues jusqu'à ce que l'inflation dépasse durablement les 2 %.

La crédibilité de la BoJ pourrait également être en cause. Sa feuille de route en matière de ciblage de l'inflation n'est pas impressionnante. Depuis 1999, l'inflation est passée significativement au-dessus de zéro à seulement deux occasions, soit en 2008, au moment où les prix du pétrole s'envolaient, et en 2014, lorsque la taxe de vente a été relevée.

La capacité d'une banque centrale à influencer l'inflation peut aussi dépendre des outils dont elle dispose et de sa marge de manœuvre. Ici encore, de sérieux doutes planent sur la BoJ alors que ses achats massifs de titres ont déjà fortement accru la taille de son bilan. Ses actifs totalisent près de 100 % de la valeur du PIB nominal du Japon, dont près de 80 % sont des titres du gouvernement japonais (graphique 8). Aucune autre banque centrale n'a été aussi loin en matière d'intervention. En comparaison, les actifs de la Réserve fédérale ont totalisé un peu plus de 20 % du PIB nominal américain et sont maintenant en diminution.

GRAPHIQUE 8

La taille du bilan de la Banque du Japon avoisine 100 % du PIB



Sources : Datastream, Banque du Japon et Desjardins, Études économiques

On peut se questionner sur la disponibilité future des titres que devra acheter la BoJ. Cet enjeu est amplifié par son contrôle exercé sur le taux obligataire de dix ans. Pour éviter que ce taux ne s'éloigne trop de 0 %, la BoJ doit ajuster le rythme de ses

achats de titres. Dans un contexte où la tendance mondiale des taux obligataires est à la hausse, il pourrait devenir plus difficile pour la BoJ de maintenir sa politique monétaire actuelle.

Au final, il pourrait s'agir d'un pari risqué

L'idée de cibler le niveau des prix pour dégager une marge de manœuvre supplémentaire sur les taux d'intérêt réels peut sembler intéressante, surtout lorsqu'on constate la difficulté que les banques centrales ont eue à atteindre leur cible ces dernières années. Cela dit, les résultats entre la pratique et la théorie peuvent diverger pour de multiples raisons.

Les anticipations d'inflation ne sont pas nécessairement rationnelles dans la réalité. En conséquence, les ajustements souhaités au niveau des taux d'intérêt réels pourraient être limités comme le suggère l'exemple du Japon. Il est également important de bien expliquer et de bien communiquer un changement de cible. La BoJ pourrait mettre davantage l'accent sur le retard qu'elle a pris par rapport à sa cible et pourrait mieux quantifier l'inflation qu'elle souhaite récupérer au cours des prochaines années. Finalement, les banques centrales doivent jouir d'une forte crédibilité avant d'opter pour un tel changement de cible. Cela exige notamment une bonne feuille de route et tous les outils nécessaires pour générer des pressions inflationnistes.

La BoJ risque de devoir maintenir encore longtemps ses mesures d'assouplissement monétaire alors qu'un resserrement commence à se généraliser ailleurs dans le monde. Un retard dans la normalisation de sa politique monétaire pourrait la fragiliser advenant un nouveau choc économique d'ici quelques années. La BoJ pourrait alors avoir de la difficulté à appliquer de nouvelles mesures accommodantes.

Appliquée à d'autres pays, comme au Canada ou aux États-Unis, une cible sur le niveau des prix pourrait aggraver certains déséquilibres si les banques centrales devaient finalement se montrer plus patientes avant de resserrer leur politique monétaire. Par exemple, l'endettement des ménages pourrait devenir plus problématique et cela pourrait encourager la formation de bulles de prix dans certaines catégories d'actif. En ce sens, l'application d'une cible sur le niveau des prix semble être un pari risqué.

Hendrix Vachon, économiste principal