

#### Contributeurs

##### Jean-François Perrault

PVP et économiste en chef  
Études économiques de la Banque Scotia  
416.866.4214  
[jean-francois.perrault@scotiabank.com](mailto:jean-francois.perrault@scotiabank.com)

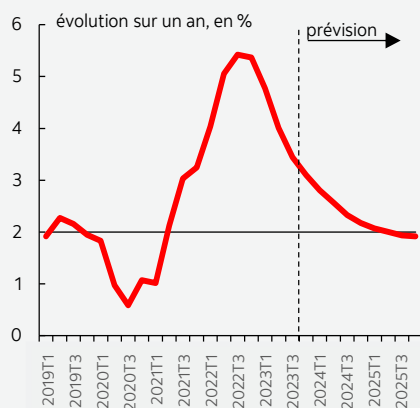
**René Lalonde**, premier directeur, Modélisation  
et prévisions économiques  
Études économiques de la Banque Scotia  
416.862.3174  
[rene.lalonde@scotiabank.com](mailto:rene.lalonde@scotiabank.com)

##### Farah Omran

Économiste principal  
Études économiques de la Banque Scotia  
416.866.4315  
[farah.omran@scotiabank.com](mailto:farah.omran@scotiabank.com)

#### Graphique 1

##### L'inflation fondamentale



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

## Le point sur l'inflation : la ligne de conduite à tenir

- Même si l'inflation mondiale a décroché de ses pics, elle reste supérieure aux cibles des banques centrales, dont la nôtre. Au Canada, l'inflation fondamentale, qui capte le mieux les tendances inflationnistes sous-jacentes de l'économie, a glissé pour passer d'un pic de 5,4 % au T3 de 2022 à 4 % au T2 de 2023. Nous nous attendons à ce qu'elle revienne sur la cible de 2 % d'ici le T2 de 2025, ce qui laisse entendre qu'elle pourrait perdre, selon les projections, 2 points de pourcentage d'ici là.
- Nous constatons que le tiers environ de cette baisse sera porté par des facteurs de l'économie intérieure qui relèvent plus de la volonté de la Banque du Canada, alors que les facteurs externes interviennent pour les deux tiers restants de cette baisse. Ce tiers, même s'il est plus modeste, représente toujours une part substantielle des dernières étapes de la lutte contre l'inflation, dont le succès dépend des efforts de la Banque du Canada.
- Dans ce contexte, la crédibilité dans la cible de 2 % de la Banque du Canada est plus importante que jamais. La Banque du Canada et les Canadiens ne peuvent se permettre un autre recul de crédibilité et le désarrimage des attentes inflationnistes, ce qui rendrait plus difficile la tâche de la Banque du Canada et ce qui donnerait lieu à des résultats inflationnistes et économiques encore pires.

Dans les deux dernières années, les banques centrales du monde ont lutté contre des rythmes d'inflation nettement supérieurs à leur cible. Elles ont haussé considérablement les taux d'intérêt afin de ralentir l'activité économique et de ramener l'inflation sur les cibles. Même si l'inflation a décroché de ses pics, elle reste supérieure aux cibles des banques centrales, dont la nôtre. Dans cette note, nous nous penchons sur les facteurs qui expliquent le reliquat de la baisse de l'inflation canadienne vers sa cible de 2 % d'ici 2025, ainsi que les incidences sur la crédibilité à court terme pour le succès remporté par la Banque du Canada dans la réalisation de sa cible.

La Banque du Canada fait appel à un certain nombre d'indicateurs de l'inflation « fondamentale », destinés à faire abstraction des variations mensuelles volatiles des prix afin de mieux évaluer les mouvements de prix sous-jacents dans l'économie. Comme nous l'expliquons dans l'appendice, nous sondons les indicateurs fondamentaux qui captent le mieux les tendances inflationnistes sous-jacentes et qui produisent la prévision la plus exacte de l'inflation de synthèse — cible officielle de la Banque du Canada. Nous constatons que l'IPC de base, hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, est le meilleur indicateur pour prévoir l'inflation totale, tout en offrant l'avantage supplémentaire d'être le plus intuitif — ce qui permet plus facilement aux ménages et aux marchés de communiquer et d'analyser les données. C'est pourquoi nous utilisons, dans cette note, l'indicateur de l'inflation fondamentale.

L'inflation fondamentale a glissé pour passer d'un pic de 5,4 % au T3 de 2022 à 4 % au T2 de 2023. Jusqu'à maintenant, ce glissement est attribuable à toutes sortes de facteurs essentiellement externes, dont la baisse des cours internationaux du pétrole au cours de cette période, la normalisation des chaînes logistiques mondiales et la régression de l'inflation américaine. Selon nos prévisions actuelles, l'inflation fondamentale devrait revenir sur la cible d'ici le T2 de 2025, ce qui laisse entendre qu'elle doit perdre 2 points de pourcentage d'ici là. Nous prévoyons que le tiers environ de cette baisse sera porté par des facteurs de l'économie intérieure, alors que les facteurs externes en expliqueront les deux autres tiers, ce qui laisse entendre qu'une part substantielle des dernières étapes de la lutte contre l'inflation retombe sur les épaules de la Banque du Canada. Dans ce contexte, la crédibilité dans la cible de 2 % de la Banque du Canada est plus importante que jamais : un nouveau recul de la crédibilité et le désarrimage des attentes inflationnistes rendraient plus difficile la tâche de la Banque du Canada et donneraient lieu à de pires résultats inflationnistes et économiques.

### À L'APPROCHE DU FIL D'ARRIVÉE DANS LA LUTTE CONTRE L'INFLATION : LES FACTEURS QUI POURRAIENT PORTER LE RESTE DE LA BAISSE

Dans cette section, nous décomposons dans ses constituantes le parcours prévu de l'inflation fondamentale. Autrement dit, nous tâchons de mesurer les apports des différents facteurs de l'inflation dans nos modèles en fonction de la baisse projetée de l'inflation vers sa cible de 2 %, en

départageant ces facteurs dans deux catégories (les facteurs externes et les facteurs de l'économie intérieure), en tenant compte des facteurs liés à l'offre, mesurés grâce à l'indice des livraisons des fournisseurs aux directeurs des achats, en les répartissant également entre les deux catégories<sup>1</sup>. L'objectif de cette démarche consiste à évaluer l'importance du reliquat de la réduction de l'inflation qui retombe sur les épaules de la BdC du fait de sa capacité à impacter les facteurs intérieurs de l'inflation par rapport aux facteurs externes, qui échappent à sa volonté.

Selon nos [prévisions](#) de base de juillet, l'inflation fondamentale regagne la cible de 2 % au T2 de 2025, ce qui laisse entendre qu'elle doit baisser, selon les projections, de 2 points de pourcentage entre le T2 de 2023 et le T2 de 2025 (graphique 1). Nos résultats (résumés dans le tableau 1) laissent entendre que le tiers environ de cette baisse sera porté par les facteurs de l'économie intérieure, alors que les facteurs externes représenteront les deux tiers restants de ce recul.

Les facteurs externes comprennent l'inflation américaine, qui est un quasi-indice de l'inflation internationale importée au Canada, des cours du pétrole et des contraintes de l'offre à l'international. Les facteurs de l'économie intérieure comprennent l'écart de production, le taux de change, le coût unitaire de la main-d'œuvre pour mesurer les pressions sur les salaires de l'économie intérieure, ainsi que les contraintes de l'offre intérieure.

En outre, nous tenons compte de l'effet de la hausse de taux de la Banque du Canada en juillet comme facteur intérieur du déclin projeté de l'inflation, que nous considérons comme une garantie contre d'autres surprises à la hausse de l'inflation. Il faut rappeler qu'en juillet, nous avons [fait état](#) des risques haussiers potentiels importants des perspectives inflationnistes et des coûts démesurés qu'ils entraîneraient pour les ménages et pour l'économie s'ils devaient se matérialiser. C'est pourquoi nous nous attendions à ce que la banque centrale hausse une fois de plus les taux en juillet, par opposition à l'intervention pure de notre modèle, dans laquelle nous ne pensions pas qu'il était nécessaire de hausser une nouvelle fois les taux et dans lequel nous avons constaté que le taux directeur baissait plus rapidement que dans notre scénario référentiel. Nous avons considéré que cette hausse supplémentaire et une nouvelle hausse pour le profil à plus long terme du taux directeur constituaient une garantie nécessaire contre la matérialisation des risques de hausse de l'inflation, ce qui pourrait effriter la crédibilité et déroger encore plus des attentes inflationnistes par rapport à la cible et ce qui obligerait ensuite à décréter d'autres hausses pour assurer le ralentissement nécessaire afin de ramener l'inflation sur la cible. Nous avons estimé qu'en retranchant cette garantie, le résultat inflationniste perdrait 0,1 point de pourcentage en 2025 par rapport au scénario dans lequel la BdC adopterait l'intervention pure de notre modèle et abdiquerait sans pratiquer de hausses en juillet.

Puisque le tiers du reste de la baisse obligatoire de l'inflation devrait être porté par des facteurs de l'économie intérieure, une part substantielle de la lutte contre l'inflation retombe toujours sur les épaules de la Banque du Canada. Dans ce contexte, la crédibilité est plus importante que jamais : s'il y a effritement de cette crédibilité et que les agents perdent confiance dans la cible de 2 % de la Banque du Canada et que les attentes inflationnistes sont désarrimées, les résultats inflationnistes et économiques seraient encore bien pires.

Dans la section suivante, nous analysons les incidences de la crédibilité pour le succès remporté par la BdC dans les efforts qu'elle consacre pour ramener l'inflation sur sa cible de 2 %.

## LA CRÉDIBILITÉ, LES ATTENTES INFLATIONNISTES ET LES INCIDENCES POUR LA LUTTE CONTRE L'INFLATION

Dans la courbe de Phillips de notre estimation, les attentes inflationnistes sont fonction de la cible de l'inflation, de l'inflation passée et de l'inflation projetée. Comme dans le modèle [2005 de Lalonde](#) et dans une [note](#) antérieure, nous laissons évoluer le poids qui pèse sur la cible inflationniste en fonction du temps : ce poids fluctue entre 0 et 1 d'après le comportement récent et le comportement attendu de l'inflation. Plus l'inflation passée et l'inflation projetée sont proches de la cible, plus le poids variant dans le temps sur la cible est à 1 et plus la probabilité que les agents considèrent que la capacité de la Banque d'atteindre sa cible dans les deux prochaines années est élevée. Il faut noter que le poids variant dans le temps ne dit rien de la crédibilité et du succès à long terme de la Banque quand il s'agit de ramener l'inflation sur la cible. Il s'agit d'un poids variant dans le temps sur la cible inflationniste dans les attentes inflationnistes.

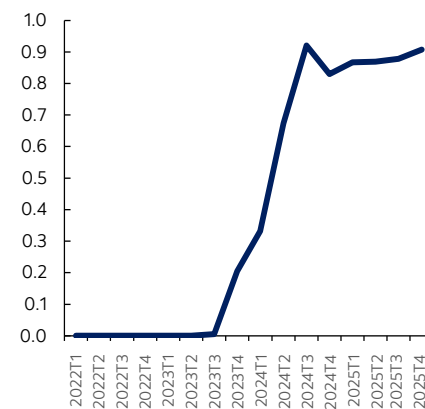
Jusqu'au T3 de 2023, le poids variant dans le temps sur la cible s'est chiffré à zéro parce que l'inflation était tellement élevée que la cible de la BdC a perdu de sa crédibilité à court terme (graphique 2). Au T3 de 2023, quelques trimestres après que l'inflation ait commencé à se normaliser à la baisse, le poids sur la cible a

Tableau 1 : La décomposition de la baisse de l'inflation fondamentale	
T2 2023-T2 2025	
<b>Facteurs externes</b>	
Inflation américaine	-1.1 %
Pétrole	0.0 %
Contraintes de l'offre	-0.2 %
<b>Facteurs de l'économie intérieure</b>	
Écart de production	-0.2 %
Taux de change	0.0 %
Coût unitaire de la main-d'œuvre	-0.2 %
Contraintes de l'offre	-0.2 %
Hausse de taux en garantie de la BdC	-0.1 %
<b>Total</b>	<b>-2.0 %</b>

Source : Etudes économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

### Le poids variant dans le temps sur la cible de 2 % de la BdC



Sources : Etudes économiques de la Banque Scotia.

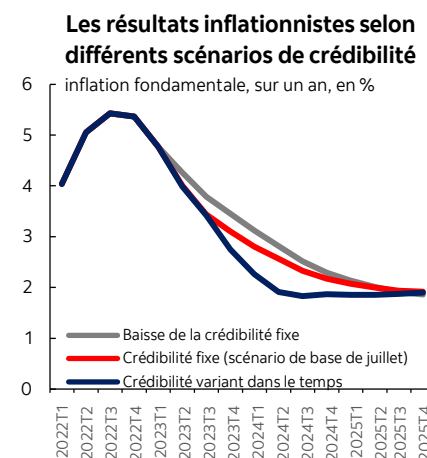
<sup>1</sup> Dans l'évaluation de la proportion des facteurs liés à l'offre qui ont un caractère intérieur plutôt qu'externe, nous menons une régression simple pour estimer la mesure dans laquelle l'indice canadien des livraisons des fournisseurs s'explique par son pendant américain, qui sert de quasi-indice pour les contraintes internationales. On considère que le résiduel de cette estimation capte la part des variations de l'indice canadien attribuables à des facteurs de l'économie intérieure. Nous constatons qu'avant la COVID-19, toutes les variations de l'indice canadien sont captées par le résiduel, alors que dans la période qui a suivi la COVID-19, la moitié de la variation s'explique par les facteurs de l'économie intérieure, par le résiduel et par l'autre moitié des facteurs externes.

commencé peu à peu à augmenter lorsque la cible de la BdC a commencé à regagner une partie de sa crédibilité à court terme. Nous prévoyons que ce poids oscillera aux alentours de 0,9 en 2025, et l'inflation devrait alors avoir regagné sa cible de 2 %.

Cette augmentation de la crédibilité à long terme donne de meilleurs résultats inflationnistes que le scénario de base de juillet, dans lequel la courbe de Phillips faisait état d'un poids fixe et exogène sur la cible de 2 %. C'est ce qu'on peut constater dans le graphique 3, pour la période au cours de laquelle le poids variant dans le temps sur la cible augmente, l'inflation baisse plus rapidement (ligne bleue) par rapport au scénario de base de juillet (ligne rouge), même si elle suit le même parcours que celui du taux directeur. La ligne grise représente un scénario dans lequel le poids fixe sur la cible est inférieur à celui du scénario de base de juillet (d'un tiers), et comme escompté, cet effritement de la crédibilité donne lieu à des résultats inflationnistes pires pour le même parcours du taux directeur, puisque les attentes sont moins arrimées à la cible de 2 %.

Lorsque la crédibilité est endogène et tant que l'inflation converge sur la cible, il y a un gain de crédibilité qui vient encore aider la BdC dans sa lutte contre l'inflation — ce qui facilite la tâche de la BdC dans la réalisation de la cible de 2 %, puisqu'on obtient un taux d'inflation inférieur pour le même parcours du taux directeur. Par contre, si la crédibilité s'effrite, il y aura un risque de hausse des prévisions inflationnistes en raison d'un affaïssement dans la transmission de la politique monétaire, ce qui laisserait entendre que les résultats inflationnistes et économiques empireraient, puisque l'inflation augmenterait pour le même taux directeur ou qu'il faudrait adopter une politique monétaire plus ambitieuse, ce qui donnerait lieu à un ralentissement économique plus brusque, pour atteindre le même résultat inflationniste. Compte tenu de la part substantielle du reliquat de la baisse de l'inflation qui repose sur la Banque du Canada à ramener l'inflation sur sa cible de 2 % d'ici 2025. C'est pourquoi durcir le ton aujourd'hui pour s'assurer que les attentes inflationnistes sont arrimées pourrait être considéré comme une garantie nécessaire contre l'effritement de la crédibilité et, partant, des résultats inflationnistes et économiques pires encore.

Graphique 3



Sources : Etudes économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

## APPENDICE : LES INDICATEURS DE L'INFLATION FONDAMENTALE — RETOUR À L'ESSENTIEL

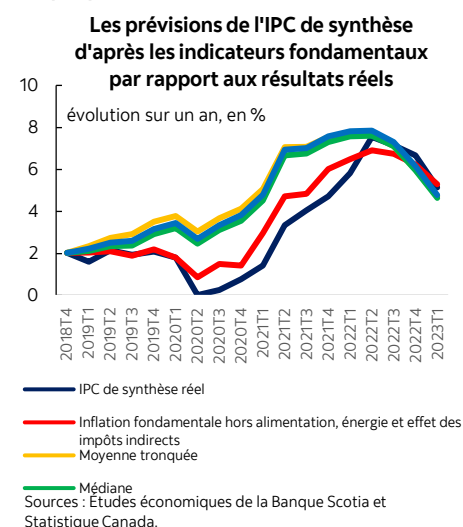
Les indicateurs de l'inflation fondamentale comprennent la moyenne tronquée (qui tronque les extrémités en queue de la distribution des changements de prix), la médiane pondérée (qui correspond à l'évolution des prix dans le 50<sup>e</sup> percentile de la distribution), ainsi que l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects.

En juin 2021, à l'époque où l'inflation s'emballait, nous **avons sondé** ces indicateurs fondamentaux pour connaître celui qui permettait le mieux de capter les tendances inflationnistes sous-jacentes — soit l'indicateur qui produit la prévision la plus exacte de l'inflation totale, cible des efforts de la Banque du Canada. Nous avons constaté que l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects était le meilleur indicateur pour prévoir l'inflation totale, tout en offrant l'avantage d'être le plus intuitif — ce qui permet plus facilement aux ménages et aux marchés de communiquer et de l'analyser. Nous reprenons cet exercice ici pendant que la décélération de l'inflation et nous constatons que cet indicateur fondamental est toujours le baromètre fondamental le plus exact dans la prévision de l'inflation de synthèse.

Comme nous l'avons fait la dernière fois, nous commençons par estimer les courbes de Phillips pour les différents indicateurs de l'inflation fondamentale, en établissant le lien entre les taux d'inflation sur un an et les indicateurs de la mollesse économique et des autres fondamentaux de l'économie. Nous faisons appel à ces courbes de Phillips pour prévoir l'inflation fondamentale. Nous estimons ensuite une équation charnière établissant le lien entre chacun des indicateurs fondamentaux et l'inflation totale, ce qui nous permet de savoir laquelle de ces prévisions fondamentales donne la prévision la plus exacte de l'inflation totale. Pour ce faire, nous menons des simulations dynamiques dans lesquelles l'inflation fondamentale et l'inflation totale font l'objet de prévisions conjointes dans les annales. Il s'agit d'un sondage statistique plus difficile à réussir pour le rendement des prévisions comparativement à une approche de prévisions intraéchantillon qui dépend de l'inflation totale observée.

Le graphique A1 fait état des prévisions de l'IPC total générées par chacune des prévisions fondamentales (moyenne tronquée, médiane pondérée, moyenne des deux et IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects), de concert avec l'IPC total réel observé. Si tous les indicateurs fondamentaux ont des performances prévisionnelles comparables pendant la décélération de l'inflation à partir du T3 de 2022, la prévision de l'inflation totale générée par l'indicateur fondamental de l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects est le grand gagnant par rapport à l'ensemble de l'échantillon. C'est en raison de ce résultat que nous nous servons de cet indicateur de l'inflation fondamentale dans cette note.

**Graphique A1**



Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

**Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.**

<sup>MD</sup> Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont

Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.