

Un remède pire que la maladie?

Pour mieux comprendre l'inflation
et ce qu'il faut y faire

Par Jim Stanford,
économiste et directeur du
Centre for Future Work, Vancouver

Avec une préface de Bea Bruske,
présidente du Congrès du travail du Canada

Centre for
FutureWork



CONGRÈS DU TRAVAIL DU CANADA

OCTOBRE 2022

Table des matières

Préface _____	1
Introduction _____	3
Le diagnostic classique : causes de l'inflation et remèdes _____	6
Un meilleur diagnostic : comprendre l'inflation post-COVID _____	10
Les conséquences du diagnostic erroné : avant tout, ne pas causer de tort _____	21
Un meilleur plan de traitement : stratégie globale et équilibrée de lutte contre l'inflation _____	25
Conclusion _____	30

Préface

Par **Bea Bruske**

En tant que voix des travailleurs et travailleuses du Canada, le Congrès du travail du Canada (CTC) milite en faveur de bons emplois et de conditions de travail sécuritaires dans une économie favorable à tous. C'est un privilège de représenter plus de 3 millions de personnes syndiquées des secteurs tant privé que public. Cela me donne l'occasion de constater au quotidien le rôle crucial que les travailleurs et travailleuses et les syndicats qui les représentent jouent dans l'économie canadienne.

On peut facilement être dérouteré par les chiffres que présentent toutes les nouvelles au sujet de l'inflation et de l'économie. Mais il ne faut jamais oublier que notre économie repose sur des personnes et non sur des données. La hausse des prix des aliments et des taux d'intérêt sur les prêts, hypothécaires et autres, et les cartes de crédit met les travailleurs et travailleuses et les familles en difficulté. Les familles à revenu faible ou moyen ont de plus en plus de mal à joindre les deux bouts.

Les décideurs de la Banque du Canada et du gouvernement sont appelés à faire des choix difficiles qui influenceront directement le bien-être de la population canadienne pour des années. Nous devons freiner l'inflation, mais aussi les effets de la hausse des taux d'intérêt sur les individus et l'économie. Pendant qu'ils s'efforcent de réduire l'inflation, les décideurs doivent tenir compte de toutes les conséquences de leurs décisions pour les gens.

Nous entendons depuis trop longtemps des discours faits de mauvaise foi au sujet des causes de l'inflation. Certaines personnes soutiennent que les dépenses publiques, qui ont aidé les gens à survivre à la pandémie, causent l'inflation. Ce discours est délibérément faussé. Et c'est pourquoi nous trouvons qu'il importe à ce stade de rappeler aux décideurs que la majoration des taux d'intérêt intérieurs ne peut pas aider à contrôler les prix des aliments et de l'essence ou à lutter contre les tensions imposées par la COVID aux chaînes d'approvisionnement mondiales ou les effets de la guerre



injuste livrée à l'Ukraine par la Russie.

Le 26 octobre, la Banque du Canada fera une annonce sur sa prochaine hausse de taux d'intérêt et publiera son Rapport sur la politique monétaire. La Banque annoncera si elle continuera à procéder à de rapides hausses des taux ou si elle prendra plutôt le temps de mieux évaluer les effets de ses actions, et du resserrement monétaire dans d'autres pays, avant d'aller plus loin. Un des facteurs cruciaux de sa décision doit être une évaluation lucide des vrais coûts d'une récession provoquée par nos politiques. Le Canada a déjà haussé ses taux davantage et plus rapidement que tout autre pays membre du G7. C'est pourquoi nous soutenons que la Banque du Canada ne devrait pas s'obstiner à hausser de nouveau les taux, et risquer de causer une dangereuse récession, avant d'avoir bien vu tous les effets des mesures déjà prises. Marquons une pause pour sauver des emplois canadiens.

Il ne fait aucun doute que les récessions n'ont rien de bon. Toute récession cause la perte de centaines de milliers d'emplois. Elle cause des faillites et des défauts de paiement hypothécaire. Une récession ferait baisser les salaires – qui accusent déjà un grand retard par rapport à l'inflation – et se trouverait à rendre définitive la réduction de la valeur réelle des salaires. Si les décisions sur la politique monétaire de notre pays déclenchent inutilement une récession, cela nuira aux gens pour des années, et nous savons que les personnes qui ont des emplois précaires et de bas salaires, et particulièrement les femmes et les personnes autochtones, racialisées et nouvellement immigrées, seront les plus durement frappées. Nous aurions tort d'employer une récession dommageable en tant qu'outil de politique pour réduire l'inflation, faisant ainsi payer aux Canadiennes et Canadiens ordinaires le prix d'une crise qu'ils n'ont pas causée.

Les décideurs de la Banque du Canada ne doivent pas adopter une politique monétaire selon une méthode vieille de nombreuses décennies pour régler la crise économique de 2022. Si la forte inflation n'est nullement attribuable aux travailleurs et travailleuses ou aux familles, on ne peut pas en dire autant des entreprises qui ont profité de leur position sur le marché pour hausser indûment les prix, beaucoup plus qu'il ne le faudrait pour couvrir l'augmentation du coût des intrants – alimentant ainsi l'inflation pour le reste d'entre nous. Il est regrettable que pendant que les décideurs de la Banque du Canada mettent en garde haut et fort contre les dangers des augmentations salariales, ils passent sous silence les répercussions des actions des entreprises profitables.

Le CTC et le Centre for Future Work publient ce rapport économique pour présenter un état lucide de la situation de notre économie, indiquer les véritables coûts d'une éventuelle récession et proposer des politiques de rechange aux décideurs de la Banque du Canada et du gouvernement.

Plutôt que de compter sur une politique monétaire démodée, les décideurs de la Banque du Canada pourraient chercher à s'attaquer à la crise de l'inflation selon une approche plus ouverte et à volets multiples. Ce n'est pas en réduisant la confiance des consommateurs et consommatrices par l'adoption de politiques nuisant au bien-être des personnes les plus vulnérables que nous bâtirons l'économie que nous souhaitons. Quand les travailleurs et travailleuses prospèrent, notre économie croît et se renforce.

Les gouvernements ont un important rôle à jouer. Nous sommes heureux des mesures prises dernièrement par le gouvernement fédéral et le NPD pour apporter une aide ciblée aux gens, mais il reste beaucoup de travail à accomplir. Les décideurs gouvernementaux doivent établir des mesures sociales, économiques et relatives au marché du travail qui peuvent aider à amoindrir les effets de la montée en flèche

du coût de la vie et des taux d'intérêt sur les familles qui ont déjà de la difficulté. Les gouvernements peuvent en outre obliger les entreprises qui ont tiré des profits faramineux de la crise de l'inflation à payer enfin leur juste part.

La réalité est que les familles sont déjà doublement frappées, par les prix élevés des biens et services essentiels et par la hausse des taux d'intérêt sur leurs dettes. Des taux encore plus élevés causant une récession attribuable aux politiques – ainsi que de massives pertes d'emplois et une baisse des salaires – feraient empirer la situation. Nous devons faire tout notre possible pour empêcher que cela se produise. Adoptons plutôt des solutions de rechange mettant le bien-être des gens au cœur des politiques monétaires et fiscales de notre pays.



Bea Bruske,
présidente du Congrès du travail du Canada

Introduction

L'économie du Canada est sous l'emprise d'un resserrement monétaire sans précédent. La Banque du Canada a relevé son taux de financement à un jour cinq fois depuis six mois, pour une augmentation totale de trois points de pourcentage entiers. Le taux directeur de la Banque a été multiplié par 13 (passant de 0,25 % à 3,25 %), et les taux hypothécaires commerciaux variables ont triplé.¹ Les autorités de la Banque ont indiqué clairement qu'il faut s'attendre à un nouveau resserrement et qu'elles n'arrêteront de resserrer qu'une fois que le taux d'inflation aura été ramené à la cible de 2 %, même si cela affaiblit grandement l'économie ou la met en récession. Par exemple, le gouverneur de la Banque, Tiff Macklem, disait dernièrement :

« Nous avons pris des mesures vigoureuses pour rétablir la stabilité des prix. Il faudra du temps pour y arriver, mais nous allons ramener l'inflation à la cible de 2 %. Nous devrions tous l'envisager. »²

Il n'a pas davantage mâché ses mots en août :

« La tâche n'est pas encore accomplie — elle ne le sera qu'une fois que l'inflation aura été ramenée à la cible de deux pour cent. »³

En juin, le sous-gouverneur Paul Beaudry a dit :

« En somme, nous ferons tout ce qu'il faut pour ramener l'inflation à deux pour cent. »⁴

La ferme résolution dont ces propos témoignent indique clairement que la Banque a l'intention de poursuivre le resserrement même si cela risque de provoquer un ralentissement économique, voire une récession. Les paroles dures sont motivées par la conviction de la Banque

(que nous soumettrons à un examen critique ci-dessous) que s'il est possible de réduire les attentes de la population canadienne à l'égard de l'inflation future, ces attentes se réaliseront – et l'inflation ralentira de façon moins pénible.

L'objectif de la Banque du Canada est de ramener l'inflation des prix à la consommation (qui était de 7,0 % sur 12 mois en août) à la cible de 2 % le plus rapidement possible. Le Canada n'a jamais vécu une désinflation de cette envergure, ni une augmentation proportionnelle aussi importante des taux d'intérêt sans vivre une récession.⁵ On peut en conclure, d'après les données historiques, qu'il est fort probable que le resserrement actuel causera une récession. Et les économistes s'entendent de plus en plus pour dire qu'une contraction économique est imminente, pour le Canada et pour l'économie mondiale.⁶ En fait, il y a de nombreuses indications (dont nous traiterons ci-dessous) qu'une récession peut avoir déjà commencé.

L'augmentation de l'inflation à mesure que l'économie mondiale reprenait après la COVID a été un phénomène mondial. Au Canada, l'inflation, bien qu'elle ait été pénible pour les travailleurs et travailleuses et les ménages à faible revenu, a été plus modérée que dans la plupart des pays industriels. Selon les données comparatives les plus récentes de l'OCDE,⁷ le taux d'inflation du Canada était inférieur de 2,6 points de pourcentage à la moyenne de l'OCDE (7,6 % du début de l'année à juillet contre 10,2 % au sein de l'OCDE); le Canada avait le 11e taux d'inflation en importance parmi 38 pays membres de l'OCDE.

1. [Le taux hypothécaire variable estimatif établi par la Banque du Canada](#) est passé d'1,29 % à 4,53 % du début de mars au 6 octobre.

2. Voir [« Rétablir la stabilité des prix pour tous les Canadiens »](#), sommaire du discours prononcé par Tiff Macklem devant la Chambre de commerce d'Halifax le 6 octobre 2022.

3. Tiff Macklem, [« We're determined to eliminate high inflation and return to our 2% target »](#), National Post du 16 août 2022.

4. Don Pittis, ["Facing up to a 'polycrisis' that the Bank of Canada may not have the tools to fix,"](#) CBC News, June 3 2022.

5. Voir David MacDonald, [« Canada's fight against inflation: Bank of Canada could induce a recession »](#), The Monitor du 5 juillet 2022.

6. Pour obtenir des prévisions canadiennes, voir Larysa Harapyn, [« Big rate hikes could push Canada into severe downturn »](#), Financial Post du 9 octobre 2022, David Rosenberg, [« A Canadian recession is 'all but set in stone »](#), Financial Post du 15 septembre 2022, et Noah Zivitz, [« RBC predicts Canada heading for recession in 2023 »](#), BNN Bloomberg, le 7 juillet 2022. À l'échelle mondiale, le FMI met en garde contre les conditions économiques les plus faibles depuis 2001; voir Stephanie Hughes, [« IMF slashes outlook as recession risk grows »](#), Financial Post du 12 octobre 2022.

7. OCDE, [« Consumer Price Index »](#), communiqué de presse statistique du 2 septembre.

Pourtant, malgré l'inflation relativement faible au Canada, la Banque du Canada a haussé plus farouchement les taux d'intérêt que les autres grandes banques centrales de l'OCDE. Comme celle de la Réserve fédérale américaine, la hausse de 3 % du taux directeur de la Banque en 2022 est la plus importante parmi les pays membres du G7 et les autres grandes banques centrales (figure 1). Pourquoi notre banque centrale poursuit-elle sa cible d'inflation avec un acharnement aussi exceptionnel, au risque de provoquer une contraction de l'ensemble de l'économie qui causera plus de tort que la maladie qu'elle est censée réprimer?

Il est ironique que cette perspective sombre de l'économie du Canada soit présentée après que le pays se soit rétabli des perturbations causées par la pandémie d'une manière qu'on ne peut qualifier que d'extrêmement réussie. Après avoir vécu, au début de la pandémie, la baisse la plus rapide et la plus marquée de l'emploi et de la production réelle qui se soit jamais produite au Canada, le pays a subi une reprise économique rapide et bienvenue à la faveur d'une combinaison de fortes mesures de protection de la santé, de généreux soutiens du revenu apportés en temps opportun, de subventions aux entreprises et salariales sans précédent et de stimulants budgétaires et monétaires. Le Canada avait rétabli les taux d'emploi et le PIB réel d'avant la COVID avant la fin de 2021, soit beaucoup plus rapidement que les économistes ne s'y attendaient. Et pour différentes raisons (y compris la restriction de l'immigration pendant la pandémie, qui a limité l'offre de main-d'œuvre), l'évolution des marchés du travail a été très positive depuis ce temps, les taux de chômage étant plus bas que jamais et la plupart des travailleurs et travailleuses ayant d'abondantes possibilités d'emploi.

Or, ce succès est compromis par les politiques adoptées par un organisme gouvernemental s'obstinant à poursuivre un objectif économique précis (le rétablissement du taux d'inflation cible) plus que tous les autres. Une récession imposerait d'énormes coûts pour de nombreuses années, des points de vue du chômage, de la production perdue, de l'accroissement des déficits, de la capacité gaspillée et des vies détruites. Qui plus est, puisque la Banque du Canada a bien fait savoir qu'elle ne baissera pas les bras tant que l'inflation n'aura pas été ramenée à la cible, il est peu probable que la récession soit courte. Nous risquons de voir la Banque continuer à hausser les taux d'intérêt à mesure que l'économie se contracte. La stabilité financière

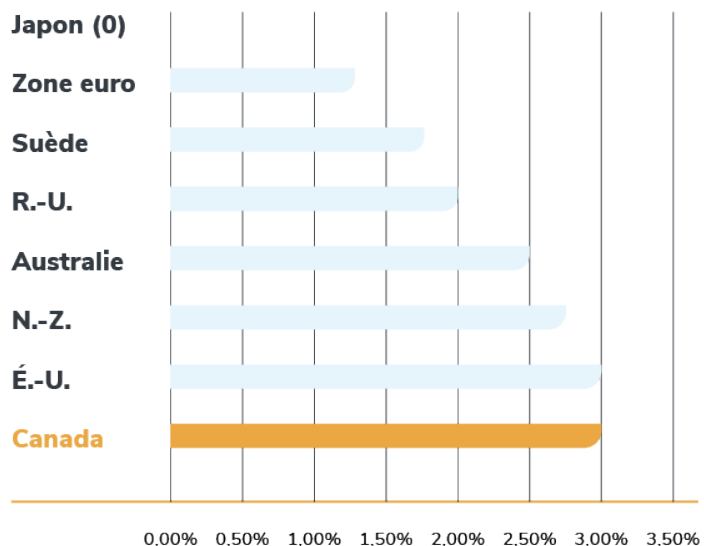


Figure 1. Hausses de taux des banques centrales en 2022

Compilation par l'auteur des données présentées sur les sites Web des banques centrales.

a déjà été mise à rude épreuve par les effets du choc mondial des taux d'intérêt (comme en témoignent de façon dramatique les événements récents survenus au Royaume-Uni), de telle sorte qu'une récession causerait vraisemblablement des ruptures encore plus profondes dans le système financier, la viabilité des entreprises et la confiance.

On ne sait pas, au juste, s'il a été tenu dûment compte des compromis possibles entre la réduction de l'inflation et d'autres objectifs économiques. On ne sait même pas si les interventions de la Banque du Canada cadrent avec son mandat révisé, mis en œuvre à peine l'année dernière par le gouvernement fédéral, qui ordonne à la Banque de poursuivre à la fois un « niveau d'emploi durable maximal » et le maintien de l'inflation à un niveau stable.⁸

L'actuel épisode d'inflation diffère fondamentalement de ce que nous avons vécu pendant les années 1970 et 1980 et qui a donné lieu au régime actuel de lutte contre l'inflation. Il y a de nombreuses raisons de mettre en doute l'efficacité de l'application zélée actuelle de politiques stratégiques établies en réponse aux conditions qui existaient il y a plusieurs décennies. Les actions de la Banque du Canada devraient être évaluées, notamment par le gouvernement auquel elle

8. Voir la [Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement du cadre de politique monétaire](#), le 13 décembre 2021.

doit répondre. L'indépendance opérationnelle de la Banque ne lui donne pas la latitude de poursuivre résolument un objectif choisi en dépit des dommages collatéraux. La Banque devrait commencer par interrompre son resserrement monétaire et ensuite maintenir les taux d'intérêt à leur niveau actuel le temps d'évaluer les effets des relèvements déjà effectués (qui mettent habituellement d'une à deux années pour se faire pleinement sentir), permettre au reste du monde de nous « rattraper » et étudier et mettre en œuvre des mesures complémentaires (y compris celles d'autres organes du gouvernement) pour réduire l'inflation, protéger la population canadienne contre ses effets et soutenir l'emploi et la production. Entre-temps, le gouvernement doit jouer un rôle plus proactif dans l'atténuation des causes fondamentales de l'inflation actuelle (qui n'ont pas grand-chose à voir avec le discours classique) et prendre des mesures allégeant les pressions inflationnistes en même temps qu'elles aident au travail et à la production constituant le principal facteur déterminant de la prospérité de la population canadienne.

Le présent document porte sur l'interprétation classique de l'inflation : elle est causée par une demande excessive découlant principalement du marché du travail et elle peut être contrôlée par des relèvements des taux d'intérêt. Il présente des preuves selon lesquelles cette analyse classique explique mal l'inflation postpandémique actuelle et les réponses ayant trait aux politiques qui s'ensuivent sont inappropriées. Il énumère les nombreux risques que comporte la poursuite obstinée d'une cible d'inflation en haussant les taux d'intérêt. Il présente ensuite une approche plus pluridimensionnelle et plus équilibrée de lutte contre l'inflation – approche qui fait appel à d'autres leviers de l'appareil gouvernemental (plutôt que seulement la Banque du Canada) et qui vise une combinaison plus favorable de taux d'emploi élevés et de prix stables.

Le diagnostic classique :

causes de l'inflation et remèdes

La Banque du Canada justifie ses rajustements très marqués des taux d'intérêt en se fondant sur une analyse classique de l'inflation et de la politique monétaire, qui oriente ses actions depuis trois décennies (depuis la mise en œuvre du régime canadien des cibles d'inflation en 1991). Le modèle repose sur l'hypothèse que si l'activité économique est maintenue à un niveau approprié, défini en tant que « capacité » de l'économie,⁹ l'inflation n'augmentera ni ne diminuera pas. Il y a un bon nombre de taux d'inflation stables auxquels l'économie peut tourner à plein régime; la fixation de cibles d'inflation vise à établir un taux d'inflation bas jugé « optimal » et ensuite à gérer le niveau global de l'activité économique de manière à maintenir ce taux.

Au Canada, ce taux optimal a été fixé arbitrairement à 2 %. Reconnaissant la variabilité inhérente de l'inflation et des conditions économiques, la Banque prévoit une marge de plus ou moins un point de pourcentage autour de cette cible, mais elle s'efforce d'atteindre la cible en moyenne. Une augmentation de l'inflation est prévue quand l'économie est poussée au-delà de son potentiel parce que la demande de biens et de services dépasse sa capacité de les produire. En pareil cas, il faut rapidement réduire le pouvoir d'achat (demande globale) en haussant les taux d'intérêt afin d'amenuiser la tendance à la hausse des prix. La Banque espère que si les attentes des agents économiques (entreprises, consommateurs et consommatrices et travailleurs et travailleuses) sont maintenues (ou ancrées) près de la cible (principalement grâce à la réputation de la Banque à atteindre celle-ci), l'inflation sera rapidement ramenée à la cible après toute perturbation temporaire découlant de chocs économiques imprévisibles. Cependant, si l'on permet à l'inflation de déborder la marge de la cible pour une très longue période, les agents économiques (entreprises, consommateurs et consommatrices et travailleurs et travailleuses) en viendront à s'attendre à un taux d'inflation plus élevé, et leur attente se réalisera. Même si l'économie reprend le niveau de rendement approprié (la soi-disant capacité ou sa « production potentielle »), l'inflation sera bloquée au taux plus élevé prévu. C'est pour cela que la Banque s'empresse tant de répondre rapidement et énergiquement à l'inflation actuelle dépassant la cible et de tenter de convaincre la population canadienne que ses

actions ramèneront rapidement l'inflation au niveau de la cible. Cela explique les fortes hausses des taux d'intérêt d'entrée de jeu, qui visent à transmettre à la population canadienne un message fort selon lequel le taux d'inflation baissera rapidement. Un peu comme dans « Jusqu'au bout du rêve », si les Canadiennes et Canadiens croient que l'inflation va diminuer d'un moment à l'autre (et que cette croyance est renforcée par la campagne intensive de communication de la Banque avec le public), c'est censé suffire à ramener l'inflation à la cible plus rapidement et de façon moins pénible.

Officiellement, cette approche est couramment décrite dans une théorie appelée « courbe de Phillips enrichie ».¹⁰ Cette théorie est née au cours des années 1970 en réponse à l'inflation persistante qui a découlé partiellement de rapides augmentations salariales et qui est demeurée forte malgré le taux de chômage élevé (c'est ce qu'on appelle la stagflation). Sous sa forme antérieure de l'après-guerre, la courbe de Phillips posait comme postulat un rapport fort et stable entre l'inflation et le taux de chômage. Mais ce rapport a semblé se dégrader pendant les années 1970. Les économistes (dirigés par Milton Friedman et Edmund Phelps) ont répondu en commençant à incorporer des attentes (anticipations) à leurs théories. Ils ont laissé entendre qu'il y avait un taux de chômage particulier (d'abord appelé « taux naturel » de chômage et plus tard rebaptisé taux de chômage à inflation stationnaire ou TCIS) cadrant avec une inflation stable. L'inflation changera si le taux de chômage réel varie par rapport au niveau où l'inflation est stable, accélérant si le taux de chômage est trop bas et ralentissant s'il est trop élevé. Ce niveau de chômage à inflation stable a fini par être considéré comme un genre de plein emploi, même s'il comporte habituellement beaucoup de chômage et de sous-emploi. Tout niveau d'inflation peut cadrer avec un niveau de chômage à inflation stationnaire,¹¹ mais il vaut mieux que le taux d'inflation stable soit bas (une légère inflation est acceptable pour fluidifier la variation de prix relatifs dans l'ensemble de l'économie, mais les économistes n'ont jamais réussi à expliquer pourquoi 2 % serait un taux « optimal »).

9. Selon cette interprétation, la « capacité » n'est pas une limite physique du rendement potentiel de l'économie mais plutôt de ce qui peut être produit (selon les arrangements institutionnels en vigueur) en maintenant un taux d'inflation stable.

10. Pour lire un exposé typique, voir Laurence Ball et Sandeep Mazumder, A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment, document de travail WP/15/39 du FMI, 2015.

11. Géométriquement parlant, la courbe de Phillips à long terme est une ligne verticale au taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS).

Les attentes à l'égard de l'inflation répondent à la variation de l'inflation effective avec un certain retard (si l'on tient pour acquis que les agents économiques tirent des leçons de l'expérience vécue pour rajuster leurs attentes). Il s'ensuit que le taux d'inflation à tout moment donné (π) égalera le taux d'inflation attendu (π^e), moyennant un rajustement en fonction de l'écart entre le chômage réel (u) et le TCIS (u^*) et d'un facteur de choc ou d'erreur aléatoire (ε) :

$$\pi = \pi^e + \alpha (u - u^*) + \varepsilon$$

Le paramètre α indique à quelle vitesse la fluctuation du chômage influence l'inflation; c'est un nombre négatif (puisque le chômage supérieur au TCIS réduira l'inflation).

La théorie, les preuves empiriques et les pratiques relatives aux politiques de ce modèle ont été fortement critiquées.¹² Les efforts faits pour cerner et mesurer le TCIS (u^*) ont toujours été infructueux, et les suppositions des décideurs sur le niveau du TCIS changent sans cesse – ce qui rend le concept très peu utile aux fins de l'établissement de politiques.¹³ La faible réaction de l'inflation au niveau de chômage au cours de périodes prolongées porte à douter de l'existence de tout taux de chômage « naturel » magique. Il semble plutôt que des taux de production et d'emploi élevés ou bas puissent être tout à fait compatibles avec une inflation stable. Cela porte à croire que les décideurs devraient tenter d'orienter délibérément l'économie vers un équilibre où le taux d'emploi serait élevé plutôt que bas.

Tirant des leçons de ces critiques, il est indéniable que les banques centrales ont assoupli leurs régimes de cibles d'inflation avec le temps, particulièrement après la crise financière mondiale de 2008-2009. À bien des occasions, la Banque du Canada a pris des actions (y compris diverses formes de stimulants monétaires, même quand l'inflation se trouvait dans la marge de la cible) qui n'étaient pas justifiées de façon évidente par le cadre d'établissement des cibles d'inflation.¹⁴ Néanmoins, l'application de la théorie de l'inflation découlant des attentes à une économie réelle qui ne peut pas dépasser de façon soutenue un certain niveau de chômage optimal ressemblant au TCIS demeure la base de l'approche de gestion de l'inflation prédominante au Canada,

comme dans la plupart des autres pays industriels, depuis trois décennies. Et depuis un an, la Banque du Canada (comme bon nombre, sinon la totalité, des autres banques centrales) a recommencé à suivre la recette classique avec un regain de zèle.

Il est important de constater que l'analyse classique de l'inflation (et les politiques de ciblage qui en découlent) est fondée sur plusieurs hypothèses critiques mais peu réalistes :

- Les tensions Inflationnistes tiennent à l'excès de pouvoir d'achat (demande globale) lié d'abord et avant tout à une surchauffe du marché du travail.
- Le rajustement des taux d'intérêt globaux peut ramener l'économie à son niveau de rendement du TCIS.
- Dans l'économie réelle, les marchés compétitifs et les prix relatifs souples permettent de voir à ce que les ressources soient affectées de manière optimale et entièrement utilisées. Cela s'applique au marché du travail où les salaires flexibles facilitent une correspondance efficace entre l'offre et la demande de main-d'œuvre (une fois les attentes d'inflation stabilisées).
- Puisqu'il n'y a aucun compromis à faire entre l'inflation et le chômage à long terme, le mieux que la banque centrale puisse faire est de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable et de laisser l'économie réelle s'adapter à son véritable équilibre optimal.
- Les attentes à l'égard de l'inflation ne font que « couvrir » le véritable équilibre déterminé par le marché. Ces attentes se réalisent d'elles-mêmes parce que les marchés compétitifs rétabliront le même véritable équilibre (où le chômage se trouve au TCIS) quel que soit le taux d'inflation. Si les travailleurs et travailleuses, par exemple, s'attendent à un taux d'inflation de 5 %, ils recevront automatiquement des augmentations salariales de 5 % – pour que les salaires réels continuent de correspondre au véritable équilibre entre l'offre et la demande déterminé par le marché du travail concurrentiel.

12. Voir, par exemple, Mark Setterfield, Daniel Gordon et Lars Osberg, « Searching for a Will o'the Wisp: An Empirical Study of the NAIRU in Canada », *European Economic Review* 36(1), 1992, pp. 119-136; David Ratner et Jae Sim, « Who Killed the Phillips Curve? A Murder Mystery », U.S. Federal Reserve Board of Governors, Finance and Economics Discussion Series 2022-028, 2022; Joseph E. Stiglitz, « Where modern macroeconomics went wrong », *Oxford Review of Economic Policy* 34(1-2), 2018, pp. 70-106. et David Richardson, *Tolerate Unemployment, but Blame the Unemployed: The Contradictions of NAIRU Policy-Making in Australia*, Centre for Future Work, 2019.

13. Il a été prouvé pendant les années 1990 et 2000 que le chômage pouvait être ramené bien en-deçà de ce qui pouvait être considéré comme le TCIS sans que cela accélère l'inflation; les défenseurs de la théorie ont expliqué ce fait par le raisonnement circulaire selon lequel le TCIS lui-même avait changé.

14. La Banque a soutenu, selon un raisonnement circulaire semblable, qu'elle cherchait à orienter l'économie vers sa « capacité » afin de protéger la cible d'inflation à long terme (même si l'inflation était déjà compatible avec cette cible).

Toutes ces hypothèses sont extrêmes et peu réalistes. Les causes possibles de l'inflation sont nombreuses; elles ne comprennent pas que la demande excédentaire et la surchauffe du marché du travail. L'inflation peut découler de problèmes associés à l'offre, du pouvoir de certains agents sur le marché ou des politiques de réglementation. Les rajustements de taux d'intérêt peuvent ne pas être des moyens efficaces d'amener l'économie à tourner à plein régime ou de modifier l'inflation – particulièrement si celle-ci est causée par des facteurs autres que la demande excédentaire. Même si le taux d'inflation est bas et stable, l'économie n'établira pas automatiquement un niveau optimal d'emploi et de production. Les décideurs ont pour responsabilité d'orienter activement l'économie vers une situation où les niveaux d'emploi, de revenu et de productivité sont plus élevés; les forces du marché ne le feront pas à elles seules. En dernier lieu, les attentes des individus à l'égard de l'inflation ne leur donnent pas le pouvoir de donner suite à ces attentes (par exemple en exigeant et obtenant des augmentations salariales qui compensent entièrement l'inflation prévue). Pour toutes ces raisons, la théorie classique sur laquelle sont fondées les cibles d'inflation n'est pas fiable – d'autant moins si l'inflation est clairement causée par des facteurs exceptionnels (principalement liés à la pandémie) qui n'ont jamais été mentionnés dans le modèle classique.

Les partisans du régime des cibles d'inflation signalent qu'il semble avoir été fructueux au Canada et dans d'autres pays pendant la majeure partie des trois décennies qui ont précédé la pandémie de la COVID; l'inflation est demeurée près de la cible au cours de presque toute cette période. En rétrospective, cela peut être attribuable à des facteurs autres que le régime des cibles d'inflation. Les effets déflationnistes de l'importation de marchandises à bas coût de Chine et d'autres marchés émergents et la réduction soutenue du coût de production unitaire résultant de la diminution à long terme de la part du PIB que représente le travail ont nettement contribué à réduire l'inflation pendant la période en question – mais on ne peut pas compter sur ces facteurs pour ce qui est de continuer à jouer ce rôle. De plus, le maintien de taux d'intérêt extrêmement bas pendant de nombreuses années après la crise financière mondiale de 2008-2009 souligne les limites du rôle des rajustements de

taux d'intérêt dans l'orientation de l'économie vers sa pleine « capacité ». L'économie est devenue dépendante à l'égard de taux d'intérêt très bas, sans lesquels la demande globale serait chroniquement insuffisante. En rétrospective, d'autres sources de soutien (y compris les politiques budgétaires) ont été nécessaires pour stimuler la croissance et la création d'emplois. De plus, les effets secondaires involontaires du maintien de bas taux d'intérêt (y compris les bulles sur les marchés immobiliers et financiers au cours de la période) rendent d'autant plus douteux le bien-fondé du recours uniquement à la politique monétaire pour stabiliser la macroéconomie.

La Banque du Canada ne parle plus explicitement du TCIS, mais on peut facilement percevoir l'influence du modèle classique dans ses déclarations et ses actions de l'épisode d'inflation en cours. Bien qu'elle reconnaisse les effets de facteurs inusités ayant trait à la COVID sur la hausse des prix initiale de l'année dernière, ses déclarations des derniers mois ont porté principalement sur la prétendue surchauffe de l'économie canadienne, la prétendue pénurie de main-d'œuvre, l'augmentation des salaires et le risque que les attentes des Canadiennes et Canadiens à l'égard de l'inflation future diffèrent de la cible de 2 % établie par la Banque. Cette dernière estime justifié de prescrire un remède radical et pénible pour maintenir les attentes (qui devraient se réaliser d'elles-mêmes pour établir un vrai équilibre autoréglable) ancrées au niveau souhaité. La Banque ne dit rien de la répartition très inégale des coûts et des avantages du niveau d'inflation actuel et des remèdes qu'elle impose.

Un meilleur diagnostic :

**comprendre
l'inflation
post-COVID**

La pandémie de la COVID et les mesures de santé publique prises à cause de celle-ci ont causé des dérèglements sans précédent dans les économies du monde entier, et le Canada n'a pas fait exception à la règle. Il a subi la baisse de production et d'emploi la plus marquée et la plus rapide de son histoire. Des industries entières ont été confinées pour protéger la santé publique. D'extraordinaires programmes d'aide ont été mis en œuvre afin de prévenir les faillites, saisies et expulsions systématiques. Les chaînes d'approvisionnement mondiales ont été bouleversées par les confinements, les limites imposées aux voyages et aux transports et les pénuries de composantes clés en raison de la COVID. Ensuite, quand les conditions de santé ont permis une reprise progressive de l'activité économique, de nouvelles tensions se sont manifestées, y compris la demande refoulée et restructurée de biens de consommation, les perturbations de l'offre de main-d'œuvre (notamment à cause de la limitation de l'immigration) et le déploiement de soutiens d'urgence du revenu, budgétaires et monétaires.

Il n'est pas étonnant que, dans ces conditions économiques chaotiques et effrayantes, les tendances d'établissement des prix et d'inflation aient été perturbées elles aussi. Pendant les premiers mois de la pandémie, les prix ont baissé. Une déflation ressemblant à une récession a été empêchée grâce à de rapides et puissants stimulants budgétaires et monétaires. Ensuite, à la reprise de l'économie, les prix ont commencé à augmenter rapidement dans certains secteurs, et particulièrement ceux qui subissaient des perturbations de l'approvisionnement ou une très forte augmentation de la demande de biens de consommation (comme les matériaux de construction et les produits électroniques résidentiels). Un choc mondial des prix de l'énergie, déclenché par l'invasion de l'Ukraine (et amplifié par la volatilité des marchés mondiaux de l'énergie) a jeté de l'huile sur le feu.

La plupart des banques centrales, y compris celle du Canada, s'attendaient à ce que ces pressions inflationnistes soient passagères. Elles se sont révélées plus tenaces que prévu, et des tensions sur les prix affectent maintenant une part plus grande de l'économie. Mais cela ne veut pas dire que l'analyse initiale des causes de l'inflation actuelle était fautive – il faudra simplement plus de temps pour que leurs effets se dissipent. Nous disposons déjà d'amples preuves que les augmentations des frais de transport, des prix des minéraux et de l'énergie et de bien des éléments stratégiques ont été renversées.¹⁵ Cette déflation dans les chaînes d'approvisionnement finira par donner lieu à une réduction des tensions sur les prix à la consommation.

Malheureusement, la Banque du Canada et de nombreuses autres banques centrales ont perdu patience à attendre que ces facteurs propres à la COVID cessent de se faire sentir. Elles craignent que l'inflation soutenue crée des attentes qui se réaliseront d'elles-mêmes à l'égard de hausses des prix à plus long terme qui – selon leur analyse – bloqueront l'inflation à des taux trop élevés. C'est pourquoi elles se sont replongées dans leurs modèles orthodoxes et imposent des politiques monétaires d'austérité en tant que remède à l'inflation qu'elles attribuent à des déséquilibres classiques comme il en existait pendant les années 1970 : surchauffe de la demande et marchés du travail trop serrés. La conclusion est fautive. Nous présenterons ci-après plusieurs preuves de l'inexactitude du diagnostic de la Banque et du fait qu'il donnera lieu à des politiques inappropriées et dommageables.

15. Un utile catalogue des prix décroissants des intrants, de l'or aux matériaux de construction, au pétrole et au transport maritime de vrac sec, est présenté par Catherine Wood dans « [ARK Extends An Open Letter To The Fed](#) », ARK Invest, le 10 octobre 2022.

L'inflation n'a pas été causée par les salaires

L'accélération de l'inflation qui a eu lieu vers le début de 2021 ne peut pas être attribuée à une surchauffe du marché du travail intérieur ou à l'augmentation des salaires. L'inflation a dépassé la cible de 2 % de la Banque du Canada en mars 2021. Depuis, la croissance sur douze mois du salaire horaire moyen n'a pas cessé d'être inférieure à l'inflation des prix, en moyenne de près de 3 %. Comme l'illustre la figure 2, la croissance nominale des salaires a accéléré légèrement ces derniers mois, mais elle a atteint un plateau d'environ 5 % en juin. Cela demeure très inférieur à l'augmentation de l'IPC, malgré la modération de l'inflation globale en juillet et en août.

En fait, ce taux de croissance de 5 % est probablement supérieur à l'augmentation réelle récente des salaires. La mesure des salaires horaires employée par Statistique Canada est une simple moyenne de tous les salaires versés sur le marché du travail; elle est donc influencée par les changements subis par la composition de l'emploi. Ces changements ont été très marqués pendant la pandémie, par suite des confinements et de la réouverture subséquente de certains secteurs à bas salaires tels que le commerce de détail et l'accueil. Brendon Bernard, économiste du site Web d'emploi Indeed, tient un indice à pondération fixe de la croissance des salaires qui tente de tenir compte des changements de la composition de l'emploi. Cet indice porte à croire que la croissance des salaires a été plus faible que les données non pondérées le laissent entendre : environ 4 % ces derniers mois sur une base annualisée.¹⁶ Il s'ensuit que les salaires de la plupart des travailleurs et travailleuses ont accusé un grand retard par rapport à l'inflation – ce qui réduit le pouvoir d'achat réel associé à leur revenu.

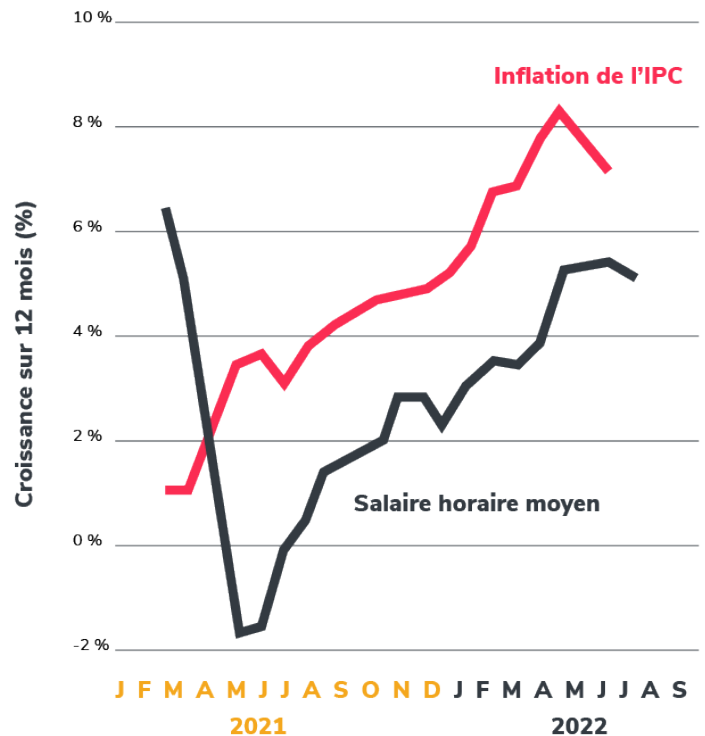


Figure 2. Croissance des prix et des salaires

Source : Calculs de l'auteur d'après les tableaux 14-10-0063-01 et 18-10-0004-01 de Statistique Canada.

16. Voir [Brendon Bernard](#).

Comme le confirme la figure 3, les salaires moyens réels ont baissé rapidement au Canada depuis les premiers confinements nécessités par la COVID. En mars et avril 2020, les salaires moyens ont augmenté temporairement par suite de la mise à pied de centaines de milliers de personnes travaillant dans les secteurs à bas salaires du commerce de détail et de l'accueil (à cause des restrictions sanitaires), qui a fait que les salaires moyens des personnes demeurant en emploi (y compris le personnel professionnel et de gestion qui pouvait travailler à la maison) ont semblé plus élevés. Toutefois, cet effet a été renversé quand les secteurs ont été déconfinés et que la plupart des personnes travaillant dans ceux du commerce de détail et de l'accueil sont rentrées au travail. Il y a donc lieu de ne pas tenir compte de la hausse temporaire des salaires qui semble s'être produite pendant les confinements.¹⁷ Mais même depuis le début de 2021 (quand la plupart des secteurs ont été déconfinés), les salaires moyens réels ont baissé de 6 %, et ils sont actuellement plus bas qu'ils ne l'étaient avant le début de la pandémie. Ce qui est encore pire, c'est qu'il est indéniable que les salaires réels continueront à baisser pendant des mois ou des années encore, puisque les salaires nominaux ne peuvent pas accélérer assez rapidement à court terme pour rattraper l'inflation.

D'autres mesures confirment que les coûts de main-d'œuvre ne sont pas la cause de la récente flambée des prix. Par exemple, la part de la rémunération du travail dans la production totale du secteur des entreprises a diminué de 5 % depuis 2019, confirmant que les salaires ont accusé un retard par rapport aux prix des extrants.¹⁸ Et la part de la rémunération dans le PIB total a aussi diminué depuis le début de la pandémie, de 2 points de pourcentage (nous en traiterons ci-dessous). Selon toutes les estimations, la rémunération réelle et la part du travail dans la production totale ont diminué depuis le début de la pandémie. C'est l'inverse de ce qui se produisait pendant les années 1970, où les salaires réels et la part du travail dans le PIB ont augmenté de façon très marquée.

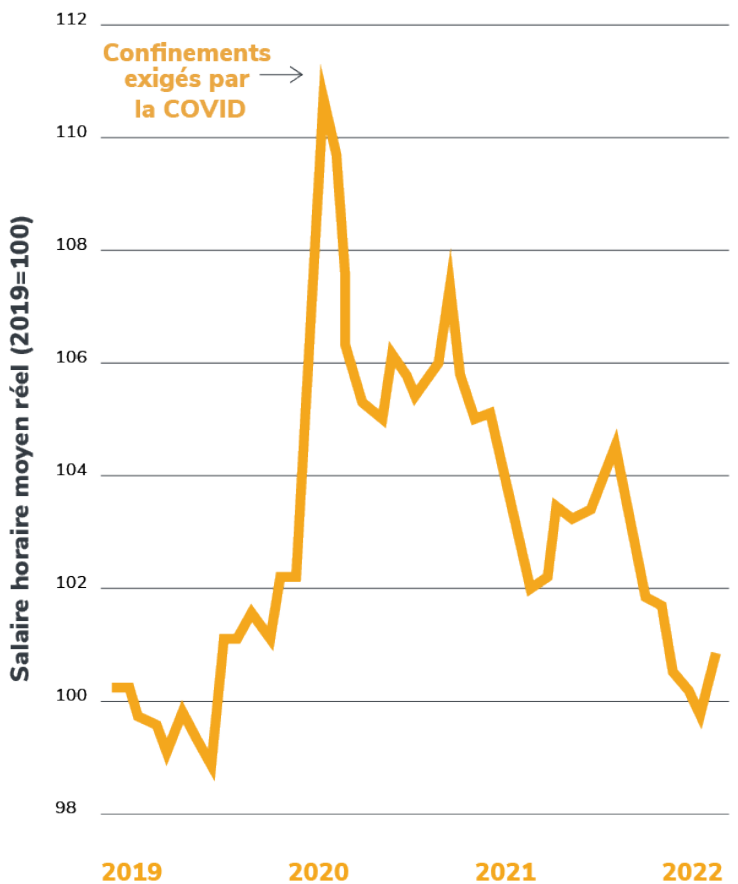


Figure 3. Salaires horaires réels

Source : Calculs de l'auteur d'après les tableaux 14-10-0063-01 et 18-10-0004-01 de Statistique Canada.

Les frais de main-d'œuvre ne peuvent pas avoir causé la flambée d'inflation; au contraire, la baisse des salaires réels et la réduction de la rémunération ont modéré l'inflation pendant la période visée. Les travailleurs et travailleuses sont les victimes de l'inflation récente et non sa cause. Et le fait d'imposer chômage et dislocation aux travailleurs et travailleuses en provoquant une récession ne fera que leur faire porter un fardeau double (et d'une iniquité pénible).

17. La légère remontée des salaires réels dont témoigne la partie droite de la figure 3 illustre la diminution absolue de l'IPC en juillet et août en raison de la baisse des prix de l'essence. Elle sera probablement renversée au cours des prochains mois.

18. Voir le tableau 36-10-0206-01 de Statistique Canada.

La demande intérieure n'est pas en surchauffe

Le fait que la Banque du Canada ait affirmé à maintes reprises que les dépenses intérieures sont trop élevées et que c'est la principale cause de la continuation de l'inflation est particulièrement énigmatique. Il n'y a guère de preuve que les dépenses intérieures sont d'un niveau inusité. Les salaires réels baissent, et cela réduit les dépenses de consommation. Il est indéniable qu'il existe une certaine volonté de rattrapage chez les consommateurs et consommatrices, c'est-à-dire d'effectuer des achats reportés pendant la pandémie – à l'aide de l'épargne exceptionnellement forte accumulée depuis 2020. Malgré une reprise des dépenses, toutefois, les taux d'épargne des ménages demeurent très supérieurs aux tendances traditionnelles : les ménages ont économisé 6,2 % de leur revenu disponible au cours du deuxième trimestre de 2022, soit près de trois fois plus que le taux d'épargne moyen des cinq années précédant la pandémie, et cela modère encore plus les dépenses de consommation.¹⁹ Celles-ci, bien qu'elles aient repris, demeurent inférieures à la tendance d'avant la pandémie (voir la figure 4). Si le rythme relativement lent de l'augmentation de la demande de biens de consommation semble fort par rapport à la disponibilité, il y a peut-être lieu de prêter davantage d'attention à l'augmentation de l'approvisionnement – plutôt que de tenir pour acquis que c'est la demande qui pose le problème et qui doit être freinée.

La Banque présente les conditions de la demande globale d'une manière nettement unilatérale. Par exemple, elle a annoncé un relèvement du taux directeur de 75 points de base en septembre. La Banque a répété son refrain désormais bien connu selon lequel l'inflation est attribuable à une surchauffe de l'économie et du marché du travail intérieurs : « L'économie canadienne demeure en situation de demande excédentaire et les marchés du travail restent tendus. »²⁰ À preuve de ses dires, elle a cité le rapport sur le PIB du second trimestre établi par Statistique Canada, soulignant deux indicateurs particulièrement robustes de la demande intérieure : la consommation totale des ménages (augmentation annualisée de 9,5 % pendant le trimestre) et l'investissement des entreprises (augmentation de 12 %). Mais la Banque n'a pas mentionné d'autres indicateurs de la demande intérieure, documentés dans le même communiqué de Statistique Canada, qui étaient très faibles : l'investissement résidentiel (baisse de 28 %), les biens de consommation durables (baisse de 12 %), les dépenses en immobilisations des administrations (baisse de 8 %) et la consommation courante du secteur public (aucune

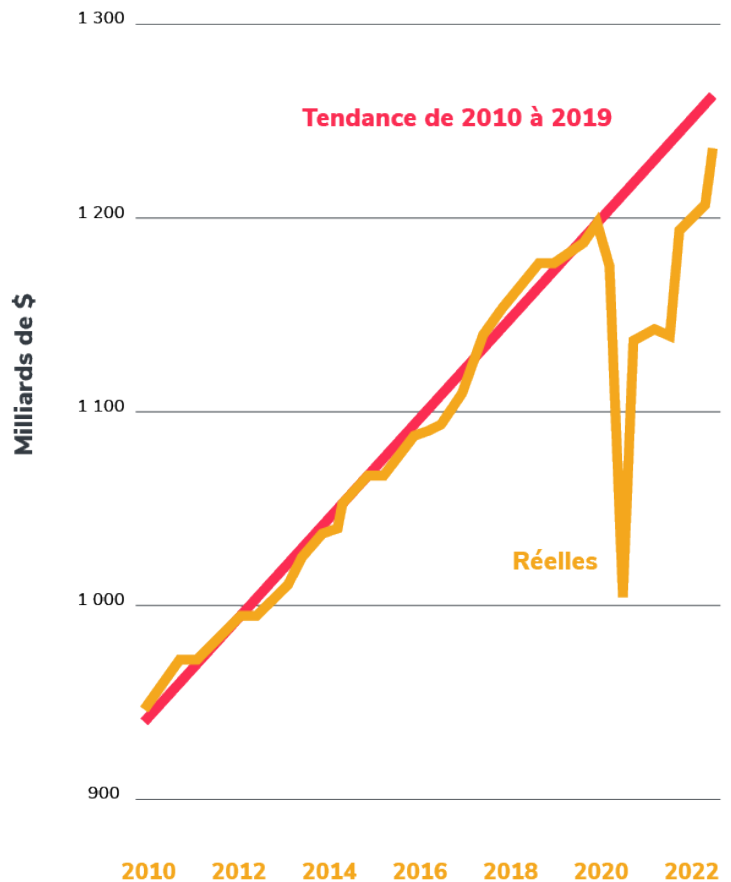


Figure 4. Dépenses de consommation réelles et tendance

Source : Calculs de l'auteur d'après le tableau 36-10-0104-01 de Statistique Canada.

croissance).²¹ La demande intérieure globale n'a augmenté que d'un taux annualisé de 2,9 % pendant le deuxième trimestre – c'est loin d'être une surchauffe, quelle que soit la définition du terme qu'on emploie. Ce résultat de base qui est de toute évidence important a été complètement négligé dans la déclaration de la Banque. Sa sélection très déséquilibrée de données économiques semble malhonnête : elle est peut-être destinée à justifier un discours préétabli, soit que la surchauffe de l'économie intérieure exige un refroidissement monétaire, plutôt que d'interpréter honnêtement la réalité économique.

19. Calculs de l'auteur d'après le tableau 36-10-0112-01 de Statistique Canada.

20. Voir « La Banque du Canada relève le taux directeur de 75 points de base, et poursuit le resserrement quantitatif », le 7 septembre 2022.

21. Voir des précisions dans Jim Stanford, « Slowing Economy Should Give Bank of Canada Pause ... But It Won't », Centre for Future Work, le 6 septembre 2022.

L'économie réelle ne roule pas au-delà de sa capacité

L'économie du Canada a subi une diminution de sa production réelle plus rapide et plus marquée que jamais auparavant pendant les premiers mois de la pandémie. Retenu par les restrictions en matière de santé et le confinement de plusieurs secteurs entiers, le PIB réel a baissé de 17 % en à peine deux mois (de février à avril 2020). Environ 3 millions d'emplois ont été éliminés en même temps – et même cette statistique scandaleuse ne révèle pas toute l'ampleur des dégâts. Grâce au programme fédéral de subventions salariales, des millions de Canadiens et Canadiennes ont conservé leur emploi même s'ils ne travaillaient pas.

Grâce au puissant effort de secours fait par le gouvernement fédéral, la Banque du Canada, les gouvernements provinciaux et les organismes de santé publique, la baisse sans précédent de l'activité économique n'a pas tardé à être renversée. Comme l'illustre la figure 5, le PIB réel est remonté de façon spectaculaire, se rétablissant à son niveau d'avant la COVID vers la fin de 2021. L'emploi s'est rétabli à son niveau d'avant la COVID à peu près en même temps. La production et l'emploi ont continué à croître après cela – bien que leur augmentation ait été compromise par le resserrement monétaire prématuré de la Banque du Canada.

C'est un truisme que de dire que l'inflation est causée par le fait qu'il y a « trop d'argent pour trop peu de biens demandés ». L'important est de savoir si le déséquilibre découle d'un excès d'argent ou d'une insuffisance de biens. Les entreprises haussent-elles les prix parce que l'offre est insuffisante ou parce que la demande est excessive? Il est clair que la production et le revenu réels au Canada, malgré la relance impressionnante qui a suivi les premières vagues de la pandémie, n'ont pas encore repris la trajectoire d'avant la COVID à laquelle on pourrait s'attendre en raison de l'accroissement de la population, de la productivité et de l'accumulation du capital. Par rapport à sa tendance d'avant la COVID, le PIB réel de juillet (mois le plus récent sur lequel nous disposons de données) était inférieur de 2,25 % à ce à quoi on aurait pu s'attendre n'avait été de la pandémie. Ce qui est pire, c'est que l'écart entre le PIB réel et la tendance s'élargit depuis avril – soit depuis le début du resserrement par la Banque du Canada.

S'il est vrai qu'un déséquilibre entre l'offre et la demande découle d'une contrainte d'approvisionnement, la réduction de la demande pour amoindrir les tensions sur les prix aura pour effet de bloquer indûment les conditions de faible approvisionnement. Les entreprises voient la demande baisser et abandonnent leurs projets d'accroissement de leur capacité. Et puisque les taux d'intérêt élevés (censés réduire la demande) rendent les immobilisations des entreprises plus coûteuses, cela décourage les investissements qui aideraient à atténuer la cause fondamentale du déséquilibre. Les actions

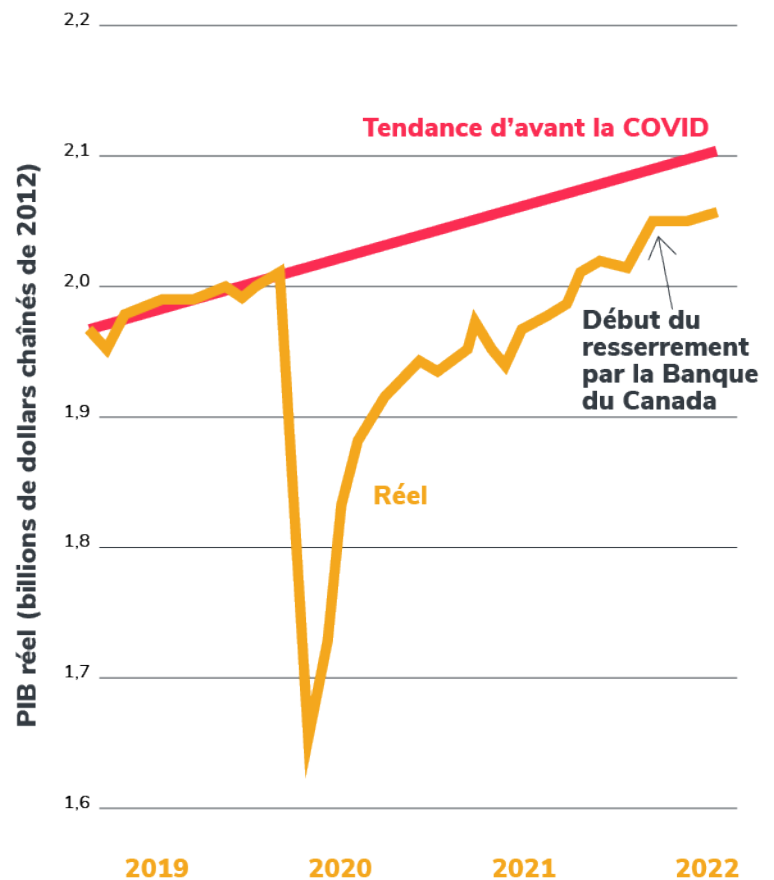


Figure 5. PIB réel et tendance

Source : Calculs de l'auteur d'après le tableau 36-10-0434-01 de Statistique Canada.

de la Banque provoquent une convergence dommageable d'une offre sous-optimale et d'une demande réduite. Cela réduira-t-il les pressions inflationnistes? Probablement, à la longue. Mais au prix d'un blocage de capacité insuffisante qui compromettra la production et le niveau de vie pour des années.

Il est faux que l'économie canadienne roule au-delà de sa capacité. Au contraire, il y a lieu de s'efforcer davantage de réparer les dommages causés à l'offre par la pandémie et de réaliser notre véritable potentiel économique. Et bien que le taux de chômage soit plus bas que jamais, il reste plus d'un million de Canadiennes et Canadiens officiellement en chômage et des millions d'autres en sous-emploi ou ne participant pas à la population active même s'ils veulent travailler. La campagne lancée prématurément par la Banque pour réduire la demande pendant que l'économie roule encore à un régime bien inférieur à son véritable potentiel court-circuitera la suite de la reprise après la COVID et compromettra les possibilités de production futures. Par un procédé appelé hystérèse, le freinage de la capacité humaine et matérielle s'incorpore aux conditions économiques à long terme.

Il n'est pas possible de donner suite à toutes les attentes

Comme nous l'avons déjà indiqué, l'accent mis sur l'ancrage des attentes qui caractérise les actions de la Banque du Canada est fondé sur une confiance peu réaliste en l'efficacité des forces du marché dans l'économie réelle. L'hypothèse est que les marchés concurrentiels assureront une participation optimale des ressources disponibles (y compris les personnes) à la production. Les prix relatifs, déterminés par des facteurs réels tels que la productivité, la technologie et les préférences des consommateurs et consommatrices, sont fondamentalement équitables et efficaces. Les attentes à l'égard de l'inflation n'ont pour effet que de déterminer l'emballage nominal de ce véritable équilibre. Puisque le jeu de l'offre et de la demande assure cet équilibre,²² les attentes à l'égard de l'inflation se réalisent automatiquement. Elles ne déterminent que le taux d'inflation précis qui se réalisera à un niveau donné d'emploi et de production à inflation stationnaire. Si les travailleurs et travailleuses s'attendent à un taux d'inflation de 5 %, les employeurs devront hausser leurs salaires de 5 % – sinon les salaires seront trop bas pour que les gens consentent à travailler pour eux.

Dans le monde réel, ce n'est pas du tout ainsi que les salaires et les prix se fixent, comme tout travailleur ou travailleuse peut en témoigner. Les prix et les salaires sont influencés par des forces institutionnelles (comme les règlements, la négociation collective et les normes sociales). Les marchés ne sont pas parfaitement compétitifs : la concentration du pouvoir dans certains secteurs permet à des entreprises dominantes d'influencer ou même de dicter les prix de ce qu'elles vendent (monopole ou oligopole) et de ce qu'elles achètent (monopsonne ou oligopsonne). Le chômage et la sous-utilisation des ressources sont des résultats normaux de l'économie – même en l'absence de choc, de rigidité ou de défaillance du marché. Il s'ensuit que l'économie n'est pas habituellement contrainte par l'offre; la demande globale dicte la production réelle et non seulement les prix nominaux.

Cette conception plus réaliste du fonctionnement des marchés et des prix donne lieu à une compréhension plus réaliste du rôle que jouent les attentes en matière d'inflation. À un extrême, le fait que les prix de l'essence au détail au Canada aient doublé de novembre 2020 à juin 2022²³ n'est guère le fruit d'attentes de prix plus élevés de l'essence parmi la population canadienne – ajoutées à un vrai mécanisme présumément efficace permettant de voir à ce que le prix de l'essence corresponde au niveau d'équilibre du marché compétitif. La hausse massive et coûteuse du prix de l'essence – principal élément de l'inflation récente – découle de toute évidence d'autre chose que les « forces du marché ». Les prix de l'essence ont doublé à cause des actions d'un cartel mondial, comportement spéculatif sur un marché à terme financiarisé, et du pouvoir oligopolistique de grandes entreprises productrices d'énergie – habilitées (par la politique énergétique actuelle du Canada) à hausser unilatéralement et radicalement les prix même si le coût de la production de l'essence au Canada n'a guère changé. Les profits massifs que cela a permis aux producteurs d'énergie d'encaisser sont ce que rapporte leur pouvoir oligopolistique et non un rendement efficace et équitable de la productivité réelle de leurs activités.

À l'autre extrême, le personnel de la santé et d'autres personnels du secteur public provincial élargi de l'Ontario voient leurs augmentations salariales plafonnées à 1 % par année depuis quatre années – et le gouvernement provincial s'efforce d'imposer des restrictions salariales semblables (de beaucoup inférieures à l'inflation) pour des années encore. Cette réponse salariale plus que modérée témoigne-t-elle « d'attentes ancrées »? Bien sûr que non. Les infirmières et infirmiers, les aides-enseignantes et aides-enseignants et d'autres fonctionnaires s'attendent bien à ce que le taux d'inflation soit beaucoup plus élevé qu'1 % – mais ils n'ont pas le pouvoir de s'en protéger. En négligeant les volets structurel, institutionnel et du pouvoir des résultats relatifs aux salaires et aux prix dans l'économie canadienne et en tenant pour acquis que l'économie réelle fonctionne efficacement et, dans une certaine mesure, équitablement par elle-même, la Banque du Canada attribue une importance excessive et aveugle au rôle des attentes auto-réalisables dans la détermination de l'inflation future.

22. Pour consulter un important examen critique de cette conception simpliste des attentes à l'égard de l'inflation, voir Jeremy Rudd, « Why do we think that inflation expectations matter for inflation? (And should we?) », *Review of Keynesian Economics* 10(1), 2022, pp. 25–45.

23. Calculs de l'auteur d'après le tableau 18-10-0001-01 de Statistique Canada.

Les attentes importent bel et bien. Il y a des preuves, par exemple, que les entreprises peuvent invoquer les attentes des consommateurs et consommatrices à l'égard de l'inflation pour imposer des hausses de prix supérieures à ce que l'augmentation du coût des intrants peut justifier.²⁴ Cependant, l'hypothèse selon laquelle les attentes détermineront l'inflation future est erronée. Et la conclusion qui en découle pour ce qui est des politiques – qu'il y a lieu de ramener les augmentations salariales sous le niveau de l'inflation afin d'empêcher que les attentes plus élevées prennent racine – est à la fois injustifiée et extrêmement inéquitable. Tous les Canadiens et les Canadiennes peuvent avoir certaines attentes à l'égard de l'inflation future, mais leur capacité de se protéger en conséquence varie grandement selon leur place dans l'ordre hiérarchique économique et social. Toute stratégie de gestion des attentes relatives à l'inflation qui néglige cette réalité d'inégalité est déplacée et partielle.

24. Voir, par exemple, Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch et Richard Thaler, « Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market », *American Economic Review* 76(4), 1986, pp. 728-741, et Paul Krugman, « Working Out: Rockets, Feathers and Prices at the Pump », *New York Times* du 8 juillet 2022.

L'inflation ne nuit pas à tous les Canadiens et les Canadiennes

La Banque du Canada prétend de façon tout aussi naïve que l'inflation nuit à tous les Canadiens et les Canadiennes et que, par conséquent, il est universellement utile de ramener l'inflation à la cible.²⁵ C'est faux, bien entendu. Certains groupes de Canadiennes et Canadiens ont profité énormément de l'accélération de l'inflation. En fait, l'ensemble de la communauté des affaires n'a jamais réalisé autant de profits. Puisque les décisions prises par les entreprises de hausser les prix sont la cause immédiate de l'inflation, il devrait aller de soi que pour comprendre l'inflation et apprendre à lutter contre elle, il faut examiner la nature des décisions sur les prix et de la rentabilité des entreprises. Toutefois, et c'est étrange, la façon dont le monde des affaires explique l'inflation récente (et en profite) est essentiellement négligée au cours des discussions monétaires canadiennes, y compris par la Banque du Canada.

Comme l'indique la figure 6, les bénéfices nets d'impôt des entreprises ont augmenté de plus de 5 points de pourcentage du PIB avant la pandémie. Les profits excédentaires ont été concentrés dans différents secteurs non financiers de l'économie,²⁶ y compris ceux des entreprises énergétiques, des constructeurs immobiliers et de certains commerces de détail. Les entreprises ont profité de la conjoncture exceptionnelle qui existait après la pandémie – y compris les perturbations de l'approvisionnement, le sain pouvoir d'achat des ménages (renforcé par les prestations d'urgence liées à la COVID) et le fort pouvoir de marché des entreprises de certains secteurs – pour hausser les prix beaucoup plus que n'augmentait le coût des intrants. Cela a donné lieu à une forte augmentation des marges de profit, alors même que les consommateurs et consommatrices canadiens ont du mal à joindre les deux bouts.

Les décisions des entreprises sur les prix sont la cause immédiate de l'inflation. Or, la plupart du temps, quand on discute d'inflation, on tient pour acquis que les entreprises pratiquent les prix que le marché peut supporter. Une hypothèse parallèle est que les marges de profit élevées actuelles sont sacrosaintes, puisqu'il est tenu pour acquis que toute augmentation salariale future (découlant peut-être des efforts faits par les travailleurs et travailleuses pour récupérer

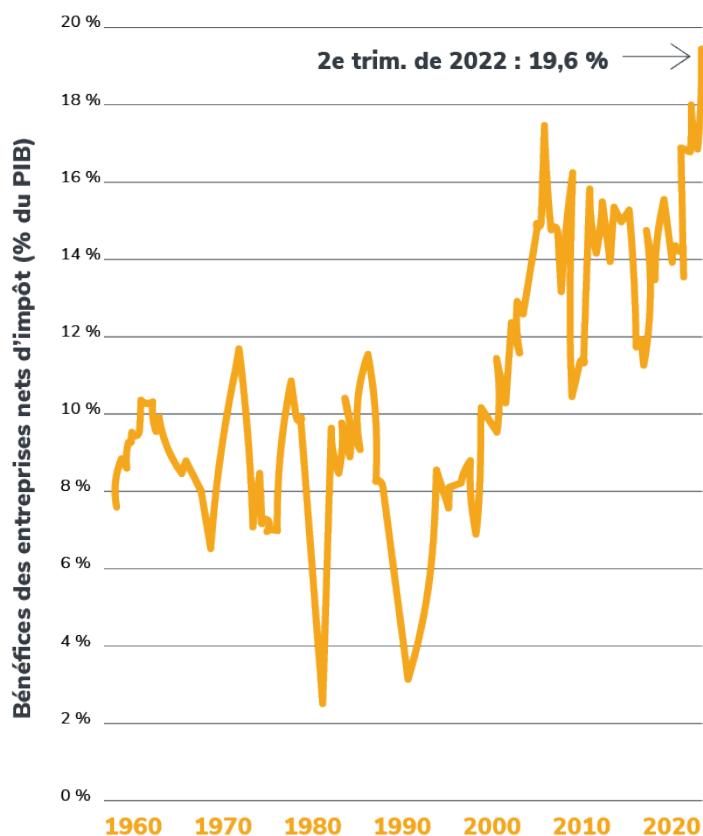


Figure 6. Bénéfices des entreprises nets d'impôt en tant que part du PIB

Source : Calculs de l'auteur d'après les tableaux 36-10-0103-01 et 36-10-0117-01 de Statistique Canada.

25. Voir, par exemple, <https://twitter.com/bankofcanada/status/1557357117128036352>.

26. Les profits des entreprises financières n'ont pas augmenté par rapport au PIB pendant la récente flambée des prix.

le revenu réel qu'ils ont perdu) doit automatiquement se répercuter sur les prix. Une solution de rechange consisterait à financer les augmentations salariales en ramenant les marges de profit à des niveaux normaux.

Les forts profits tirés par certains Canadiens et Canadiennes de la récente flambée d'inflation rendent d'autant plus inapproprié que la Banque du Canada s'obstine tellement à contrôler la croissance des salaires dans le cadre de sa lutte contre l'inflation. Le mot « profit » n'est mentionné dans aucun des discours récents des autorités supérieures de la Banque²⁷ ni dans l'édition la plus récente du Rapport sur la politique monétaire. Pourtant, les documents de recherche et de communication de la Banque traitent amplement de l'augmentation des salaires et du risque d'assister à une spirale salaires-prix comme au cours des années 1970²⁸ (même si le rôle des salaires et des coûts de main-d'œuvre dans les circonstances actuelles diffère très fondamentalement de celui de cette période antérieure). Le gouverneur Macklem a même incité les chefs d'entreprise à restreindre les offres salariales dans le cadre d'un effort de réduction de l'inflation future.²⁹ Curieusement, il n'a pas demandé aux chefs d'entreprise de restreindre la croissance future de leurs prix – même si ce sont les prix fixés par les entreprises qui sont la vraie cause de l'inflation. Encore une fois, on voit que le droit des entreprises d'établir les prix à tout niveau que peut supporter le marché est tenu pour acquis. Cette approche unilatérale de conception et de contrôle de l'inflation ne reconnaît et ne confronte pas les vraies causes du problème actuel, et elle compromet la crédibilité de la Banque en tant qu'institution publique.

27. Y compris le discours du gouverneur Macklem prononcé à Halifax le 6 octobre, celui qu'a prononcé le sous-gouverneur Paul Beaudry à Waterloo le 20 septembre et celui qu'a prononcé la première sous-gouverneure Carolyn Rogers à Calgary le 8 septembre, d'après des remarques portées à l'adresse, [voir ici](#).

28. Par contraste, le Rapport sur la politique monétaire de juillet 2022 comprenait 13 occurrences du terme « spirale salaires-prix » et un encadré spécial (p. 29) indiquant le scénario que pourrait comporter cette spirale.

29. Voir Vanmala Subramaniam, « Union leaders frustrated by Bank of Canada's advice for companies not to adjust wages to inflation », *Globe and Mail* du 17 août 2022.

La politique budgétaire actuelle a elle aussi un effet de contraction

Certaines personnes ont attribué l'inflation actuelle à des dépenses excessives engagées par le gouvernement fédéral pendant la pandémie (censément facilitées par les interventions de la Banque du Canada sur le marché des obligations). Et selon un discours qui blâme l'inflation sur la demande intérieure excessive (comme le fait la Banque actuellement), la compression des dépenses publiques peut sembler être une réponse appropriée. C'est selon cette mentalité que, par exemple, certains économistes ont reproché aux récentes modestes mesures fédérales (y compris l'expansion des crédits pour TPS et des subventions aux locataires à faible revenu) de causer de l'inflation – plutôt que de les accueillir en tant qu'effort fait pour protéger les membres les plus vulnérables de la population contre ses effets. Toutefois, l'attribution du blâme aux dépenses publiques n'est pas un moyen convainquant d'expliquer l'épisode d'inflation que nous vivons. L'augmentation de l'inflation depuis le début de la pandémie s'est produite dans presque tous les pays membres de l'OCDE, et il n'existe pas de corrélation entre les niveaux nationaux de dépenses publiques et les taux d'inflation nationaux. Certains pays ayant de gros déficits publics et des dettes publiques élevées (comme le Japon) ont une augmentation plus lente de l'inflation alors que des pays dont le déficit et la dette sont moindres (comme les Pays-Bas, le Portugal et la Pologne) vivent une accélération plus rapide de l'inflation.

Un point plus important est que la politique budgétaire actuelle du Canada a un fort effet de contraction par suite de l'élimination échelonnée de la plupart des mesures extraordinaires mises en place pendant la pandémie. Les dépenses de programme fédérales diminuent de près de 50 milliards de dollars pendant l'année financière en cours, ce qui s'ajoute à leur réduction de 135 milliards de dollars en 2021-2022.³⁰ Les dépenses de programme fédérales diminueront de plus de 3 % du PIB cette année – c'est une contraction remarquable de l'empreinte économique réelle du gouvernement, quelle que soit la norme d'évaluation employée. Les dépenses de programme sont censées diminuer encore davantage (mais de façon plus progressive) en tant que part du PIB au cours des 5 prochaines années. Les dépenses des gouvernements provinciaux baissent elles aussi, en termes absolus comme en termes relatifs,

dans la plupart des provinces. Les manifestations de ce repli budgétaire comprennent la réduction des soutiens du revenu (comme l'élimination des règles assouplies d'admissibilité à l'AE), la continuation de la restriction du financement des services publics (même des soins de santé dans certaines provinces) et le maintien des restrictions applicables à la rémunération dans le secteur public.

Si les dépenses publiques causaient l'inflation (soit directement, comme certains détracteurs extrêmes le prétendent, soit à titre de composante d'une demande excessive), l'inflation devrait être en train de disparaître. Le fait qu'elle ne disparaisse pas confirme que les causes de l'inflation, comme les solutions à y apporter, sont plus complexes que le discours antigouvernemental simpliste ne porte à le croire. Ce qui est pire, c'est que la ligne de conduite de repli budgétaire accroîtra les dommages causés par toute récession future si elle n'est pas renversée sans tarder. Les gouvernements doivent se préparer à élargir de nouveau les soutiens budgétaires si le resserrement monétaire actuel met l'économie en contraction.

30. Voir Un plan pour faire croître notre économie et rendre la vie plus abordable, budget fédéral de 2022, tableau A1.4.

Les conséquences du
diagnostic erroné :

**avant tout,
ne pas causer
de tort**

La section précédente indique clairement que le diagnostic classique de l'inflation – selon lequel elle découle d'une demande excessive, d'abord et avant tout sur le marché du travail, et ne peut être résorbée que par une réduction de la demande grâce à un resserrement monétaire – ne correspond pas à la réalité de l'économie postpandémique canadienne. Depuis le début de 2021, l'inflation a été de toute évidence entraînée principalement par des facteurs exceptionnels, surtout temporaires et mondiaux, ayant trait aux perturbations des approvisionnements attribuables à la pandémie et au déconfinement subséquent : des chocs d'offre, une réaffectation de la demande de biens de consommation des services aux marchandises, et un choc mondial des prix de l'énergie. L'offre et la demande intérieures demeurent toutes deux inférieures aux tendances d'avant la COVID. Les marchés du travail conservent d'importants coussins de capacité inutilisée, et les salaires réels baissent rapidement.

En forçant la clé ronde de l'inflation post-COVID dans le trou carré d'un stéréotype, vieux de plusieurs décennies, des causes et de la nature de l'inflation, la Banque du Canada se trouve à mal diagnostiquer le problème. Ce qui est pire, c'est que son diagnostic erroné risque de causer au patient des dommages considérables et persistants. Les signes annonciateurs d'une contraction économique imminente et destructrice s'accumulent, au Canada comme à l'échelle internationale. Voici certaines des conséquences potentielles qui devraient inciter la Banque à réexaminer la situation de toute urgence :

Récession

Le nombre des emplois au Canada a diminué de près de 100 000 de mai à septembre. Presque tous les emplois perdus étaient à temps plein. La perte d'un nombre semblable d'emplois en quatre mois ne s'est produite par le passé que lorsque l'économie canadienne était en récession (notamment pendant les récessions du début des années 1980 et du début des années 1990, la crise financière de 2008-2009, le choc des prix du pétrole de 2015 et la pandémie de la COVID).

Le rapport trimestriel sur le PIB le plus récent de Statistique Canada porte sur le deuxième trimestre de 2022 (d'avril à juin). La croissance globale annualisée de ce trimestre semblait acceptable, à 3,3 %. Cependant, ce chiffre est trompeur. D'abord parce que la majeure partie de la croissance est attribuable à l'effet retardé de la croissance qui s'est produite pendant la deuxième moitié du premier trimestre. La croissance annualisée à l'intérieur du trimestre

a probablement été d'environ 1,5 % (moins de la moitié du taux global indiqué).³¹ Ce qui est encore plus inquiétant, c'est que la croissance du PIB pendant le deuxième trimestre était presque entièrement attribuable à une accumulation sans précédent des stocks des entreprises privées, qui ont augmenté de 46 milliards de dollars (de loin la plus importante augmentation de stocks jamais vue). En l'absence de cette expansion des stocks, le PIB réel du trimestre se serait contracté. L'augmentation des stocks correspond habituellement à un ralentissement des ventes.

Les données mensuelles sur le PIB sont un indicateur plus opportun de l'évolution économique au cours de chaque trimestre. Selon cette série, le PIB réel n'a augmenté que de 0,2 % d'avril (après le début du resserrement par la Banque) à juin (mois le plus récent à l'égard duquel on dispose de données). Autrement dit, l'activité économique a presque arrêté de croître il y a trois mois. Les conditions ont certainement empiré depuis.

Statistique Canada ne publiera les données sur le PIB du troisième trimestre (de juillet à septembre) que vers la fin de novembre. Cependant, d'après la diminution de l'emploi, le faible élan vers le début de juillet et les chocs subis par la confiance des consommateurs et consommatrices et des entreprises ces récentes semaines, il est tout à fait possible que le PIB réel ait diminué au cours du troisième trimestre. Si la diminution a été suivie d'une autre au cours du quatrième trimestre (comme c'est probable), la récession a déjà commencé.³²

Inégalité

Les ralentissements économiques donnent habituellement lieu à une augmentation de l'inégalité. Les personnes qui perdent leur emploi voient bien sûr leur situation économique empirer en termes absolus et relatifs. Même les personnes qui conservent leur emploi ont moins de sécurité d'emploi et de capacité de négocier des salaires plus élevés – cette capacité étant compromise par l'existence d'un grand bassin de personnes en chômage qui cherchent désespérément du travail. Les effets négatifs de la récession sur les finances publiques incitent certains gouvernements à réduire les paiements de soutien du revenu (comme le gouvernement fédéral le fait déjà dans le cadre de l'AE), ce qui compromet encore davantage les revenus des personnes qui ont le plus besoin d'aide.

31. Pour obtenir des précisions, voir Jim Stanford, « [Slowing Economy Should Give Bank of Canada Pause ... But It Won't](#) », Centre for Future Work, le 6 septembre 2022.

32. La définition conventionnelle de la récession est au moins deux trimestres consécutifs de diminution du PIB réel.

À un autre égard, une récession imminente cimenterait l'augmentation récente de l'inégalité entre les travailleurs et travailleuses et les entreprises qui les emploient. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les profits des entreprises ont augmenté fortement au Canada pendant l'épisode d'inflation en cours – atteignant une part du PIB plus élevée que jamais (les bénéfices nets d'impôt en constituant près de 20 %). Entre-temps, la part du PIB que constitue le travail a baissé en raison de la diminution des salaires réels et de l'écart croissant entre la productivité du travail et la rémunération. Comme l'indique la figure 7, les travailleurs et travailleuses ont perdu 2 % du PIB depuis le début de la COVID (par rapport aux parts de facteurs pré-pandémiques de 2019). Une baisse de 2 % peut sembler faible mais elle représente 56 milliards de dollars de rémunération perdue, soit environ 3 000 \$ par année pour chaque travailleur ou travailleuse. Ces 3 000 \$ aideraient certainement à couvrir la hausse des prix de l'épicerie. Entre-temps, les entreprises ont gagné 4 % du PIB en excédent brut avant impôt et 5 % en bénéfices après impôt. Les petites entreprises ont perdu une faible part du revenu national, mais leur perte est inférieure à celle des travailleurs et travailleuses.

La Banque du Canada s'est vivement opposée à ce que les salaires augmentent en fonction de l'inflation. Cela comporte une continuation de la diminution des salaires réels et de la part du PIB que représente le travail au cours des prochaines années. Pour recouvrer leur part du PIB, il faudrait que les travailleurs et travailleuses reçoivent des augmentations salariales qui dépassent l'inflation. En fait, puisque la croissance de la productivité du travail réduit le coût unitaire de main-d'œuvre, les salaires nominaux peuvent augmenter de la somme de l'inflation et de la croissance de la productivité sans que cela modifie le coût unitaire de main-d'œuvre ou la part du PIB que représente le travail.³³ Il faudrait que les salaires augmentent plus rapidement que cela pour que la part du PIB à laquelle correspond le travail soit rétablie au niveau d'avant la COVID. La position de la Banque du Canada selon laquelle les salaires doivent augmenter plus lentement que les prix jusqu'à ce que la cible d'inflation soit atteinte aura pour effet de rendre définitif le changement rétrograde de la distribution des revenus entre les travailleurs et travailleuses et les entreprises qui s'est produit depuis le début de la pandémie. Cela causera un accroissement permanent de l'inégalité.

Variation des parts du PIB

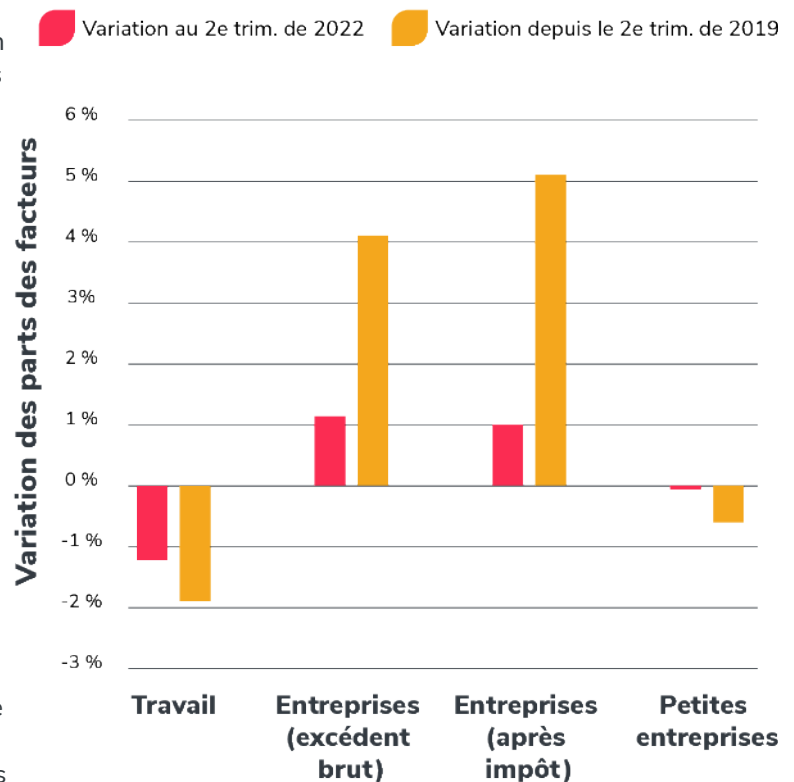


Figure 7. Variations des parts de revenus de facteurs

Source : Calculs de l'auteur d'après le tableau 36-10-0103-01 de Statistique Canada.

33. Cela revient à une augmentation des salaires réels au même rythme que la productivité du travail.

Rupture financière

Les événements récents survenus au Royaume-Uni ont montré que le choc mondial des taux d'intérêt rend les marchés financiers extrêmement fragiles. La fluctuation rapide des prix des actifs et des liquidités expose de façon précaire les investisseurs et les institutions. Les régimes de retraite britanniques ont été mis au bord de l'abîme par des appels de marge associés à des instruments d'emprunt dans le contexte d'une baisse rapide du cours des obligations. Le renflouement d'urgence par la Banque d'Angleterre (renversant le resserrement monétaire et lançant une nouvelle grande initiative d'achat d'obligations) leur a permis de gagner du temps, mais les conditions demeurent fragiles. Au moment de la rédaction du présent rapport, les conditions de liquidité des obligations d'État du Royaume-Uni se sont dégradées au point d'être les pires du G7 (plus mauvaises que celles des obligations italiennes sans cesse en difficulté).³⁴ Les actifs d'autres catégories risquant de s'effondrer et de semer la panique comprennent les obligations de marché émergent, les cryptomonnaies et les prêts aux entreprises à risque élevé. La continuation des relèvements des taux d'intérêt dans le monde entier donnera sans doute lieu à de nouvelles ruptures et crises financières au cours des prochains mois. Les mesures d'austérité monétaires mondiales actuelles pourraient causer une crise financière mondiale semblable à celle que nous avons vécue en 2008-2009.

Extrémisme politique

Un autre risque que comporterait une récession imminente provoquée est celui d'alimenter les tendances politiques extrémistes et antidémocratiques qui augmentent dans de nombreux pays industriels – y compris le Canada. L'opposition aux mesures de santé publique manifestée pendant la pandémie a favorisé la fragmentation sociale et la mésinformation. La tentative de renversement du gouvernement élu survenue aux États-Unis en 2021 a confirmé que les extrémistes risquent d'exploiter la peur et les difficultés pour contester les normes démocratiques même dans les démocraties établies. Vu l'arrivée au pouvoir de mouvements antidémocratiques d'extrême droite dans plusieurs pays (y compris la Hongrie, l'Italie et les Philippines), la menace est désormais d'ordre mondial. Si l'on ajoute une récession pénible à ces conditions inquiétantes et volatiles, il est probable que les menaces à la démocratie deviendront plus pressantes. Les conspirationnistes auront beau jeu de fomenter l'indignation et la révolte au sujet d'une récession auto-infligée qui pourrait très légitimement être qualifiée de délibérément provoquée.

Le premier principe enseigné aux personnes qui étudient la médecine est celui de ne jamais causer de tort à la patiente ou au patient. Or, c'est précisément ce que fait le resserrement monétaire zélé que poursuivent les banques centrales du monde entier, la Banque du Canada en tête. Le choc mondial des taux d'intérêt mène les économies de tous les pays au bord de la récession, et certaines institutions financières au point de rupture. Et les dommages ne font que commencer à se faire sentir. Même les relèvements de taux déjà en vigueur causeront plus de dommages au cours des prochains mois. Dans ce contexte, tout nouveau relèvement constituerait une faute professionnelle irresponsable.

34. See [Robin Brooks](#), Institute of International Finance.

Un meilleur plan de traitement :

**stratégie
globale et
équilibrée de
lutte contre
l'inflation**

Un meilleur plan de traitement

Les banques centrales ont mal diagnostiqué la flambée mondiale exceptionnelle et essentiellement temporaire de l'inflation qui a accompagné le déconfinement de l'économie après la pandémie. Leur mise en œuvre machinale des théories classiques de l'inflation et des réponses qu'elles comportent du point de vue des politiques, établies à une époque différente et dans des circonstances très différentes, menace de plonger l'économie dans une récession inutile et pénible. L'hypothèse courante selon laquelle l'inflation découle d'une demande intérieure excessive, et particulièrement du fait que les marchés du travail sont trop serrés, ne s'applique pas à la situation actuelle. Au Canada, l'offre et la demande demeurent inférieures au potentiel; la reprise après le premier assaut de la pandémie et la récession de 2020 n'est pas encore achevée. Si nous décidons maintenant qu'il faut réduire encore davantage la demande pour juguler une inflation nettement attribuable à l'offre et aux conditions mondiales, cela maintiendra le rendement insuffisant pour de nombreuses années – et imposera d'inutiles difficultés aux travailleurs et travailleuses canadiens qui ont déjà trop souffert.

Contester l'approche de la Banque du Canada ne revient pas à nier que l'inflation impose d'importants coûts et stress aux ménages canadiens. Les budgets familiaux de millions de Canadiennes et Canadiens sont contraints par la baisse des salaires réels et la hausse des prix; le relèvement rapide des frais d'intérêts aggrave la situation. Les Canadiennes et Canadiens ont besoin d'aide pour lutter contre l'inflation et d'autres facteurs contribuant à la crise globale du coût de la vie (comme le coût du logement et un système énergétique dangereusement lié à des marchés spéculatifs des combustibles fossiles). Cependant, la provocation d'une récession mettant en chômage des centaines de milliers de Canadiennes et Canadiens n'est guère une solution.

Un diagnostic des sources de l'inflation récente qui serait plus nuancé et fondé sur des preuves peut éclairer l'établissement d'un plan de traitement équilibré et efficace. Voici six éléments d'une stratégie de lutte contre l'inflation qui ne tueront pas le patient :

1. Politique monétaire équilibrée et ciblée

La politique monétaire est évidemment un élément crucial de la lutte contre l'inflation. Les taux d'intérêt extrêmement bas qui avaient cours au Canada (et dans d'autres pays) depuis la crise financière de 2008-2009 doivent être normalisés avec le temps. Par ailleurs, il ne faut pas permettre à la Banque du Canada de faire de l'atteinte de sa cible d'inflation l'unique ou le principal objectif. La poursuite d'un taux d'inflation stable doit toujours entrer en compte dans le contexte du besoin global de réaliser le plein potentiel de production de l'économie et du marché du travail. L'entente-cadre de 2021 renouvelée dernièrement entre la Banque et le gouvernement fédéral visait à doter la Banque d'un mandat plus multidimensionnel (englobant la poursuite d'un « niveau d'emploi durable maximal »). Toutefois, il est évident que le nouveau mandat n'est pas suffisamment précis; les actions prises par la Banque cette année et les déclarations de ses dirigeants selon lesquelles ils feront « tout ce qu'il faut » pour ramener l'inflation à 2 % indiquent clairement que l'équilibre souhaité n'a pas été atteint.

Il faudrait confier un mandat plus précis à la Banque faisant du plein emploi sa mission principale. Sa poursuite de la stabilité des prix doit toujours être opérationnalisée dans le contexte de l'assurance que tout Canadien ou Canadienne qui le souhaite puisse travailler, produire, toucher un revenu et payer des impôts. C'est la principale exigence à laquelle l'économie doit satisfaire pour être prospère. L'inflation stable, même si elle est assurée, ne garantit pas l'atteinte de cet objectif.

La Banque doit non seulement mettre en équilibre le contrôle de l'inflation et des objectifs macroéconomiques plus importants, mais aussi examiner la possibilité de mener ses interventions de politique monétaire à l'aide d'outils plus souples. Le taux d'intérêt global est un instrument contondant qui ne permet pas nécessairement d'obtenir les résultats optimaux : le relèvement de ce taux, par exemple, peut réduire les investissements productifs qui aident à juguler l'inflation et une réduction générale des taux d'intérêt peut stimuler des activités improductives (comme les transactions immobilières ou la spéculation financière) qui compromettent le bien-être général. Si elle était alliée à une utilisation plus proactive et plus ciblée de leviers supplémentaires ayant trait aux politiques (comme la réglementation macroprudentielle, la réglementation des prêts hypothécaires et les contrôles applicables à certains types d'activité financière), la politique monétaire pourrait mieux stimuler le crédit à des fins utiles et restreindre sa disponibilité aux fins d'activités indésirables.

2. Rôle actif de la politique budgétaire

Les politiques budgétaires anticycliques sont tombées en défaveur à l'époque où les cibles d'inflation ont commencé à être établies parce qu'il était tenu pour acquis que le rajustement des taux d'intérêt suffirait à lui seul à rétablir un équilibre macroéconomique optimal (à la faveur du jeu efficace des forces du marché dans l'économie réelle). La politique budgétaire était jugée trop lourde, trop lente et trop politisée. Toutefois, l'expérience a révélé qu'on a eu tort de donner la préférence de façon simpliste à la politique monétaire. Dans bien des cas, la politique monétaire ne permettait pas de bien gérer l'ensemble de l'activité économique. Pendant les nombreuses années de faible croissance qui se sont écoulées après la crise mondiale de 2008-2009, par exemple, les taux d'intérêt extrêmement bas ont perdu leur pouvoir de stimuler la croissance économique réelle – contribuant plutôt à une dommageable inflation des prix des actifs. Entre-temps, les politiques budgétaires discrétionnaires se sont révélées très efficaces : d'abord pendant la crise de 2008-2009 et ensuite encore plus au cours de la pandémie de la COVID. Il faudrait se défaire de l'habitude récente d'attribuer uniquement à la banque centrale la fonction de stabilisation macroéconomique, et particulièrement d'établissement de la politique de lutte contre l'inflation.

La politique budgétaire stimule plus efficacement la création d'emplois et l'activité réelle dans des conditions économiques faibles. Elle injecte de l'argent directement dans l'économie réelle, que ce soit par des transferts de revenu (de préférence aux ménages à revenu faible ou moyen qui sont les plus susceptibles de les dépenser), la prestation de services publics ou les dépenses en capital réel. Cela comporte une moindre perte de pouvoir de stimulation que si l'argent servait à l'épargne personnelle ou à une spéculation financière improductive. Quand l'économie est forte, la politique budgétaire peut également servir à stabiliser la production et les conditions d'inflation, par des mesures fiscales discrétionnaires (visant de préférence les ménages à revenu élevé pour assurer l'équité de la distribution) ou des dépenses de programme anticycliques (telles que les régimes d'investissement dans l'infrastructure qui accélèrent les nouveaux projets quand l'ensemble de l'économie est faible mais les retardent quand l'économie est plus forte).

3. Mesures publiques visant les véritables causes

Les dépenses publiques, les investissements publics et les leviers de réglementation peuvent en outre contribuer directement à la réduction des tensions inflationnistes en

atténuant certaines des vraies causes de la hausse des prix et/ou en réduisant les prix de certains biens de consommation. Par exemple, les dépenses publiques pourraient aider à atténuer les véritables causes de l'inflation récente en accélérant l'investissement dans les logements à prix abordable et non marchands de manière à réduire les pressions inflationnistes dans cet élément le plus important des dépenses de consommation globales. Un autre exemple serait l'accélération du déploiement des systèmes des énergies renouvelables et des mesures d'économie d'énergie (comme l'éco-rénovation des bâtiments, les transports en commun, etc.). Cela réduirait la mesure dans laquelle l'économie du Canada subit des pressions inflationnistes à cause des caprices de marchés spéculatifs éloignés des combustibles fossiles.

En outre, les gouvernements ont le pouvoir de limiter directement les tensions inflationnistes en réglementant les prix dans des secteurs cruciaux de l'économie. Cela se produit dans bien des domaines. De nombreux gouvernements provinciaux imposent des limites à l'augmentation des loyers, par exemple, ce qui a pour effet de freiner considérablement l'augmentation des frais de location qui est un effet secondaire contre-productif du resserrement monétaire actuel. Les prix de la plupart des formes d'énergie (mais non de l'essence et des autres produits pétroliers raffinés) sont déjà réglementés au Canada, comme les prix de certains produits agricoles. La réglementation des prix pourrait s'appliquer à d'autres produits : particulièrement des marchandises stratégiques servant d'intrants à de nombreuses industries (comme l'énergie). Les profits excessifs à la vente en gros et au détail pourraient être contestés par des moyens réglementaires. L'enquête parlementaire en cours sur les profits élevés des chaînes de supermarchés révélera la mesure dans laquelle les structures oligopolistiques de l'alimentation au détail ont contribué à l'inflation des prix des aliments.

Des mesures complémentaires de lutte contre l'inflation peuvent être prises en réduisant les prix de certains éléments du panier de biens et services qui sont contrôlés par le gouvernement. L'assurance de places en garderie à 10 \$ par jour aura un effet léger mais mesurable sur la réduction de l'inflation globale des prix. Des effets semblables pourraient être obtenus par la réduction des frais modérateurs d'autres services publics allant des soins de santé complémentaires (y compris les soins dentaires) aux transports en commun.

35. Voir Jake Edmiston, « House committee to probe big grocers' profits, prolonging industry's PR struggle », Financial Post du 5 octobre 2022.

4. Redistribution des profits excessifs tirés de l'inflation

Un volet précis de la politique budgétaire qui serait particulièrement utile aux fins de la lutte contre les effets de l'inflation actuelle serait celui des mesures de redistribution du pouvoir d'achat des groupes qui ont profité indûment de l'accélération de l'inflation à ceux dont elle a gravement réduit le niveau de vie. Ces mesures pourraient comprendre de nouveaux impôts sur les entreprises qui ont réalisé des profits excessifs (les principaux coupables comprennent l'industrie pétrolière, les constructeurs immobiliers et certains commerces de détail) dont les recettes seraient redistribuées par des transferts ciblés ou des subventions aux ménages à revenu faible ou moyen. Les mesures de ce genre seraient neutres du point de vue budgétaire et du point de vue de leurs incidences sur l'inflation (s'il était jugé que la demande intérieure contribue à l'inflation – ce qui n'est pas le cas actuellement).

5. Négociation et planification des marchés du travail

La théorie classique qui sous-tend le régime des cibles d'inflation porte à croire qu'il est souhaitable de maintenir un certain niveau de chômage (TCIS) afin d'assurer un taux d'inflation stable et bas. Les tenants de cette théorie prétendent que tout taux de chômage inférieur à ce niveau exercerait une tension excessive sur les salaires et accélérerait l'inflation. C'est nettement d'une version quelconque de cette théorie que s'inspirent les mises en garde actuelles de la Banque du Canada au sujet des pénuries de main-d'œuvre et des augmentations salariales. Le fait que les salaires réels ont baissé plutôt que d'augmenter et que la croissance la plus récente des salaires s'est nettement produite plus tard et plus lentement que la flambée d'inflation n'empêche pas la Banque de continuer à adhérer à la théorie classique.

Le Canada est loin d'atteindre un véritable plein emploi, et les salaires ne sont pas la cause de l'inflation actuelle. Cependant, à long terme, l'atteinte et le maintien d'un taux de chômage très bas pourraient être facilités par l'adoption de structures et de pratiques plus fortes à l'échelle du secteur et de l'économie entière pour régler les salaires d'une manière logique et durable. Des systèmes de négociation collective de plus vaste portée (aux échelles du secteur et de la profession et aux niveaux régional et national) permettraient de gérer la croissance des salaires de façon constante et durable par rapport aux déterminants fondamentaux (tels que l'inflation, la croissance de la productivité et les objectifs d'équité). Les salaires continueraient ainsi à augmenter de façon constante même dans des conditions macroéconomiques faibles – ce qui stimulerait les dépenses de consommation et la croissance économique. Par le fait même, la croissance des salaires quand les conditions macroéconomiques sont fortes maintiendrait son rapport à ces déterminants fondamentaux, ce qui éliminerait le risque d'assister à la tant crainte « spirale salaires-prix ».

Plusieurs autres pays (particulièrement en Europe et aussi en Asie et en Amérique latine) ont mis en place des structures et des politiques permettant des négociations salariales coordonnées et planifiées à l'échelle du secteur ou de l'économie. Les preuves économiques indiquent que les pays dotés de systèmes de négociation collective coordonnée ont tendance à obtenir de meilleurs résultats sur les plans de l'emploi et du revenu – que les pays où la négociation collective est faible et que ceux où elle est forte mais non coordonnée.

La réforme des lois sur le travail et de la planification du marché du travail pour permettre ce genre de détermination rationnelle, constante et durable des salaires serait le complément des efforts faits pour atteindre et maintenir le plein emploi – plutôt que d'accepter le TCIS en tant que meilleur moyen de gérer l'économie.

6. Patience

Nous avons indiqué dans les sections précédentes que l'inflation actuelle découle des perturbations et des pressions associées à la pandémie de la COVID, des restrictions et des confinements ainsi que du déconfinement économique subséquent. Il est naturel que ces chocs sans précédent soient associés à une certaine perturbation des prix et des résultats d'inflation normaux. L'ensemble de l'économie ne s'est pas encore pleinement remis du choc de la pandémie. Il s'ensuit que les perturbations des prix se poursuivront probablement pour un certain temps.

Il serait raisonnable de s'attendre à ce que la population canadienne doive simplement endurer l'inflation actuelle jusqu'à ce que certains de ses facteurs temporaires s'estompent (comme cela se passe déjà). Les taux d'inflation à un chiffre se situant à mi-chemin entre 1 et 9 ne sont pas nécessairement catastrophiques, pourvu que la population canadienne (et particulièrement ses membres à revenu faible et les travailleurs et travailleuses) soit protégée contre leurs pires effets : grâce à des salaires et à des prestations sociales augmentant en fonction de l'inflation et à des soutiens ciblés aidant les personnes les plus vulnérables à faire face à la hausse du coût de la vie. À condition que des mesures soient prises pour atténuer entre-temps les véritables causes initiales de l'inflation (notamment en réglant les problèmes dans les chaînes d'approvisionnement, le système énergétique et les marchés du logement), l'inflation ne deviendra pas nécessairement définitive. L'hypothèse extrême de la Banque du Canada selon laquelle les attentes à l'égard d'un taux d'inflation plus élevé causent elles-mêmes une plus forte inflation est fondée sur des hypothèses peu réalistes au sujet du fonctionnement de l'économie réelle – et ne tient nullement compte des énormes inégalités de pouvoir de négociation qui caractérisent l'économie canadienne.

Conclusion

Après avoir subi pendant trois années les conséquences sanitaires et économiques d'une pandémie sans précédent, la dernière chose que la population canadienne peut tolérer est une autre récession – moins de trois ans après la plus récente. La perspective est d'autant plus exaspérante qu'il s'agirait d'un ralentissement auto-infligé plutôt que du résultat inévitable d'un quelconque choc extérieur. Les travailleurs et travailleuses du Canada ont déjà vu leurs salaires réels diminuer considérablement et leur part de la production économique totale rétrécir notablement depuis le début de la pandémie. Le coût d'une récession inutile ne ferait qu'alourdir leur fardeau inéquitable.

La Banque du Canada devrait interrompre ses hausses des taux d'intérêt. Elle s'est engagée à continuer à relever son taux directeur jusqu'à ce que l'inflation soit ramenée à la cible – et la plupart des investisseurs financiers (comme en témoignent les paris qu'ils font sur les instruments dérivés) s'attendent à ce qu'elle tienne sa promesse. Mais à mesure que s'accumulent les données attestant de la situation faible des économies canadienne et mondiale, la Banque devrait lever le pied. Elle devrait prendre le temps d'examiner les répercussions des hausses de taux antérieures sur la production réelle, l'emploi et la répartition des revenus. Elle devrait attendre de voir les effets finaux de la désinflation rapide qui se produit déjà dans certaines des principales sources initiales de l'inflation (y compris les coûts mondiaux de l'énergie, des produits de base et du transport). Elle devrait vérifier la ligne de conduite adoptée par d'autres banques centrales, plutôt que de foncer tête basse comme elle l'a fait jusqu'à présent. Puisqu'il a une petite économie ouverte, il n'est pas judicieux que le Canada agisse unilatéralement de façon radicale en relevant les taux d'intérêt. Le douteux empressement de la direction de la Banque est malavisé et contre-productif. Pour toutes ces raisons, la Banque du Canada devrait à tout le moins s'abstenir de

hausser de nouveau les taux d'intérêt pendant sa réunion du 26 octobre et pour le reste de l'année. Et elle devrait être prête à annuler rapidement ses hausses antérieures s'il est confirmé que l'économie du Canada a commencé à se contracter.

Par ailleurs, puisque la gestion de l'inflation ne peut pas être attribuée uniquement à la banque centrale, le gouvernement fédéral et les gouvernements des autres ordres doivent prendre des mesures complémentaires pour atténuer les vraies causes de l'inflation actuelle, protéger la population canadienne contre ses effets et procéder à une réforme structurelle mettant mieux l'économie à l'abri des chocs attribuables aux marchés (comme ceux des prix des combustibles fossiles et du logement) qui ont tellement fait empirer l'inflation récente. L'adoption d'une politique budgétaire proactive est aussi important sinon plus que la politique monétaire aux fins de l'adoucissement des cycles économiques – tant quand l'économie est faible que lorsqu'elle est forte. Les impôts et les transferts ont un rôle crucial à jouer dans l'amélioration du partage des coûts et des avantages du contrôle de l'inflation.

En dernier lieu, les gouvernements de tous les ordres doivent se tenir prêts à intervenir rapidement et puissamment pour protéger les emplois et les revenus ainsi que stimuler les investissements et les dépenses si l'économie canadienne entre en récession. L'obsession de la réduction de l'inflation et des déficits qui domine la politique macroéconomique actuelle doit être remplacée par une approche plus équilibrée, plus patiente et plus humaine axée sur l'accroissement de la capacité de la population canadienne à travailler, à gagner sa vie et à bien vivre. C'est cela, plutôt que l'atteinte de cibles numériques arbitraires, qui devrait être le but ultime de la politique monétaire.

Centre for
FutureWork



CONGRÈS DU TRAVAIL DU CANADA