

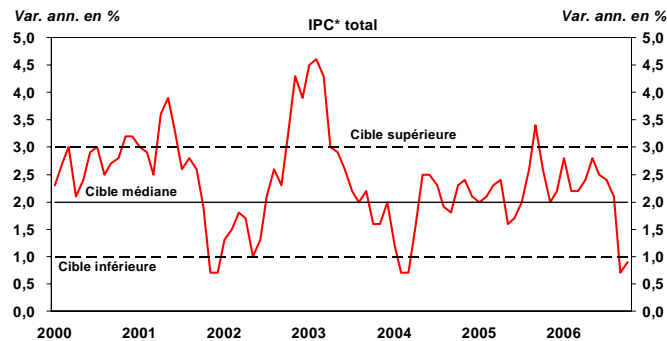
7 décembre 2006

La Banque du Canada doit-elle éviter de réduire ses taux directeurs en raison de la hausse des prix de l'immobilier?

Dans ce *Point de vue économique*, nous isolons les éléments qui ont le plus influencé la croissance des prix au cours des derniers mois et en dégageons les conséquences pour l'évolution future des prix. Nous constatons, entre autres, qu'outre les fluctuations des prix de l'énergie, la tendance de l'inflation ne repose que sur quelques éléments principaux, dont la croissance des prix immobiliers dans l'ouest du pays. Dans ces conditions, il est primordial pour la gestion de la politique monétaire de distinguer les facteurs temporaires des tendances de moyen et de long terme.

Comme on peut le constater au graphique 1, l'indice des prix à la consommation (IPC) a subi de grands soubresauts au cours des derniers mois et le taux annuel d'inflation totale est récemment descendu sous la cible inférieure (1 %) de la Banque du Canada. Cette situation ne semble cependant pas pousser les autorités monétaires à réduire le taux cible des fonds à un jour. En réalité, elles jugent plutôt que les risques à la baisse entourant l'évolution des prix sont équilibrés par rapport aux risques à la hausse.

Graphique 1
Canada : l'inflation totale diminue sous la fourchette cible



* Indice des prix à la consommation.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

La baisse des prix de l'énergie réduit l'inflation

Il faut noter que les prix de l'énergie ont fluctué de façon importante depuis quelques années. Plus spécifiquement, les prix du pétrole brut et du gaz naturel ont connu de grandes variations au sein des marchés internationaux au cours des derniers mois et ces soubresauts se

sont inévitablement transmis aux prix à la consommation au pays. Par exemple, le prix moyen de l'essence ordinaire à la pompe au Canada a atteint un sommet de 126 ¢ le litre lors du relevé hebdomadaire du 6 septembre 2005 effectué par le gouvernement fédéral. Rappelons que le passage d'ouragans dans la région du golfe du Mexique avait fortement contribué à l'époque à une accélération des prix de l'énergie. Ainsi, le taux annuel d'inflation totale se chiffrait à 3,4 % en septembre 2005, soit un niveau légèrement supérieur à la fourchette cible de la Banque du Canada. Un an plus tard, les craintes associées à l'approvisionnement de pétrole se sont grandement adoucies. Non seulement la saison 2006 des ouragans a été beaucoup moins ravageuse, mais des signes d'une croissance économique moins robuste sur la planète, en particulier aux États-Unis, se manifestent de plus en plus. Ainsi, au moment d'écrire ces lignes, le prix du baril de pétrole (WTI : West Texas Intermediate) avoisinait les 60 \$ US, comparativement à un peu plus de 75 \$ US en août dernier. Cette baisse a été bénéfique aux consommateurs canadiens alors que le prix moyen de l'essence ordinaire est descendu aux alentours de 90 ¢ le litre, réduisant du même coup le taux annuel d'inflation totale à un niveau légèrement inférieur à 1 %.

Le prix du gaz naturel sur les marchés financiers a aussi été particulièrement volatil au cours des derniers mois. Outre les soubresauts habituels associés aux conditions météorologiques et à la demande, ce dernier a aussi fait l'objet d'une grande spéculation en raison des transactions associées à un fonds de couverture. Ainsi, le prix du gaz naturel sur les marchés internationaux a diminué d'environ 50 % depuis son sommet du 13 décembre 2005.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

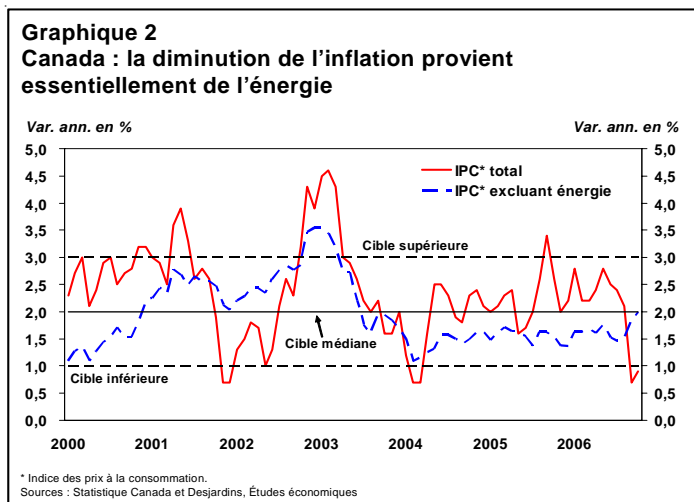
Tél. : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336

Benoit P. Durocher

Économiste

Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Ces réductions des prix de l'énergie expliquent donc une grande part de la diminution du taux annuel d'inflation totale observé au cours des derniers mois. D'ailleurs, le graphique 2 démontre que la variation annuelle de l'IPC excluant l'énergie n'a pas suivi la baisse de l'indice total. La diminution de l'inflation a aussi été amplifiée par l'entrée en vigueur le 1^{er} juillet dernier de la réduction de 1 % (de 7 % à 6 %) de la taxe fédérale sur les produits et les services (TPS). Selon les estimations de Statistique Canada, cette diminution de la TPS, combinée à une légère hausse des taxes d'accise sur les produits du tabac, aurait engendré une baisse de 0,5 % de l'IPC.

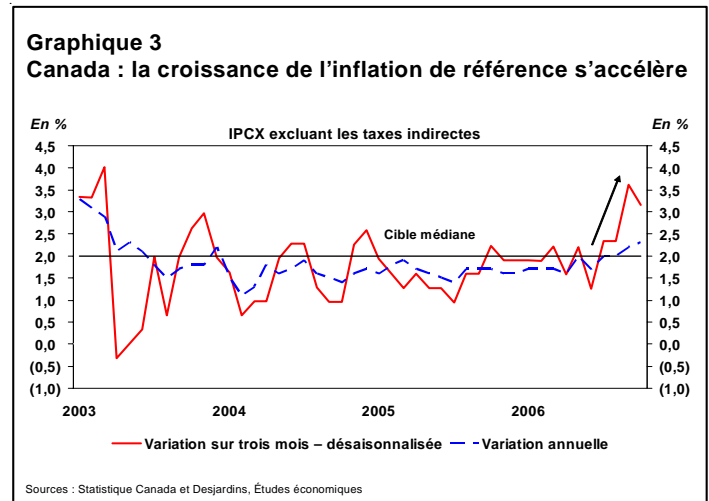


L'effet baissier des fluctuations des prix de l'énergie et des modifications des taxes indirectes sur l'IPC ne devraient être cependant qu'un phénomène temporaire et transitoire. Dans ces circonstances, on comprend la Banque du Canada de faire abstraction de ces développements dans la gestion de sa politique monétaire. Pour ce faire, les autorités monétaires utilisent l'indice de référence, soit l'IPCX qui exclut les huit composantes les plus volatiles¹ (dont l'essence et le gaz naturel) ainsi que l'effet des taxes indirectes. L'évolution de l'indice de référence donne donc une meilleure information sur la tendance de l'inflation au pays et revêt, par conséquent, une grande importance dans l'orientation de la gestion de la politique monétaire.

¹ Les huit composantes les plus volatiles identifiées par la Banque du Canada sont les suivantes : les fruits, les préparations à base de fruits et les noix; les légumes et les préparations à base de légumes; le coût d'intérêt hypothécaire; le gaz naturel; le mazout et les autres combustibles; l'essence; le transport interurbain; les produits du tabac et les articles pour fumeurs.

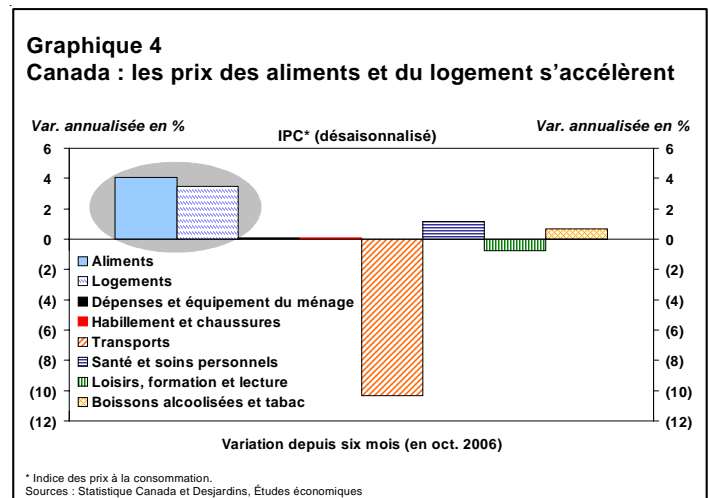
L'inflation de référence s'accélère

Comme on peut le constater dans le graphique 3, la progression de cet indice de référence est demeurée assez stable depuis 2004. Une certaine accélération peut toutefois être observée depuis quelques mois, ce qui témoigne d'une légère accentuation des pressions haussières sur l'inflation tendancielle. Cela constitue sans aucun doute une montée trop abrupte, voire un risque pour le scénario de la Banque du Canada, en particulier si cela devait s'avérer un phénomène persistant.

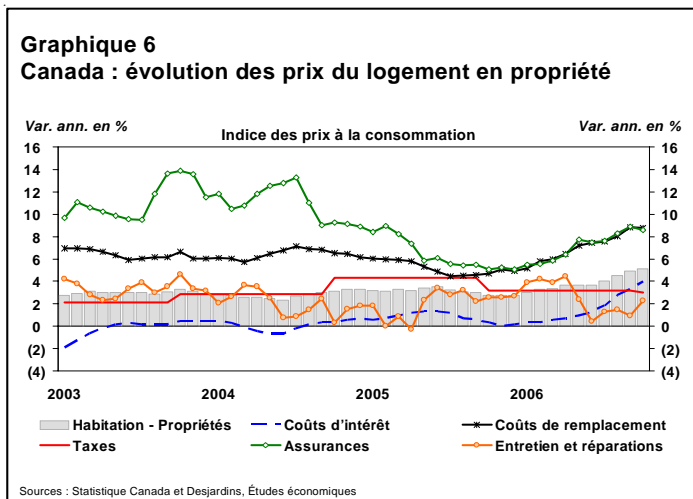
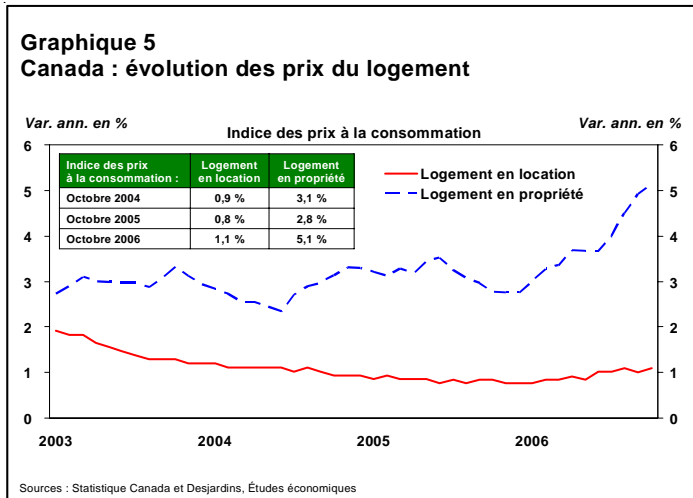


L'inflation et les prix de logements neufs

D'où provient cette récente accélération? L'analyse de la progression des principales composantes du panier de l'IPC permet de constater que ce sont les aliments et le logement qui affichent la croissance la plus rapide au cours des derniers mois (graphique 4). Du côté des aliments, la croissance provient essentiellement des prix des fruits et des légumes frais. Or, ces deux composantes sont exclues de l'indice IPCX et ne peuvent donc pas en expliquer la récente progression.



C'est donc dire que la récente accélération de l'inflation de référence s'explique en grande partie par la composante du logement. La hausse des coûts associés aux loyers étant demeurée pratiquement inchangée depuis quelques années, l'essentiel des récentes fluctuations de la composante du logement provient des prix associés aux propriétés (graphique 5). La hausse des prix des logements en propriété est surtout attribuable à trois facteurs : 1) les coûts d'intérêt; 2) les primes d'assurance; 3) le coût de remplacement (graphique 6).

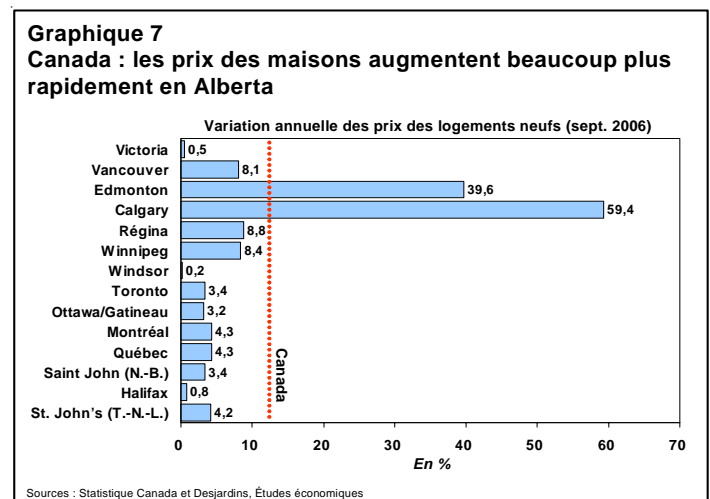


Après être demeurée pratiquement nulle depuis la mi-2003, la croissance annuelle des frais d'intérêt s'est accélérée au cours des derniers mois sous l'effet combiné de la hausse des taux d'intérêt directeurs de la Banque du Canada et de l'augmentation des taux obligataires. Ainsi, le taux préférentiel des institutions financières, qui était à seulement 4,50 % en octobre 2005, s'élevait à 6,00 % un an plus tard, une hausse qui s'est immédiatement répercutée sur la plupart des hypothèques variables. En ce qui concerne les taux hypothécaires fermés, même si une tendance légèrement à la

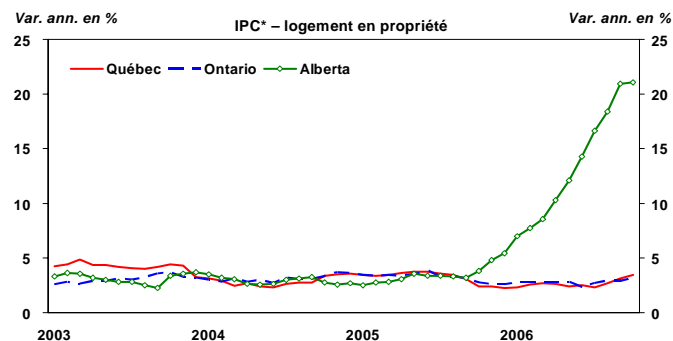
baisse semble se matérialiser depuis peu, la remontée des taux obligataires observée jusqu'à l'été dernier a favorisé une augmentation des taux en vigueur au sein des institutions financières pendant une bonne partie des douze derniers mois. Les taux actuels des hypothèques fermées sont donc encore supérieurs à ceux affichés en octobre 2005. Il faut cependant ajouter que la progression des frais d'intérêt sur les hypothèques ne peut pas expliquer l'accélération de l'indice de référence de la Banque du Canada puisqu'il s'agit d'une des huit composantes les plus volatiles exclues des calculs.

On doit donc se retourner vers les deux autres sources d'augmentation des prix des logements en propriété, soit les primes d'assurance et le coût de remplacement. Ce dernier, qui représente la portion usée des logements, est estimé à partir des prix des maisons neuves en excluant le terrain. La hausse des prix des maisons observée au cours des dernières années a donc provoqué une augmentation significative de cette composante de l'IPC. Les primes d'assurance habitation sont également liées à la valeur des propriétés. Plus le prix d'un logement est élevé, plus son coût de remplacement est grand et plus importante sera la prime d'assurance.

Au bout du compte, une grande part de la récente accélération de l'indice de référence de la Banque du Canada repose donc sur la progression des prix des maisons. Or, de grandes disparités régionales sont actuellement perceptibles au sein de la valeur des maisons à travers le pays. Plus particulièrement, l'Alberta connaît une importante croissance des prix immobiliers et dépasse largement, à ce chapitre, la moyenne des autres régions au pays. Ainsi, une grande portion de l'accélération de la composante logement en propriété de l'indice des prix à la consommation provient de cette province de l'Ouest.



Graphique 8
Évolution de l'inflation associée à la détention d'une propriété au Québec, en Ontario et en Alberta

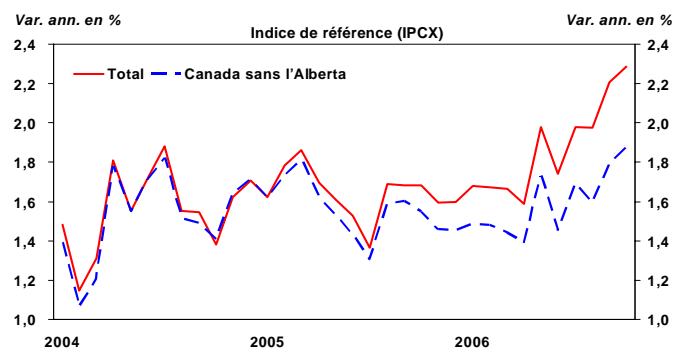


* Indice des prix à la consommation.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Par contre, la composante du logement en propriété ne représente que 14,91 % de l'ensemble du panier de l'IPC albertain et le poids de cette province dans le panier total de l'IPC canadien n'est que de 10,93 %. En définitive, l'importance relative du logement en propriété en Alberta dans l'ensemble du panier de l'IPC canadien n'est pas très élevée, soit à seulement 1,6 %. À titre de comparaison, l'importance relative du logement en propriété en Ontario est de 7,1 %. Malgré tout, l'ampleur de la progression des prix des maisons en Alberta est telle qu'une incidence significative se fait tout de même sentir de l'IPC national. Par exemple, une hausse de 20 % des prix des logements en propriété en Alberta contribue à une augmentation d'environ 0,3 % de l'IPC total canadien.

La croissance des prix en Alberta influence également l'indice de référence de la Banque du Canada (IPCX), dont la progression s'est récemment accélérée comme nous l'avons déjà mentionné. Ainsi qu'en témoigne la variation annuelle de la version nationale de l'IPCX et de celle excluant l'Alberta, cette province est actuellement à l'origine d'un écart d'environ 0,4 % entre les deux ver-

Graphique 9
La croissance des prix albertains gonfle l'inflation de référence

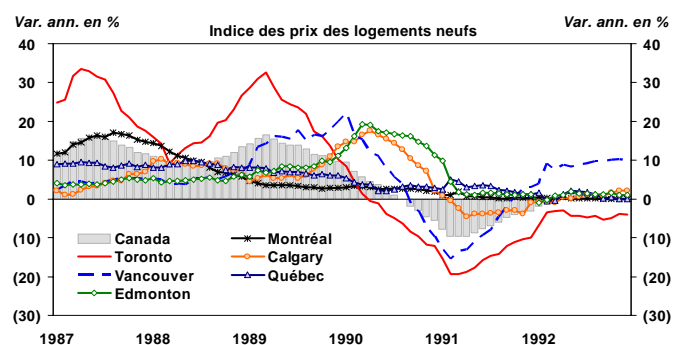


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

sions (graphique 9). D'ailleurs, ce n'est qu'à compter de 2005 qu'un tel écart peut être observé, période à partir de laquelle les prix de l'immobilier ont commencé à s'accélérer en Alberta. Ainsi, la croissance annuelle de l'IPCX excluant l'Alberta est présentement à un niveau semblable à celui observé au début de l'année 2005, tandis que celle de la version nationale se situe à un niveau inégalé depuis mai 2003.

Ce n'est pas la première fois qu'une hausse prononcée des prix immobiliers est observée au pays. Par exemple, les prix des maisons neuves avaient augmenté de façon rapide à Toronto à la fin des années 80, ce qui s'était d'ailleurs traduit par une certaine accélération de l'inflation (graphique 10). La Banque du Canada avait même rehaussé de façon substantielle ses taux d'intérêt. La comparaison entre cet épisode et la situation actuelle est toutefois hasardeuse. À l'époque, le taux annuel d'inflation totale se maintenait à des niveaux relativement élevés et l'introduction (en 1991) d'une nouvelle politique monétaire visant à restreindre la croissance des prix à l'intérieur d'une fourchette cible avait contribué à un resserrement des taux d'intérêt directeurs. Il faut dire également que le poids de l'Ontario dans l'économie canadienne est très important, de sorte que l'évolution de ses prix a une plus grande incidence sur la moyenne nationale. De plus, cette hausse des prix avait été attisée par une augmentation importante des salaires des employés de la fonction publique ontarienne. La fin des années 80 était aussi marquée par une responsabilité fiscale discutable alors que la plupart des gouvernements affichaient un déficit budgétaire.

Graphique 10
Canada : bulle immobilière de la fin des années 80



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Mentionnons également que même si la hausse des prix de l'immobilier avait débuté à Toronto, plusieurs centres urbains avaient aussi connu par la suite une croissance assez rapide de leurs prix. Or, la croissance des prix

immobiliers semble cette fois-ci plus isolée et l'écart entre la variation annuelle de l'indice des prix des logements neufs en Alberta par rapport aux autres provinces est beaucoup plus grand que ce qui avait été observé à l'approche des années 90.

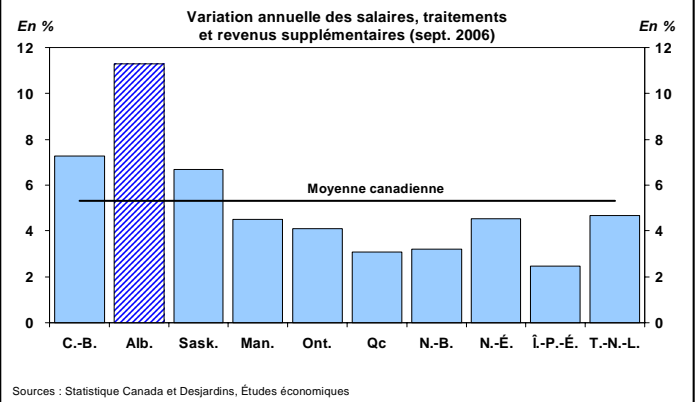
Les effets de diffusion sont limités

On peut donc en conclure que tant que l'augmentation des prix se limitera au marché immobilier albertain, les craintes d'une accélération significative de l'inflation canadienne seront vraisemblablement assez limitées. Le danger, d'un point de vue de la gestion de la politique monétaire, provient davantage des possibilités de diffusion de ces pressions inflationnistes. D'une part, la forte demande enregistrée au sein du marché immobilier albertain pourrait se répandre au sein des autres provinces. Ce risque est toutefois assez restreint. Même si de nombreuses provinces affichent une croissance notable des prix des maisons neuves, leurs taux de croissance demeurent largement inférieurs à celui observé dans l'Ouest. De plus, l'explosion des prix de l'immobilier en Alberta s'explique en grande partie par la vitalité du secteur de l'énergie, qui attire non seulement de nombreux travailleurs, mais entraîne aussi une croissance rapide des salaires. Or, la plupart des autres provinces ne bénéficient pas des bienfaits du secteur énergétique, de sorte que cela demeure un phénomène circonscrit. En fait, la vive appréciation du huard engendre plutôt de nombreuses difficultés au sein des autres provinces comme en Ontario et au Québec, une situation qui n'est évidemment pas propice à une forte progression du marché immobilier. La croissance des prix des logements neufs en Alberta est donc le résultat d'une accentuation localisée de la demande qui découle des ajustements actuellement en cours au sein de l'économie canadienne. Par exemple, les données sur la migration interprovinciale illustrent bien à quel point pratiquement toutes les provinces ont vu une partie de leur population

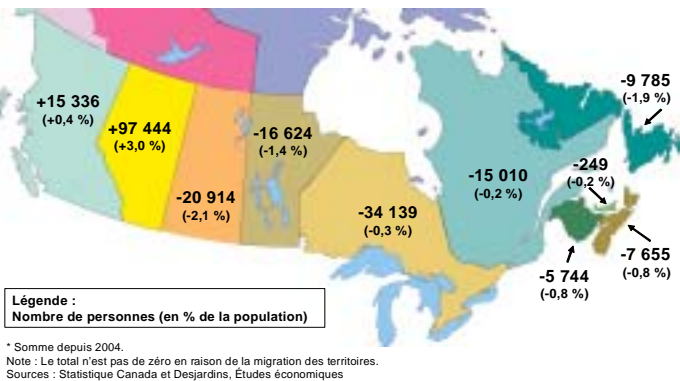
migrer vers l'Ouest du pays (graphique 11). Plus particulièrement, l'Alberta a bénéficié depuis 2004 de l'arrivée de 97 444 nouveaux habitants en provenance des autres provinces, soit l'équivalent de 3 % de sa population. Ce phénomène a d'ailleurs pris de l'ampleur au cours des derniers mois, puisque près de 50 % de tous ces gains n'ont été observés que depuis la fin de 2005.

Un autre effet de diffusion pourrait provenir des pressions sur le marché du travail. Avec un taux de chômage à un creux historique, le marché du travail albertain est indéniablement en situation de pénurie, ce qui se traduit par une croissance rapide des revenus de travail (graphique 12). Cette croissance abrupte de la rémunération demeure toutefois essentiellement concentrée en Alberta, de sorte qu'il semble y avoir peu d'effets d'entraînement au sein des autres provinces. Ici aussi, ces disparités entre les provinces illustrent bien l'impact de la vitalité du secteur de l'énergie ainsi que les ajustements en cours au sein de l'économie.

Graphique 12
Canada : croissance des revenus de travail

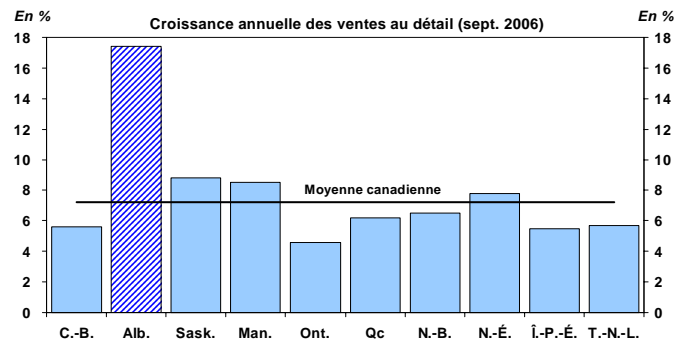


Graphique 11
Canada : solde migratoire interprovincial*



Enfin, un troisième effet possible concerne la vitalité de la demande intérieure albertaine, qui profite évidemment de la bonne tenue du secteur de l'énergie mais aussi de la croissance des revenus de travail (graphique 13 situé à la page suivante). De plus, à l'image de la situation américaine, les ménages albertains ont vu leurs actifs immobiliers s'accroître considérablement avec l'augmentation des prix des maisons et cet effet de richesse pourrait également jouer un rôle dans la croissance des dépenses de consommation de la province. On pourrait craindre que ce dynamisme des dépenses de consommation amène un accroissement des pressions sur les prix de la province. La variation annuelle des prix albertains excluant les aliments, l'essence ainsi que les composantes du logement – tous des éléments qui ont particulièrement fluctué au cours des derniers mois – affiche cepen-

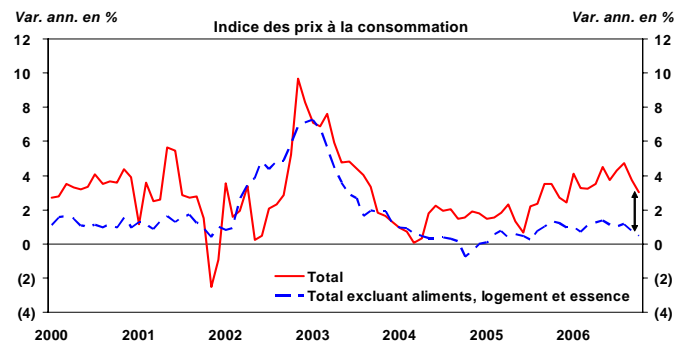
Graphique 13
Canada : les dépenses de consommation sont plus importantes en Alberta



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

tant une plus grande stabilité que l'inflation totale (graphique 14). C'est donc dire que les soubresauts actuels sont visiblement loin d'être généralisés. Ceci s'explique, entre autres, par la grande proportion des biens et services importés, car, à l'image des autres provinces, l'Alberta est une économie très ouverte. Puisque les pressions inflationnistes demeurent largement sous contrôle ailleurs en Amérique du Nord, les prix des biens et services importés dans la province sont plutôt stables, ce qui limite la hausse des prix en général. De plus, les échanges commerciaux avec le reste du monde sont aujourd'hui plus importants qu'autrefois et les entreprises albertaines concurrencent à un échelon planétaire, ce qui limite leur aptitude à augmenter leurs prix. On peut donc en déduire que le risque d'une accélération généralisée de l'inflation en Alberta demeure assez faible, et ce, même si les dépenses de consommation sont très fortes.

Graphique 14
Alberta : l'inflation excluant les éléments volatiles est plutôt stable

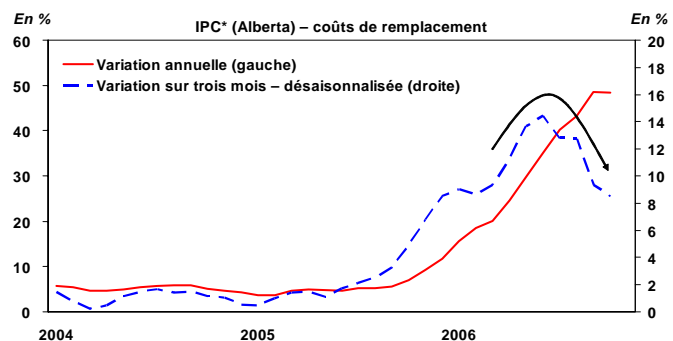


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Que peut-on conclure? D'une part, la récente accélération de l'inflation de référence est très localisée et

s'explique essentiellement par une croissance plus rapide des prix de l'immobilier en Alberta. Or, il serait très étonnant que la croissance annuelle des prix des maisons neuves, qui frôle déjà le 60 % à Calgary, puisse s'intensifier davantage. En fait, l'évolution récente des derniers mois indique plutôt que la progression des prix des maisons neuves tend à s'estomper dans la province (graphique 15). Dans ces circonstances, l'impact de l'immobilier albertain sur l'ensemble des prix au pays ne s'accroîtra vraisemblablement pas.

Graphique 15
Alberta : la vive augmentation des prix des maisons semble s'apaiser



* Indice des prix à la consommation.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

D'autre part, les risques d'une propagation des pressions inflationnistes observées au sein du marché immobilier albertain aux autres biens et services en Alberta de même qu'ailleurs au pays semblent très limités. Il faut dire que si la croissance de l'économie albertaine s'est accélérée au cours des dernières années, son potentiel de croissance est également plus élevé en raison d'un déplacement de l'activité économique en provenance des autres provinces, de la migration interprovinciale et des investissements nombreux, ce qui réduit les risques de surchauffe.

D'un point de vue plus général, il faut également mentionner que la faiblesse de l'économie américaine constitue un risque à la baisse pour la demande de produits et services canadiens et, par conséquent, albertains. Cela pourrait se refléter par une croissance moins rapide des prix, ce qui amènerait une résorption des pressions actuelles en Alberta.

Implications pour la Banque du Canada

La Banque du Canada administre sa politique monétaire en fonction de l'ensemble du pays et, par conséquent, la cible d'inflation est basée sur l'IPC total national qui tient compte de la moyenne des pressions inflationnistes au

pays. Or, l'Alberta représente à peine 15 % de l'ensemble du panier de l'indice des prix à la consommation. Par conséquent, cette province influence moins fortement la politique monétaire que le Québec ou l'Ontario, dont le poids combiné s'élève à plus de 60 % du panier de l'IPC.

De plus, le bilan de la politique monétaire canadienne au cours des dernières années est plutôt bon, comme en témoigne le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible. La crédibilité de la Banque à cet égard s'est visiblement accrue depuis le début des années 90, de sorte que les ajustements de la politique monétaire aux différents chocs sont aujourd'hui moins accentués. En ce sens, on peut croire que la réaction des autorités monétaires à la forte croissance des prix immobiliers en Alberta sera plus faible qu'à une autre époque en pareilles circonstances, comme l'épisode du marché immobilier torontois à la fin des années 80.

En raison de leur nature prudente, on peut comprendre que les autorités monétaires canadiennes continuent à maintenir un scénario de risques équilibrés concernant l'inflation. À notre avis, les menaces associées aux prix de l'immobilier albertain devraient toutefois s'estomper graduellement, de sorte que les risques à la baisse pourraient devenir prépondérants. Ainsi, la Banque du Canada pourrait opter pour un assouplissement des conditions monétaires, et le taux cible des fonds à un jour devrait par conséquent être abaissé à quelques reprises en 2007 (probablement deux diminutions de 0,25 %). Par contre, notre scénario comporte une accélération de la croissance économique à compter de la mi-2007, de sorte que l'assouplissement monétaire devrait être limité et de courte durée. En fait, l'amélioration des perspectives économiques devrait ouvrir la voie à un retour de la tendance haussière des taux d'intérêt directeurs en 2008 et en 2009.

Benoit P. Durocher
Économiste
514 281-2307

Remerciements

L'auteur tient à remercier Jean-Pierre Aubry pour ses commentaires et suggestions.

Bibliographie

- CROSS, Philip, et Geoff Bowlby. « L'irrépressible poussée économique de l'Alberta : l'éclosion de la rose de l'Ouest », *L'Observateur économique canadien*, Statistique Canada, septembre 2006.
- KOSTENBAUER, Klaus. « La dépréciation du logement dans l'IPC canadien », Statistique Canada, novembre 2001.
- O'DONNELL, Gerry, et Marc Prud'homme. « Une analyse des prix à la consommation en 2005 », Statistique Canada, mai 2006.
- STATISTIQUE CANADA. « L'indice des prix à la consommation », octobre 2006.