

La poussée des prix du pétrole et de la nourriture devrait-elle inciter la Fed à cibler l'inflation totale?

En dépit d'un ralentissement économique aux États-Unis, les craintes inflationnistes demeurent à l'avant-plan au sein des pays industrialisés. Pour plusieurs, la persistance des prix élevés du pétrole et la montée en flèche des prix de certaines denrées alimentaires sont préoccupantes. Dans le compte rendu de la dernière réunion du FOMC, la Réserve fédérale américaine (Fed) a émis ses inquiétudes face à l'inflation : « ...the increase in crude oil prices to record levels, together with rapid increases in food and import prices in recent months, [is] likely to put upward pressure on inflation over the next few quarters ».

Dans un contexte de hausses soutenues des prix du pétrole et de la nourriture, est-il justifié pour la Fed de continuer à focaliser son attention sur l'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie? À notre avis, la situation actuelle présente trois dangers potentiels et interreliés pour les prix à la consommation : 1) la persistance de l'accroissement des prix du pétrole et des denrées alimentaires de base; 2) l'incidence sur les anticipations inflationnistes; et 3) les effets de diffusion à l'inflation sous-jacente.

Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons que malgré les changements structurels qui s'opèrent depuis le début de la décennie, notamment les déséquilibres entre la demande et l'offre pour les matières premières, la hausse marquée et continue des prix du pétrole et de certains aliments ne devrait pas engendrer une augmentation durable de l'inflation tendancielle. La mondialisation, les gains de productivité des économies émergentes, la diminution des pouvoirs de négociation des syndicats de travailleurs et la crédibilité des banques centrales devraient limiter les effets de diffusion à l'ensemble des prix à la consommation. Afin de contrôler les anticipations inflationnistes, la Fed peut difficilement faire fi de l'évolution de l'inflation totale, mais, dans la gestion mensuelle de la politique monétaire, l'inflation de base demeure un meilleur indicateur de l'inflation tendancielle.

INFLATION TOTALE VS INFLATION DE BASE

L'inflation reflète une augmentation durable de l'ensemble des prix à la consommation et des salaires. Généralement, elle est mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC)¹.

L'indice total est aussi désagrégé en différents sous-indices pour refléter la part occupée par les services, les matières premières, les biens non durables, l'énergie, etc. (tableau 1).

¹ En fait, la Fed porte surtout son attention sur le déflateur des dépenses de consommation, une mesure différente mais relativement semblable à l'IPC. Toutefois, comme les marchés financiers réagissent surtout à l'évolution de l'IPC, publié préalablement au déflateur des dépenses de consommation au cours du mois, le *Point de vue économique* s'attardera surtout sur l'IPC.

Une mesure populaire est l'IPC de base, qui exclut les aliments et l'énergie².

Pour les ménages, qui achètent au jour le jour de l'essence, de la nourriture et divers autres biens de consommation, l'inflation totale est l'important. C'est elle qui dicte à quel rythme le coût de la vie augmente. C'est en comparant l'inflation totale à l'accroissement des revenus que l'on peut déterminer si le niveau de vie des ménages s'améliore ou se détériore.

² À titre comparatif, l'indice de référence de la Banque du Canada exclut les huit éléments les plus volatils ainsi que l'effet des taxes indirectes.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Martin Lefebvre
Économiste principal

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Tableau 1

Indice des prix à la consommation

	Importance relative	
	Décembre 2007	Non ajusté (en %) Avril 2007 à avril 2008
Dépenses		
Total	100,000	3,9
Aliments et boissons	14,914	5,0
Aliments	13,833	5,1
À domicile	7,660	5,9
Céréales et produits de boulangerie	1,030	8,9
Hors domicile	6,173	4,1
Logements	42,427	3,0
Combustibles et services publics	5,128	8,6
Vêtements	3,731	-0,7
Transports	17,688	7,2
Ventes de véhicules automobiles neufs et usagés	7,191	-0,4
Carburant	5,482	21,1
Soins médicaux	6,231	4,3
Loisirs	5,647	1,2
Éducation et communication	6,086	3,2
Autres biens et services	3,277	3,5
Matières premières et services		
Matières premières	41,269	4,8
Non durables excluant aliments et boissons	15,519	8,9
Services	58,731	3,3
Spécial		
Énergie	9,698	15,9
Total excluant énergie	90,302	2,7
Total excluant aliments et énergie	76,469	2,3

Source : Bureau of Labor Statistics

Tableau 2

Volatilité* mensuelle de l'IPC

	Écart-type	Contribution en % à l'inflation totale
Total	0,2436	100,0
Excl. aliments et énergie	0,1839	75,5
Excl. énergie	0,1683	69,1
Énergie	2,1855	897,2
Aliments	0,2640	108,4
Habitation	0,2314	95,0
Vêtements	0,4583	188,1
Transports	0,9413	386,4
Soins médicaux	0,2167	89,0
Matières premières	0,4511	185,2
Services	0,2207	90,6
Autres biens et services	0,4650	190,9

* Écart-type depuis 1980.

Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

d'offre temporaires, liés à la température ou à des crises géopolitiques, et pour lesquels un changement de politique monétaire a peu d'effet³.

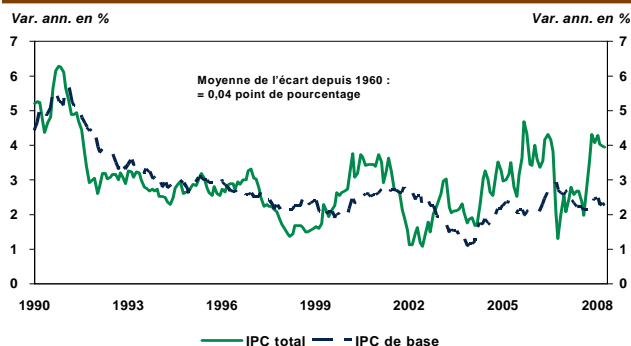
LA FED DOIT-ELLE COMMENCER À CIBLER L'INFLATION TOTALE?

Dans la mesure où ces éléments volatils n'exhibent pas de tendance soutenue, mais fluctuent plutôt autour du taux d'inflation de base (graphique 1), ils n'ont aucune influence sur l'inflation sous-jacente et devraient être ignorés. La moyenne de l'écart entre l'inflation totale et l'inflation de base, qui est de 0,04 point de pourcentage depuis 1960, donne en quelque sorte raison à la Fed de s'attarder davantage à l'inflation qui exclut les aliments et l'énergie dans l'élaboration de sa politique monétaire. Dans ces conditions, l'inflation de base s'avère être un meilleur indicateur de l'inflation tendancielle qui résulte de l'activité économique (demande

Dans l'élaboration de sa politique monétaire, toutefois, la Fed s'attarde à l'inflation de base, soit celle de l'indice qui exclut les aliments et l'énergie. C'est que ces éléments se montrent parfois très volatils (tableau 2) en raison de chocs

³ De toutes les composantes, l'énergie exhibe le plus de volatilité mensuelle lorsqu'elle est mesurée par l'écart-type. Les aliments sont aussi volatils (moins que l'énergie), mais peuvent ne pas évoluer dans le même sens que les prix de l'énergie, si bien que la mesure la plus stable s'avère l'IPC qui exclut (uniquement) l'énergie.

Graphique 1 – Les aliments et l'énergie ont tendance à fluctuer autour de l'inflation de base



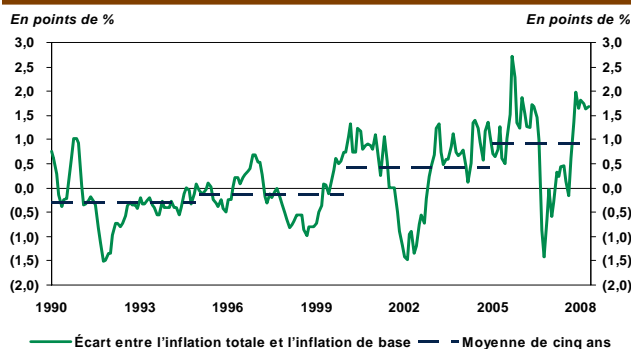
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

agrégée pour les biens et services, utilisation des capacités de production, conditions du marché du travail...).

Si l'utilisation de l'inflation de base est justifiée, alors les craintes inflationnistes actuelles ne le sont pas, puisque les sources présentes de l'inflation proviennent essentiellement de l'énergie et de la nourriture. Alors que l'inflation totale s'est chiffrée à 3,9 % en avril (et a même atteint 4,4 % au début de l'année), le glissement annuel de l'indice qui exclut les aliments et l'énergie a été de 2,3 %, soit près de la moitié plus faible.

Le problème que les prix du pétrole et de certaines denrées alimentaires reflètent d'importants changements structurels et semblent revêtir un caractère durable. Par conséquent, ils risquent de s'avérer eux-mêmes une importante source de l'inflation tendancielle (graphique 2).

Graphique 2 – L'écart entre l'inflation totale et l'inflation de base évolue à la hausse



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ce contexte, la Fed devrait-elle plutôt s'attarder à l'inflation totale? Pour répondre à cette question, il faut expliquer la poussée récente des prix des matières premières, et tenter de prévoir les tendances futures.

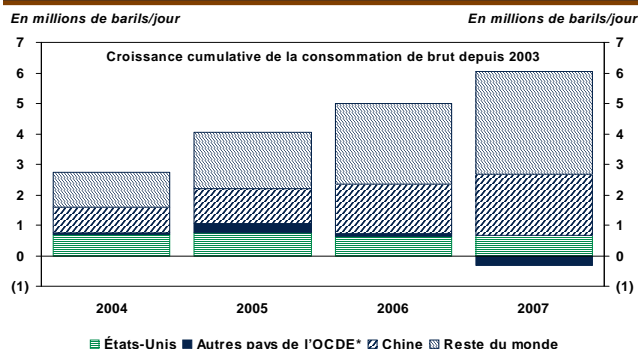
LES PRIX ÉLEVÉS DU PÉTROLE ET DE CERTAINS ALIMENTS SONT-ILS JUSTIFIÉS?

Avec le ralentissement en cours de l'économie américaine, il semble difficile de justifier la hausse frénétique des prix du pétrole observée récemment. Toutefois, si le niveau actuel paraît surévalué par rapport aux facteurs fondamentaux⁴, la tendance haussière n'a rien de surprenant. Dans une étude publiée en novembre 2006⁵, nous arrivions à la conclusion :

« ...la hausse des prix des ressources naturelles n'est pas uniquement attribuable à l'accroissement de la demande mondiale, mais aussi à un problème d'offre [...] des changements structurels, d'abord au niveau de l'importance grandissante de la demande asiatique, puis au niveau du désinvestissement graduel en exploration au cours des dernières décennies, suggèrent que les prix réels des ressources naturelles ne redescendront pas à leur tendance de long terme [...] la place de plus en plus prépondérante que prennent les économies chinoise, indienne et autres [...] porte à croire que les États-Unis ne sont plus les seuls à influencer sur les prix mondiaux. Nous maintenons ainsi notre optimisme : [toute] correction des prix des matières premières [...] ne sera que le prélude à la poursuite de la tendance haussière observée au cours des dernières années. »

Selon le Fonds monétaire international (FMI), les économies émergentes ont contribué pour près de 95 % de l'accroissement de la demande de pétrole depuis 2003 (graphique 3). Au même moment, les coûts moyens associés à l'investissement

Graphique 3 – Depuis 2003, la croissance de la consommation de pétrole s'est faite dans les pays émergents



* Organisation de coopération et de développement économiques.
Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

⁴ Voir le *Point de vue économique* « Les prix actuels du pétrole sont-ils justifiés? », 30 avril 2008, pour une description complète des facteurs fondamentaux régissant l'évolution des prix du pétrole et leur niveau d'équilibre.

⁵ Voir le *Point de vue économique* « Ralentissement mondial en vue : doit-on s'attendre à une correction marquée des prix des matières premières? », 17 novembre 2006.

dans de nouvelles capacités de production ont doublé, passant de 5 \$ US le baril en 2000, à 10 \$ US le baril en 2007. Ainsi, au fur et à mesure que les capacités excédentaires de pétrole se sont tariées, les intervenants sur le marché du pétrole sont devenus extrêmement sensibles à toute nouvelle touchant l'approvisionnement du pétrole ou les crises géopolitiques. Résultat : les prix du pétrole ont augmenté d'environ 500 % depuis 2003.

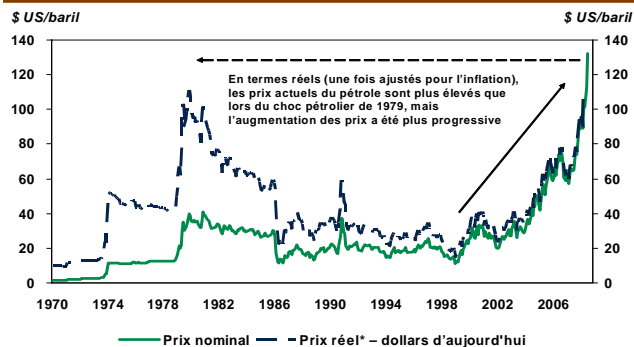
En ce qui a trait à la nourriture, nous tenterons d'expliquer plus en détail la montée frénétique de certaines denrées alimentaires dans une étude subséquente. En attendant, voici un bref aperçu. D'abord, les coûts d'exploitation sont à la hausse, reflet de l'augmentation des prix du pétrole et du transport. Puis, des facteurs temporaires tels que des sécheresses et de mauvaises récoltes ont aussi joué un rôle. Par ailleurs, il faut tenir compte de l'impact des politiques visant à accroître l'utilisation des biocarburants sur les prix des denrées de base. Le FMI estime que l'augmentation de la demande pour les biocarburants compte pour 70 % de la hausse des prix du maïs et pour 40 % de celle des prix du soya⁶.

DOIT-ON CRAINDRE LES PRIX ÉLEVÉS DU PÉTROLE ET DE LA NOURRITURE?

Il ne faut pas tirer de conclusion trop rapidement. La hausse des prix du pétrole est certes préoccupante, mais elle ne doit pas nécessairement avoir de répercussion sur l'inflation totale. À preuve, les prix du pétrole ont fortement augmenté entre 2003 et 2007, mais toute réaction des banques centrales afin de contrer les mouvements transitoires de l'inflation totale aurait clairement été une erreur.

Pour plusieurs, la raison réside dans la nature et l'ampleur de la crise actuelle. Lors des chocs d'offre de 1973 et de 1979,

Graphique 4 – Les prix actuels du pétrole sont à un niveau inégalé



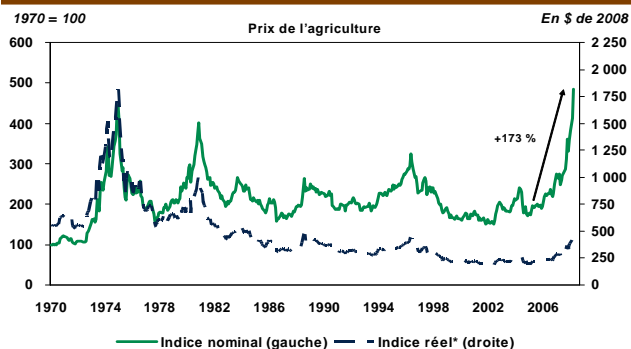
* Déflaté par l'IPC américain.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

⁶ Remarques de John Lipsky, *First Deputy Managing Director*, FMI, devant le *Council on Foreign Relations*, New York, 8 mai 2008.

les prix du pétrole ont augmenté de 300 % et de 200 %, respectivement, en l'espace de quelques mois. À l'inverse, le choc de demande actuel s'est étalé sur plusieurs années, provoquant une augmentation graduelle des prix beaucoup mieux assimilée (graphique 4).

En ce qui a trait à la nourriture, les prix se sont toujours montrés hautement cycliques au fil du temps et, en termes réels, ils demeurent faibles sur une base historique (graphique 5). Par ailleurs, la hausse marquée des prix de certaines céréales peut avoir des répercussions navrantes pour les ménages dont le faible revenu est consacré en grande partie à l'alimentation, mais le poids des céréales et des produits de boulangerie dans l'indice total est particulièrement faible (1,03 %) aux États-Unis.

Graphique 5 – Le prix des denrées agricoles est en forte hausse

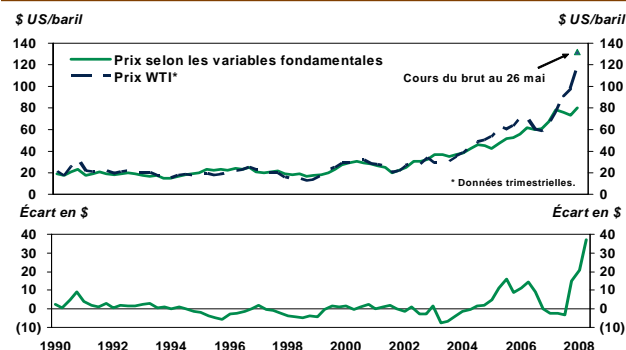


* Déflaté par l'IPC américain.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LE RYTHME DE CROISSANCE DES PRIX DU PÉTROLE EST INSOUTENABLE

Si les changements structurels en cours font que le niveau élevé des prix du pétrole ne sera pas renversé, le rythme de croissance observé récemment est clairement insoutenable. C'est que les prix actuels du pétrole ne reflètent pas l'évolution des variables fondamentales. Il y a peu de changements qui justifient une augmentation aussi marquée de la demande

Graphique 6 – Le prix actuel du pétrole renferme une prime d'environ 35 \$ liée essentiellement à la spéculation



WTI : West Texas Intermediate
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

des pays émergents depuis les premiers mois de 2008 (le dernier trimestre disponible) et, par conséquent, la hausse récente reflète essentiellement la spéculation des marchés (graphique 6).

Or, c'est le changement dans la variation annuelle des prix du pétrole qui est important. Après que les cours du brut ont augmenté de 57 % en 2007, il est peu probable qu'ils poursuivent à la hausse à un rythme aussi soutenu indéfiniment (cela porterait les prix à plus de 150 \$ US à la fin de 2008, à 237 \$ US à la fin de 2009 et à 371 \$ US à la fin de 2010). Par conséquent, si les prix du pétrole plafonnent ou, mieux, se corrigent, l'effet sur l'IPC total se renversera au bout d'une année.

DANGER : ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES À LA HAUSSE

La situation n'en est pas moins préoccupante. Le danger réside dans les anticipations inflationnistes, le facteur le plus important derrière la stabilité des prix. La politique monétaire a peu d'emprise sur les effets de première vague liés à une augmentation des prix du pétrole, qui incluent à la fois les effets directs de la composante énergie sur l'IPC et de la transmission des coûts énergétiques accrus aux prix des autres biens et services. La politique monétaire peut toutefois limiter les effets de seconde vague associés à un changement de l'inflation tendancielle, pour autant que la hausse des prix de l'énergie ne mène pas à une augmentation des anticipations inflationnistes de long terme. Depuis les années 80, la mondialisation des marchés et une plus grande crédibilité des banques centrales à l'égard du contrôle de l'inflation ont entraîné une réduction graduelle de la volatilité de la croissance économique et de l'inflation. Il s'en est suivi de meilleurs ancrages des attentes inflationnistes au cours des dernières années.

Pour le moment, les anticipations demeurent contenues, mais certaines indications montrent que les ménages commencent à être touchés par la hausse continue des prix du pétrole, une situation qui n'est pas sans inquiéter la Fed :

« A number of participants voiced concern that long-term inflation expectations could drift upwards if headline inflation remained elevated for a protracted period or if the recent substantial policy easing [is] interpreted by the public as suggesting that Committee members had a greater tolerance for inflation than previously thought. The possibility that inflation expectations could increase was viewed as a key upside risk to the inflation outlook ».

Compte rendu de la réunion du FOMC, des 29 et 30 avril 2008

Les attentes inflationnistes dérivées à partir de l'écart entre les taux des obligations à rendement réel de cinq ans et ceux des titres du Trésor américain ont augmenté au cours des dernières semaines, brisant la tendance baissière établie depuis 2005 (graphique 7).

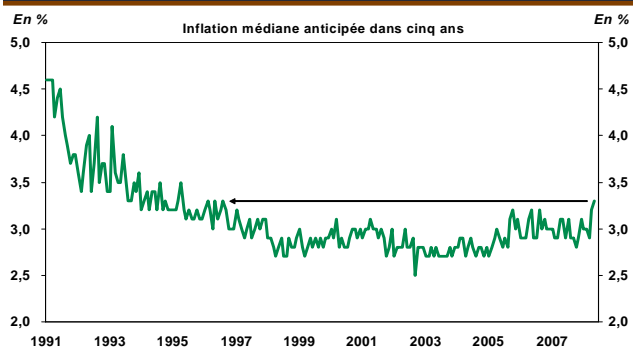
Graphique 7 – Les anticipations d'inflation sont à la hausse, mais demeurent stables sur une base historique...



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Plus important encore, les anticipations de plus long terme (dix ans), après s'être maintenues relativement stables depuis 2002, en dépit d'une hausse importante des prix du pétrole, ont atteint leur plus haut niveau des 12 dernières années (graphique 8).

Graphique 8 – Les anticipations inflationnistes de plus long terme sont à leur plus haut niveau depuis 1996



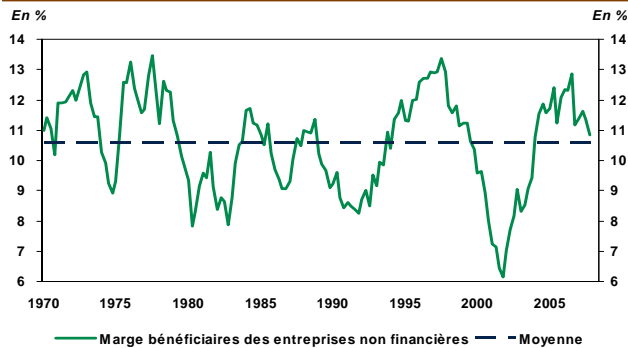
Sources : Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

PAS D'EFFET DE DIFFUSION EN VUE

À notre avis, toutefois, les effets de diffusion devraient demeurer faibles. D'abord, les marges des entreprises non financières sont relativement élevées sur une base historique (graphique 9), ce qui devrait permettre aux firmes d'absorber une bonne partie de l'augmentation des coûts énergétiques.

La différence principale, toutefois, réside en la perte de pouvoir de négociation des syndicats représentant les travailleurs. Contrairement aux années 70, où la hausse des prix du pétrole s'est reflétée sur les salaires, les gains de

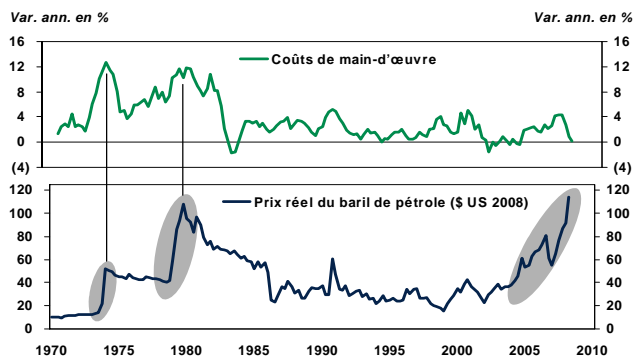
Graphique 9 – Les marges des entreprises sont relativement élevées sur une base historique



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

productivité enregistrés depuis le début des années 2000 et la concurrence mondiale ont fait que l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre sont demeurés faibles (graphique 10).

Graphique 10 – Contrairement aux chocs pétroliers précédents, la hausse des prix de l'énergie n'a pas eu d'effets sur les salaires



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

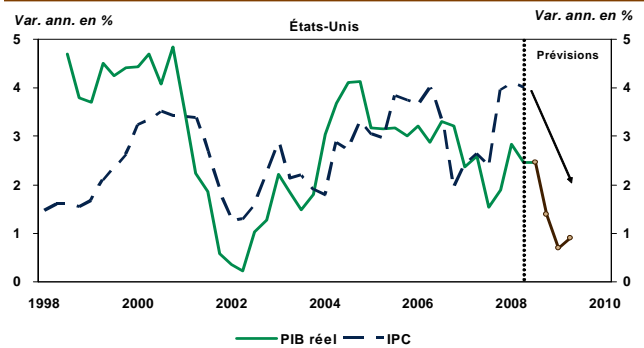
CONCLUSION

Le caractère permanent de la hausse des prix du pétrole est préoccupant. Toutefois, il ne devrait pas y avoir d'effet de diffusion à l'ensemble des prix à la consommation. Il a été démontré qu'au cours des dernières décennies l'inflation totale tend à converger plus fortement vers l'inflation de base, plutôt que l'inflation de base vers l'inflation totale.

Les prix du pétrole paraissent surévalués et nous anticipons une correction. Par conséquent, toute augmentation moins rapide des prix du pétrole aurait pour conséquence de faire ralentir l'inflation totale.

De plus, l'inflation est un indicateur retardé du cycle économique. Or, le ralentissement de l'économie et la stabilité des anticipations inflationnistes jouent en faveur d'une diminution des pressions actuelles et d'une croissance plus faible des prix durant le reste de l'année (graphique 11).

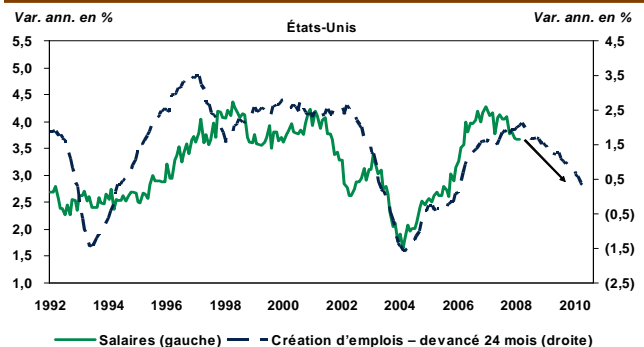
Graphique 11 – Le ralentissement économique devrait entraîner un repli de l'inflation



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Par ailleurs, un des éléments essentiels liés à une poussée soutenue de l'ensemble des prix à la consommation est le comportement des salaires. Ces derniers sont en décélération depuis le sommet cyclique de décembre 2006, et la détérioration du marché de l'emploi montre que la pression sur les salaires demeurera à la baisse au cours des prochaines années (graphique 12).

Graphique 12 – La croissance des salaires est appelée à ralentir davantage



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, nous demeurons confiants que la situation actuelle demeure plus déflationniste (décélération de l'inflation) qu'inflationniste. Afin de contrôler les anticipations inflationnistes, la Fed pourra difficilement faire fi de l'évolution de l'inflation totale au cours des prochains mois. Mais, dans la gestion mensuelle de la politique monétaire, l'inflation de base demeure un meilleur indicateur de l'inflation tendancielle. À cet effet, la correction immobilière, le ralentissement économique, les pertes d'emplois et l'augmentation des capacités de production devraient continuer à contribuer à la décélération de l'inflation d'ici le début de 2009.

Comme les ménages mangent tous les jours et que la voiture fait partie intégrante de notre mode de vie, l'inflation totale

est vraisemblablement la cible « ultime » à atteindre en matière d'inflation. Cependant, le suivi de l'inflation de base demeure pour la Fed le moyen le plus efficace de parvenir à ses fins.

Le compte rendu de la dernière réunion du FOMC indique clairement que la Fed n'entend pas poursuivre son assouplissement monétaire à court terme. Par conséquent, à moins d'un changement important dans les anticipations inflationnistes de long terme, l'avenue la plus probable au chapitre des taux d'intérêt directeurs nous paraît une longue période de *statu quo*.

Martin Lefebvre
Économiste principal