

## POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

# Après plus d'un an d'efforts des banques centrales, l'inflation est en baisse, mais demeure problématique

Par Hendrix Vachon, économiste principal

L'inflation occupe l'actualité économique depuis un bon moment déjà. Cela a forcé les banques centrales à agir en relevant considérablement leurs taux d'intérêt directeurs. Bonne nouvelle, dans la plupart des pays, l'inflation a commencé à diminuer, mais elle demeure trop élevée pour crier victoire. Jusqu'à présent, l'amélioration est surtout le reflet de la baisse des prix de l'énergie. Pour revenir durablement à une inflation basse, la demande devra encore être freinée par les banques centrales. Les taux d'intérêt devront donc être maintenus au niveau actuel, ou à un niveau plus élevé, pendant plusieurs mois encore. Ce n'est évidemment pas une situation facile pour les emprunteurs et cela peut sembler aberrant de voir les banques centrales persister à freiner volontairement l'économie. Toutefois, abandonner le combat contre l'inflation trop tôt entraînerait des conséquences encore plus graves.

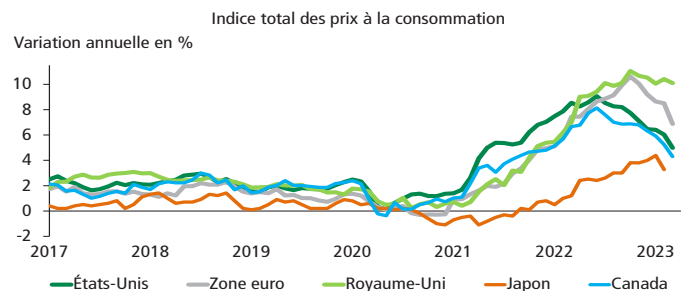
### L'inflation a diminué, mais pas encore assez

Au cours des derniers mois, il a été encourageant de voir l'inflation diminuer dans plusieurs pays (graphique 1). Aux États-Unis, celle-ci se situe maintenant à 5,0 %, contre un sommet de 9,1 % atteint en juin 2022. Au Canada, l'inflation a récemment atteint 4,3 %, contre 8,1 % en juin dernier. Du côté de l'Europe, plusieurs pays avaient vu l'inflation dépasser la barre des 10 % en 2022. En zone euro, le progrès apparaît notable avec un taux d'inflation maintenant à 6,9 %. L'amélioration est plus timide au Royaume-Uni, avec une inflation avoisinant encore 10 %. L'inflation est plus faible au Japon, à moins de 4 %, mais il s'agit quand même d'un niveau supérieur à la cible officielle de 2 %.

Fait important, la diminution de l'inflation n'est pas encore généralisée à plusieurs biens et services. Elle est surtout le reflet d'une forte baisse des prix de l'énergie. Le sommet de l'inflation en juin au Canada et aux États-Unis a concorde avec le sommet cyclique atteint par les prix du pétrole. Ceux-ci affichaient alors une croissance annuelle de plus de 70 % (graphique 2 à la page 2). La donne a considérablement changé depuis et les prix du pétrole sont maintenant plus faibles que ceux d'il y a un an, ce qui amène un effet déflationniste notable. La même chose s'observe avec les prix du gaz naturel, qui avaient particulièrement augmenté sur le marché européen. Il y a

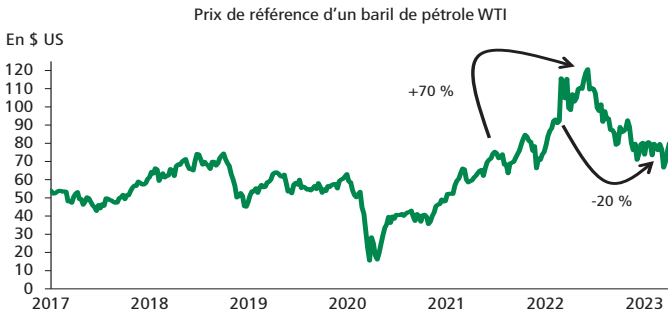
aussi des améliorations du côté de certains produits agricoles (graphique 3 à la page 2). Au bout du compte, en excluant les prix de l'énergie et des aliments, l'inflation montre peu d'amélioration aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 4 à la page 2). La tendance semble encore à la hausse en zone euro et au Japon. Le portrait est plus encourageant au Canada.

**GRAPHIQUE 1**  
L'inflation diminue dans plusieurs pays

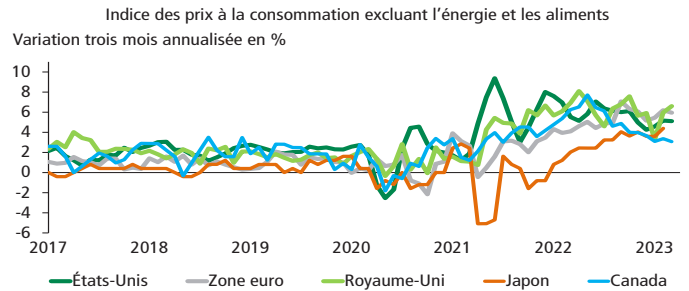


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

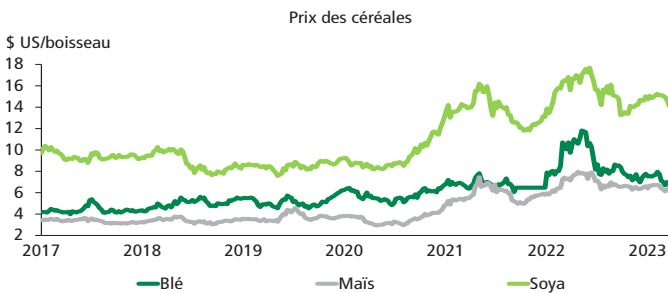
**GRAPHIQUE 2**  
**La baisse des prix de l'énergie a grandement contribué à la diminution de l'inflation**



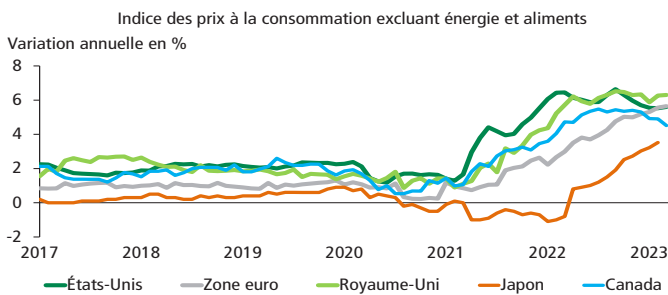
**GRAPHIQUE 5**  
**Le Canada fait bonne figure dans la tendance récente de l'inflation**



**GRAPHIQUE 3**  
**D'importants renversements de tendance sont aussi observés du côté des produits agricoles**



**GRAPHIQUE 4**  
**Les progrès sur l'inflation sont moins visibles si l'on exclut les prix de l'énergie et des aliments**

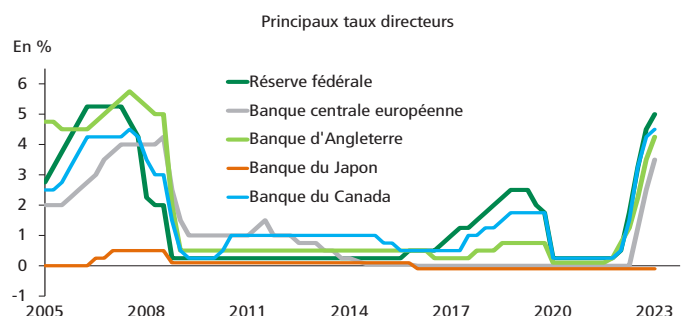


Rappelons que l'inflation mesure généralement la variation des prix sur une année, ce qui peut masquer certaines tendances favorables. Par exemple, les prix pourraient monter brusquement pendant un ou deux mois, mais ensuite se stabiliser sans que cela réduise tout de suite le taux d'inflation calculé sur un an. Au Canada, la variation des prix excluant l'énergie et les aliments calculée sur trois mois a considérablement diminué (graphique 5). Une légère tendance à la baisse est aussi observée aux États-Unis,

mais le portrait reste plutôt stable en Europe. La tendance est encore à la hausse au Japon.

**Les taux d'intérêt ont été relevés pour freiner la demande**  
 Plusieurs banques centrales ont fortement augmenté leurs taux directeurs depuis un an afin de lutter contre l'inflation (graphique 6). Le taux des fonds à un jour au Canada a rejoint son sommet cyclique atteint avant la crise financière de 2008-2009, à 4,50 %. Aux États-Unis, le haut de la fourchette du taux des fonds fédéraux (*fed funds*) est actuellement à 5,00 %, soit 25 points de base sous son sommet cyclique de 2007. Suivent la Banque d'Angleterre, avec son principal taux directeur actuellement à 4,25 %, et la Banque centrale européenne, à 3,50 %. La Banque du Japon n'a pas encore décrété de hausse de taux d'intérêt. Elle a longtemps lutté contre la déflation et préfère s'assurer que l'inflation s'enracine durablement en territoire positif avant d'agir.

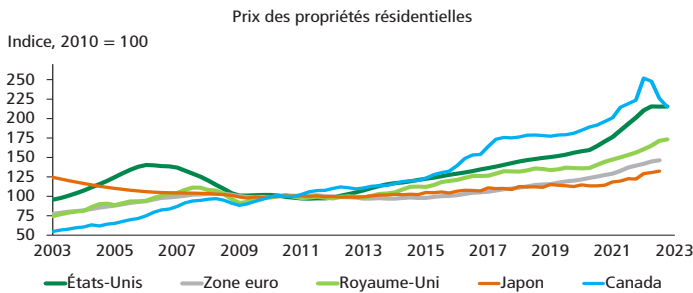
**GRAPHIQUE 6**  
**Le resserrement monétaire a été considérable**



En relevant les taux d'intérêt, les banques centrales visent à freiner la demande. Un meilleur équilibre offre-demande est ce qui permettra à l'inflation de diminuer durablement. Il faut cependant du temps pour que les effets des hausses de taux d'intérêt se matérialisent. Jusqu'à présent, ceux-ci ont surtout

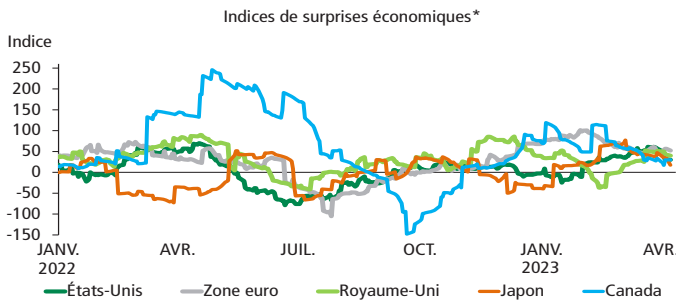
été ressentis sur le marché de l'habitation, qui a ralenti dans plusieurs pays, notamment au Canada, où les prix des propriétés ont considérablement diminué (graphique 7). Sinon, plusieurs indicateurs économiques ont eu tendance à demeurer assez forts au cours des derniers mois (graphique 8). L'Europe a particulièrement surpris à la hausse alors qu'un hiver plus chaud que la normale lui a permis d'éviter une crise énergétique malgré des approvisionnements perturbés par la guerre en Ukraine.

**GRAPHIQUE 7**  
Le marché de l'immobilier résidentiel a ralenti dans plusieurs pays, notamment au Canada



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 8**  
Les données économiques ont généralement été meilleures que prévu au cours des derniers mois



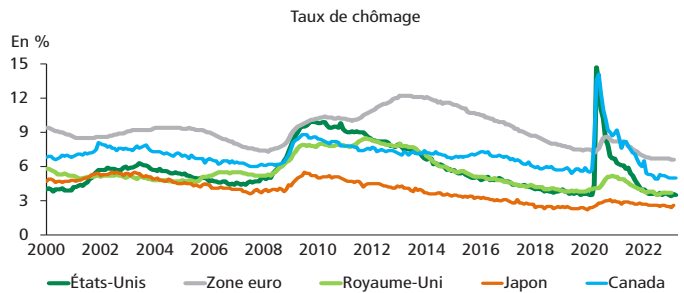
\*Lorsqu'ils sont en territoire positif, ces indices témoignent de données économiques meilleures que prévu.

Sources : Citigroup, Datastream et Desjardins, Études économiques

**Le marché du travail surchauffe encore**

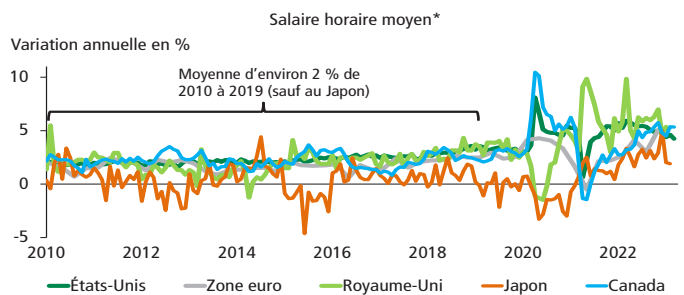
La vigueur du marché du travail et les pressions que cela engendre sur les salaires témoignent d'une demande encore trop forte. Les taux de chômage demeurent très bas dans bon nombre de pays (graphique 9). Les pénuries de main-d'œuvre touchent encore plusieurs entreprises qui peinent à répondre à la demande. La croissance des salaires se maintient à un niveau nettement plus élevé que la moyenne de la décennie précédente (graphique 10). Le taux horaire moyen est en hausse de plus de 5 % par rapport à l'an passé en Europe et au Canada. La progression annuelle a ralenti à près de 4 % aux États-Unis, mais semble encore incompatible avec le retour d'une inflation aux environs de la cible de 2 %.

**GRAPHIQUE 9**  
Le marché de l'emploi demeure robuste dans les principales économies



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 10**  
La forte progression des salaires n'est pas compatible avec un retour durable à une faible inflation



\*Sauf pour le Royaume-Uni et le Japon, où il s'agit respectivement de la rémunération hebdomadaire et mensuelle moyenne.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

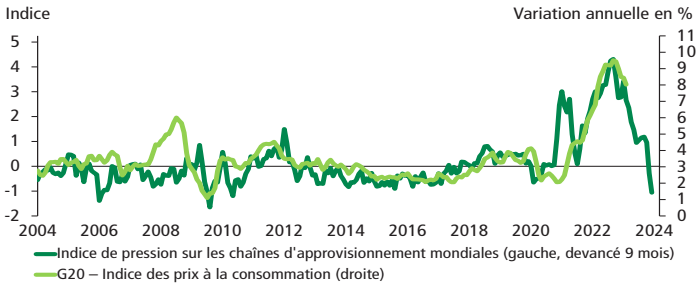
**Un coup de pouce du côté de l'offre**

Heureusement, des améliorations du côté de l'offre facilitent le travail des banques centrales. Durant la pandémie, les chaînes d'approvisionnement avaient été perturbées, ce qui s'était traduit par des hausses de coûts pour plusieurs entreprises et avait contribué à relever l'inflation. Maintenant que les contraintes sur les chaînes d'approvisionnement se sont grandement estompées, cela réduit certains coûts pour les entreprises et devrait aider à faire diminuer l'inflation (graphique 11 à la page 4).

La baisse des prix de l'énergie et d'autres matières premières réduit aussi certains coûts pour les entreprises et devrait favoriser une diminution plus généralisée de l'inflation. Nous pouvons déjà voir que la croissance des prix à la production s'est considérablement modérée (graphique 12 à la page 4).

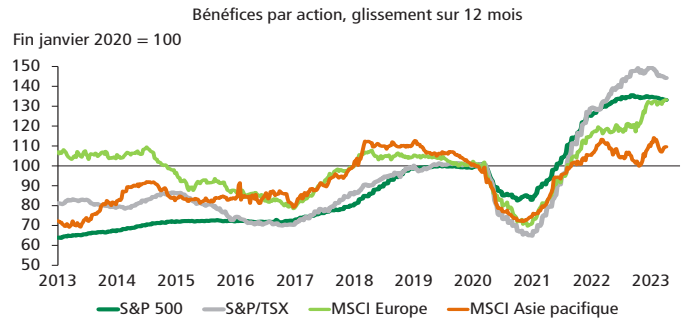
Certains pourraient craindre que les entreprises en profitent plutôt pour accroître leurs profits. Il est vrai que les profits ont considérablement augmenté durant la pandémie, comme le démontrent entre autres les données des sociétés cotées en Bourse (graphique 13 à la page 4). Une analyse plus fine révèle toutefois que l'augmentation a surtout été concentrée dans les

**GRAPHIQUE 11**  
**La diminution des pressions sur les chaînes d'approvisionnement est une bonne nouvelle pour l'inflation mondiale**



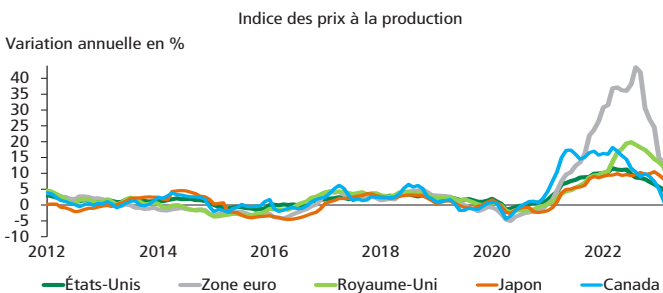
Sources : Réserve fédérale de New York, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 13**  
**Les profits ont beaucoup augmenté durant la pandémie**



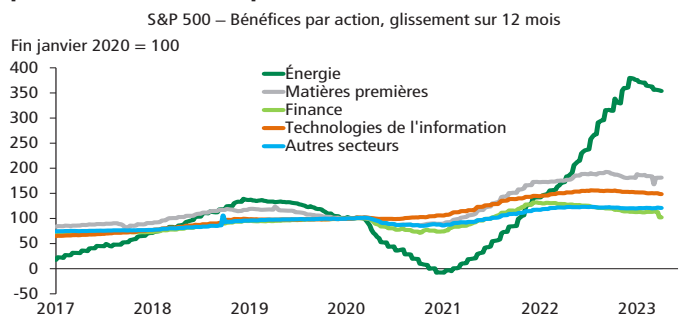
Sources : I/B/E/S, Datastream et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 12**  
**La croissance des prix à la production a fortement ralenti**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 14**  
**Les secteurs de l'énergie et des matières premières ont connu les plus fortes hausses de profit**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

secteurs de l'énergie, des matières premières et des technologies de l'information (graphique 14). Normalement, le jeu de la concurrence, jumelé à une demande freinée par les banques centrales, devrait inciter les entreprises à transmettre leurs réductions de coûts aux consommateurs, du moins en partie.

Ce n'est cependant pas l'ensemble de leurs coûts qui diminue. Une croissance moyenne plus faible des coûts devrait tout de même favoriser une croissance plus faible des prix à la consommation. Certaines entreprises pourraient aussi choisir de profiter de la baisse de certains coûts pour hausser les salaires de leurs employés. De telles hausses, si elles ne sont pas accompagnées d'augmentations supplémentaires de prix, n'alimentent pas de spirale inflationniste.

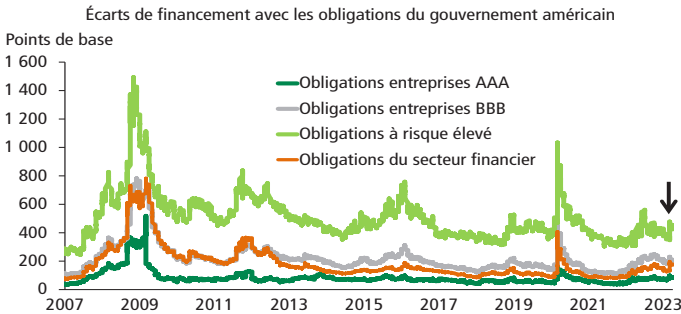
### Les tensions financières pourraient aussi freiner la demande

Le début du mois de mars a été marqué par des tensions sur le système bancaire, avec notamment la faillite de la Silicon Valley Bank. Cela a amené plusieurs analystes à revoir la nécessité des banques centrales à poursuivre leur resserrement monétaire. La raison est que ces tensions peuvent contribuer à freiner l'économie, notamment via un resserrement des conditions de crédit.

L'évolution des écarts de financement peut nous donner une idée de l'ampleur du resserrement des conditions de crédit. Ces écarts correspondent aux primes exigées par les investisseurs pour prendre du risque. Des hausses ont été observées en mars, mais elles restent limitées si l'on fait des comparaisons historiques (graphique 15 à la page 5).

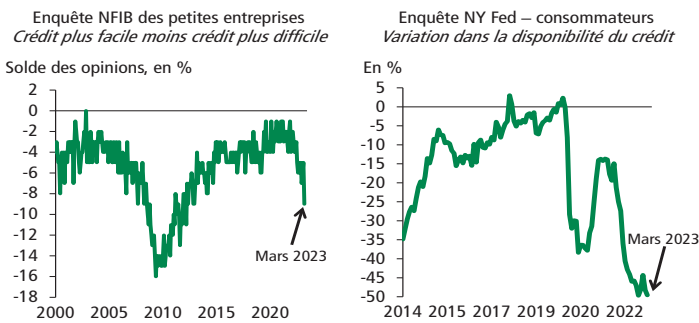
Les banques centrales pourraient tout de même rester plus prudentes en limitant les prochaines hausses de taux d'intérêt ou en poursuivant leur resserrement monétaire de façon plus graduelle. Les investisseurs risquent de demeurer frileux au cours des prochains mois et les conditions de crédit pourraient rapidement se détériorer. D'ailleurs, les données américaines sur l'octroi de crédit suggèrent une certaine détérioration en mars (graphique 16 à la page 5). Une plus grande prudence des banques centrales ne serait pas incompatible avec leur objectif de réduire l'inflation. Si ces dernières arrêtent plus tôt leur relèvement des taux d'intérêt, c'est parce qu'elles auront de bonnes raisons de croire que l'économie ralentira suffisamment pour ramener l'inflation à la cible.

**GRAPHIQUE 15**  
**Les écarts de financement ont augmenté avec les tensions sur le système bancaire américain en mars**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 16**  
**Le crédit semble plus difficile à obtenir aux États-Unis**



Sources : National Federation of Independent Business, Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

**Et pourquoi ne pas simplement mettre la cible d'inflation de côté?**

Il peut paraître insensé que les banques centrales doivent freiner l'économie pour ramener l'inflation à la cible, qui se situe à près de 2 % dans la plupart des pays. Il est difficile de concevoir qu'un bas taux de chômage soit une mauvaise chose, de même que de plus fortes hausses des salaires. On connaît aussi probablement tous quelqu'un qui souffre de l'augmentation récente des taux d'intérêt, si ce n'est pas soi-même. Mais malheureusement, la situation serait probablement pire si les banques centrales ne faisaient rien.

L'inflation affecte tout le monde, peut-être de façon inégale, mais chacun en subit les effets. La principale conséquence est la perte de pouvoir d'achat, et ceux dont les revenus augmentent le moins sont ceux qui en souffrent le plus. Avec le temps, la consommation peut en pâtir fortement. Et qui dit moins de consommation dit également moins d'emplois. Donc nul besoin des hausses de taux d'intérêt par les banques centrales pour nuire à l'économie et au marché de l'emploi, l'inflation peut très bien s'en charger toute seule au bout d'un certain temps. Cela est sans compter que les taux d'intérêt finiraient probablement par s'ajuster à la hausse, même sans l'intervention des banques centrales. Voyant l'inflation s'enraciner, les épargnants exigeraient

des taux d'intérêt plus élevés pour éviter que le pouvoir d'achat de leurs épargnes diminue constamment dans le temps. Les taux d'intérêt de moyen et de long terme seraient les plus affectés, selon l'ampleur des changements des anticipations d'inflation des épargnants et de l'incertitude entourant l'évolution future des prix. Au bout du compte, les taux d'intérêt plus élevés freineraient le crédit et les investissements.

Ainsi, revenir à une inflation basse et stable apparaît comme le scénario le plus souhaitable, où le pouvoir d'achat des gens sera préservé et où les taux d'intérêt seront plus faibles qu'ils ne le sont actuellement. La consommation et l'investissement s'en trouveront optimisés.

**Un compromis en relevant la cible?**

Le choix de la cible d'inflation demeure néanmoins une question épineuse. Pourquoi 2 % et non 3 %? Avoir une cible moins contraignante pourrait faciliter la tâche aux banques centrales. Il y a toutefois certains points à considérer.

D'abord, relever la cible lorsque l'inflation est élevée pourrait envoyer un mauvais signal. Qu'est-ce qui empêcherait ensuite les banques centrales de modifier à nouveau la cible? Il y aurait plus d'incertitude sur l'inflation future et les taux d'intérêt de moyen et long terme s'en trouveraient probablement affectés à la hausse.

Par ailleurs, les taux d'intérêt pourraient s'ajuster à la hausse même si les banques centrales parvenaient à nous convaincre qu'elles ne modifieraient plus leur cible d'inflation. Pour comprendre, il faut faire la distinction entre les taux d'intérêt nominaux et les taux d'intérêt réels. Les taux d'intérêt que l'on observe dans la vie de tous les jours sont les taux d'intérêt nominaux. Ils correspondent aux taux d'intérêt réels additionnés de l'inflation prévue. Si la cible d'inflation est relevée, l'inflation future va alors être plus élevée que ce que l'on observait auparavant, ce qui augmentera les taux d'intérêt nominaux. Ainsi, relever la cible d'inflation n'aiderait pas les emprunteurs à obtenir de meilleurs taux d'intérêt. Peut-être que ceux-ci auraient un court répit, surtout si le ton des banques centrales devenait plus souple et davantage orienté vers la croissance économique, mais la structure de l'ensemble des taux d'intérêt finirait par s'ajuster à la hausse en raison de la nouvelle cible d'inflation.

Enfin, le principal argument pour relever la cible d'inflation a toujours été de procurer plus de marge de manœuvre aux banques centrales pour stimuler l'économie, ce qui est à l'opposé de ce qu'elles font actuellement. C'est un sujet qui a longuement été discuté durant la dernière décennie lorsque l'inflation avait tendance à se maintenir sous la cible. Plusieurs banques centrales ont maintenu des taux d'intérêt très faibles pendant plusieurs années pour essayer de relever l'inflation, sans véritable succès. La Banque du Japon et la Banque centrale européenne ont même adopté des politiques de taux d'intérêt négatifs. En théorie, si la cible d'inflation est plus élevée, les banques centrales pourraient

réduire les taux d'intérêt réels encore plus pour stimuler l'économie. Si la cible est à 2 % et que les taux directeurs sont à 0 %, les taux d'intérêt réels vont pouvoir atteindre -2 %. Si la cible était augmentée à 3 % et que les taux directeurs étaient à nouveau réduits à 0 %, on aurait alors des taux réels à -3 % qui pourraient stimuler davantage le crédit et l'investissement.

Tout cela peut sembler assez technique, mais ce qu'il faut retenir ici, c'est qu'actuellement, les banques centrales n'ont pas besoin de plus de marge de manœuvre pour stimuler l'économie. L'enjeu premier demeure de freiner l'économie et il n'y a pas de limite dans la capacité des banques centrales à relever les taux d'intérêt. Le débat sur la cible d'inflation deviendra plus pertinent lorsque celles-ci feront à nouveau face à une inflation plus faible.

### À quoi s'attendre pour les prochains mois?

En conclusion, il n'y a pas d'issue facile au contexte actuel. Lutter contre l'inflation exige que l'économie ralentisse afin d'obtenir un meilleur équilibre entre l'offre et la demande. Certes, il y a aussi des développements favorables qui réduisent la croissance des coûts des entreprises, mais des mesures doivent quand même être prises pour freiner la demande.

La bonne nouvelle est que l'on commence à voir l'inflation diminuer. Le Canada semble en meilleure posture en comparaison des autres principales économies. La Banque du Canada a d'ailleurs amorcé une pause dans le relèvement de ses taux directeurs et nous croyons qu'elle pourra maintenir cette pause au cours des prochains mois si l'inflation continue de diminuer. Ailleurs dans le monde, d'autres hausses de taux d'intérêt sont attendues, mais le plus gros du resserrement monétaire semble derrière nous. D'ici l'été, plusieurs banques centrales pourraient opter pour une pause dans le relèvement de leurs taux d'intérêt si l'inflation montre suffisamment d'amélioration. Le risque d'un nouvel essor des tensions financières devrait aussi être pris en compte.

La mauvaise nouvelle est que les données économiques devraient se détériorer au cours des prochains mois. Des effets retardés des hausses de taux d'intérêt passées se feront de plus en plus ressentir. Sans cette détérioration de l'économie, l'inflation pourrait tarder à diminuer et forcer les banques centrales à relever davantage les taux d'intérêt.

Nous croyons qu'une légère récession et un meilleur équilibre du marché du travail aideront à ramener l'inflation entre 2 et 3 % dans plusieurs pays d'ici la fin de l'année ou au début de 2024. Si tout va bien, des baisses de taux d'intérêt pourront être décrétées au même moment, pavant la voie à une nouvelle période de croissance économique pour les années à venir. Il serait cependant étonnant que les taux d'intérêt redescendent au niveau moyen observé avant la pandémie.