

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Plutôt que d'augmenter encore les taux d'intérêt, est-ce qu'il y a d'autres façons de réduire l'inflation?

Par Hendrix Vachon, économiste principal

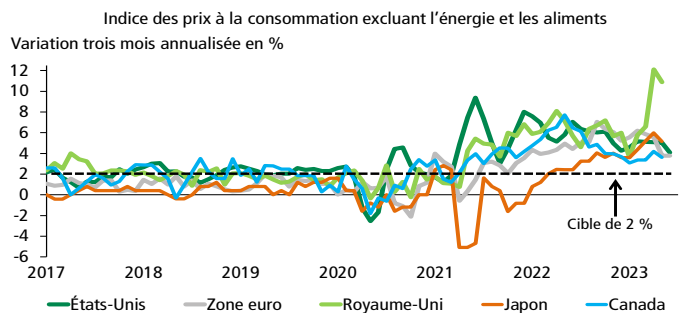
Alors que plusieurs banques centrales signalent encore d'autres hausses de taux d'intérêt, de plus en plus de gens nous demandent s'il y a d'autres façons de lutter contre l'inflation. N'étirons pas le suspense, la réponse courte à cette question est « oui ». Les gouvernements, en ajustant leurs dépenses ou la fiscalité, pourraient freiner la demande et contribuer à réduire l'inflation. Par contre, il serait difficile pour eux de se substituer entièrement aux banques centrales. Une grande indépendance a été accordée à ces dernières pour qu'elles puissent justement se concentrer sur l'inflation. Qui plus est, en pouvant intervenir sur les taux d'intérêt, les banques centrales disposent d'un important levier pour influencer la demande et l'inflation. Les gouvernements pourraient surtout jouer un rôle complémentaire. Leurs interventions pourraient aussi rendre la lutte contre l'inflation plus équitable entre les différents membres de la société.

Des résultats qui tardent à venir

Pour faire reculer l'inflation, plusieurs banques centrales n'y sont pas allées de main morte depuis l'an passé. Les taux directeurs ont rapidement été remontés près des niveaux d'avant la crise financière de 2008-2009 (graphique 1). Pourtant, l'effet sur l'inflation est jusqu'à présent insuffisant. En excluant les prix des aliments et de l'énergie, l'inflation demeure nettement plus haute que la cible de 2 % généralement retenue par les banques centrales (graphique 2).

GRAPHIQUE 2

Les progrès du côté de l'inflation ne sont pas encore suffisants



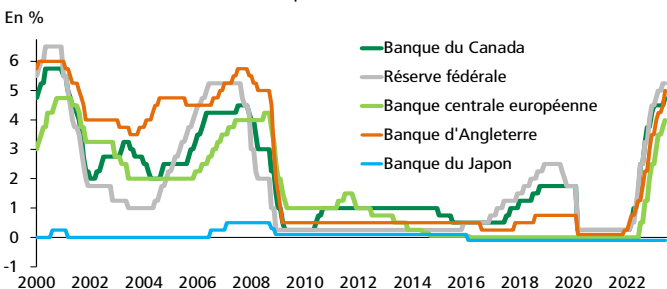
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Cela soulève certaines questions. Ajuster les taux d'intérêt est-il encore le meilleur outil pour lutter contre l'inflation? La transmission est-elle plus lente et faut-il simplement être patient? Il est vrai qu'il faut souvent attendre plusieurs trimestres avant de voir les pleins effets de la politique monétaire, mais d'autres explications sont aussi énoncées, comme le fait que beaucoup d'épargne avait été accumulée durant la pandémie et que cette épargne peut maintenant alimenter la consommation (graphique 3 à la page 2).

GRAPHIQUE 1

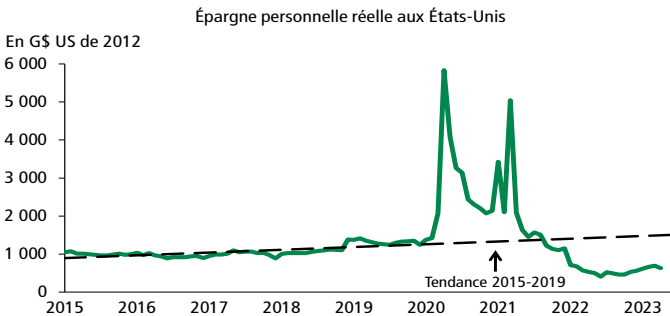
Plusieurs taux directeurs ont rapidement été ramenés près des niveaux d'avant la crise financière de 2008-2009

Principaux taux directeurs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3
L'épargne accumulée pendant la pandémie a été considérable, ce qui a permis de soutenir ensuite la consommation



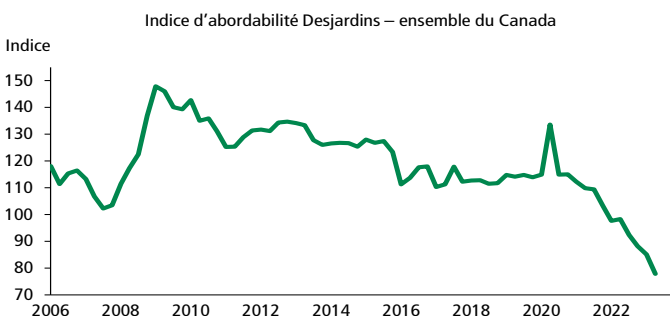
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Plus de hausses de taux d'intérêt risquent d'accroître certaines inégalités

Les banques centrales seront motivées à poursuivre sur la voie actuelle tant qu'elles ne seront pas convaincues du retour de l'inflation à sa cible. Nous prévoyons que celle-ci diminuera au cours des prochains mois, mais le risque que les progrès ne soient pas suffisants demeure élevé. Nous ne sommes pas non plus à l'abri de nouveaux chocs inflationnistes.

De grandes inégalités dans la population peuvent toutefois apparaître avec l'accumulation des hausses de taux d'intérêt. Ce n'est pas tout le monde qui subit les effets de ces hausses de la même façon. Les jeunes qui sont prêts à acquérir une maison voient leurs plans fortement compromis. Les taux d'intérêt élevés réduisent considérablement l'accessibilité à la propriété (graphique 4). Moins d'acheteurs signifie aussi une plus forte demande pour les logements locatifs, mais ensuite, ce sont les ménages à plus faible revenu qui souffrent le plus si les loyers augmentent trop rapidement. Ceux qui sont déjà propriétaires ne sont pas en reste, car plusieurs subiront tôt ou tard des hausses de paiement. Les plus endettés seront malheureusement les plus touchés. Souvent, il s'agit de la cohorte des jeunes acheteurs ou de gens ayant vécu un événement de vie malheureux, comme une séparation ou des problèmes de santé.

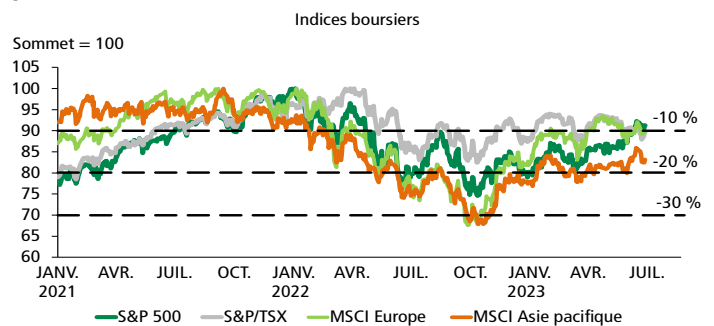
GRAPHIQUE 4
L'accès à la propriété a considérablement diminué, notamment au Canada



Source : Desjardins, Études économiques

Les banques centrales pourraient avoir de plus en plus de difficulté à convaincre du bien-fondé des hausses de taux d'intérêt. La confiance du public à leur égard pourrait s'effriter et elles pourraient devenir une source grandissante de frustration et de division. D'ailleurs, les hausses de taux d'intérêt font aussi des heureux. Les taux d'intérêt à l'épargne n'ont jamais été aussi élevés depuis plusieurs années. Les épargnants peuvent réallouer une partie de leurs placements et obtenir plus de rendements avec moins de risque. Les ménages qui ne sont pas endettés ou qui le sont peu et qui ont beaucoup d'épargne peuvent plus facilement maintenir leur rythme de vie actuel. On constate également que, malgré la hausse des taux d'intérêt, les marchés boursiers n'ont pas beaucoup souffert. Depuis le début de l'année, les principaux indices sont en nette hausse et ont récupéré une bonne partie de leurs pertes de l'an dernier (graphique 5).

GRAPHIQUE 5
Les marchés boursiers ont récupéré une bonne partie de leurs pertes de l'an dernier



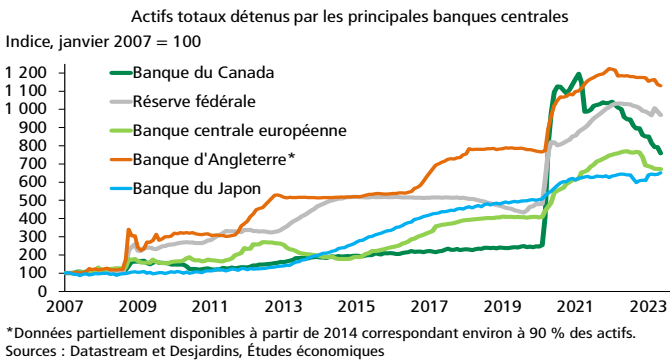
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les banques centrales devraient-elles plutôt réduire plus vite la taille de leur bilan?

En plus des taux d'intérêt directeurs, les banques centrales ont la possibilité de modifier leur détention d'actifs et la quantité d'argent qu'elles injectent dans le système financier. Durant la pandémie, elles ont été nombreuses à acheter une grande quantité de titres, surtout des obligations gouvernementales, afin d'augmenter la liquidité sur les marchés financiers et d'assurer leur bon fonctionnement. Ces interventions ont aussi stimulé l'économie en contribuant à réduire les taux d'intérêt à long terme et en valorisant les classes d'actifs plus risqués.

La plupart des banques centrales ont déjà commencé à réduire la taille de leur bilan (graphique 6 à la page 3). Le rythme est plus rapide pour la Banque du Canada, les autres préférant plutôt une approche plus graduelle pour l'instant. Il faut dire que les banques centrales n'ont pas une grande expérience dans le domaine. Des effets indésirables et difficilement maîtrisables pourraient survenir advenant une diminution trop rapide, surtout du côté des plus grandes banques centrales, qui ont le plus accru la liquidité mondiale. Entre autres, cela pourrait amener une trop grande volatilité sur les marchés et affaiblir le système financier.

GRAPHIQUE 6
La réduction de la taille des bilans est entamée, mais pourrait-elle être plus rapide?



Les mêmes ménages affectés par la hausse des taux d'intérêt risqueraient encore d'être pénalisés. Des taux d'intérêt à long terme plus hauts et des primes de risque accrues n'aideraient pas à améliorer l'accessibilité à la propriété ni à alléger le fardeau de ceux qui doivent renouveler leur prêt hypothécaire.

Mieux vaut une meilleure coordination entre les banques centrales et les gouvernements

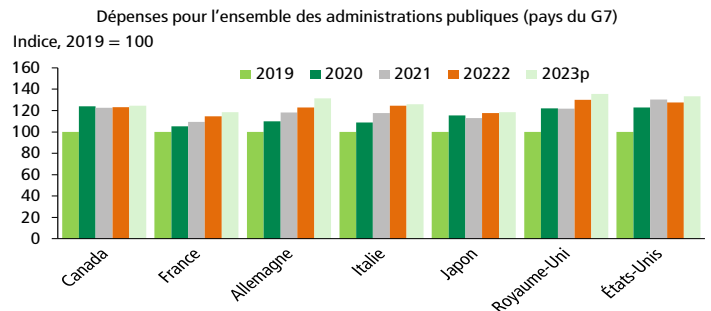
Durant la lutte contre l'inflation à la fin des années 1970 et au début des années 1980, le président de la Réserve fédérale (Fed), Paul Volcker, avait dès sa nomination reçu l'appui du président Jimmy Carter et cet appui s'était prolongé avec le président Ronald Reagan. Les deux présidents étaient soucieux d'établir une politique budgétaire ou réglementaire visant à ne pas alimenter l'inflation.

Certes, l'inflation n'est pas aussi élevée qu'il y a 40 ans, mais la tâche de la Fed et des autres banques centrales serait probablement plus facile si les gouvernements optaient pour des politiques contribuant à freiner la demande. Les gouvernements pourraient limiter la croissance de certaines dépenses ou augmenter temporairement certaines taxes et certains impôts. Augmenter les taxes à la consommation aurait par contre un effet haussier sur les prix qui pourrait brouiller l'effet baissier sur l'inflation. Il faudrait en fait suivre l'évolution de l'inflation excluant les taxes. Enfin, les gouvernements ont la possibilité d'intervenir sur le plan réglementaire afin d'augmenter la concurrence, réduire certains coûts pour les entreprises ou contrer la surconsommation, notamment en luttant contre l'obsolescence programmée et en garantissant le droit à la réparation. Ils peuvent aussi temporairement accroître certains incitatifs à l'épargne.

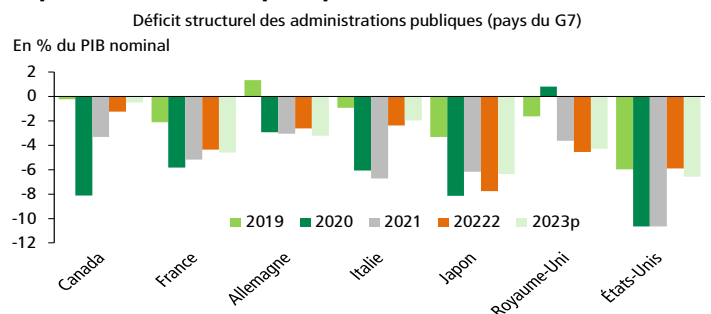
Un effort des gouvernements pourrait être vu comme un retour d'ascenseur naturel, considérant que les banques centrales n'ont pas hésité à coordonner leurs politiques monétaires avec les politiques expansionnistes des gouvernements durant la pandémie. Cet épisode est maintenant derrière nous, mais dans plusieurs pays, les dépenses des gouvernements sont demeurées

très élevées (graphique 7). Des déficits structurels importants sont encore présents, suggérant des dépenses trop élevées par rapport aux revenus (graphique 8).

GRAPHIQUE 7
Les dépenses des gouvernements demeurent à un niveau nettement plus élevé qu'avant la pandémie



GRAPHIQUE 8
Plusieurs pays demeurent aux prises avec un déficit structurel important des finances publiques



L'intervention des gouvernements pourrait aussi aider à répartir plus équitablement le fardeau de la lutte contre l'inflation à travers la population. À cet égard, un article intéressant a été publié par le Fonds monétaire international en avril dernier. À l'aide d'un modèle configuré pour l'économie américaine, les auteurs montrent qu'agir seulement avec une augmentation des taux d'intérêt peut-être plus pénalisant pour les ménages les moins nantis, comparativement à un ralentissement des dépenses gouvernementales. Pour réduire plus significativement ces inégalités, il est cependant recommandé de coupler la modération des dépenses avec une augmentation des transferts vers les ménages à faible revenu¹. Évidemment, cela reste une simulation faite avec un modèle. La réalité est beaucoup plus complexe, avec des répercussions souvent difficiles à prévoir, mais ce type de simulation donne au moins un point de départ pour alimenter la réflexion.

¹ Vitor Gaspar et al. « [Fiscal Policy Can Help Tame Inflation and Protect the Most Vulnerable](#) », IMF Blog, 3 avril 2023.

Enfin, les gouvernements n'ont pas seulement le pouvoir d'agir sur la demande, ils peuvent aussi agir sur l'offre. Pour réduire l'inflation, il faut que l'offre augmente, mais cela peut prendre plusieurs trimestres, voire des années, pour se concrétiser. Cela inclut des mesures pour accroître la taille ou le nombre d'entreprises, implanter de nouvelles technologies ou de nouvelles façons de faire, augmenter l'offre de logements, améliorer les infrastructures, améliorer la formation et la santé des travailleurs, etc. Les gouvernements eux-mêmes peuvent chercher des solutions pour être plus efficaces dans leurs façons d'offrir des services à la population. Augmenter l'offre est un processus continu. Plusieurs gouvernements agissent régulièrement dans ce sens, mais un meilleur suivi et une reddition de compte pourraient aider à mieux orienter les prochaines décisions. Qui plus est, si des mesures supplémentaires pour stimuler l'offre à long terme nécessitaient une forte hausse des dépenses et des investissements à court terme, l'inflation pourrait augmenter davantage avant de finalement diminuer.

Bref, les taux d'intérêt demeurent le principal levier d'action, mais il existe plusieurs autres options pouvant aider

En conclusion, même si l'augmentation des taux d'intérêt constitue un outil efficace pour lutter contre l'inflation, les gouvernements pourraient aussi contribuer à l'effort de différentes façons. De plus, il est difficile pour les banques centrales de contrer les inégalités causées par de fortes hausses des taux d'intérêt. Les gouvernements pourraient plus facilement le faire en dosant leurs interventions pour mieux protéger les moins nantis. Des mesures restrictives pourraient donc être accompagnées de transferts accrus aux ménages à plus faible revenu. En parallèle, des efforts continus pour accroître l'offre et la résilience face aux chocs aideraient à maintenir une inflation basse et stable à moyen et à long terme.

Il reste à voir si nous aurons vraiment besoin de ce coup de pouce des gouvernements. Pour les mois à venir, nous prévoyons pour l'instant une diminution graduelle de l'inflation. Selon nos hypothèses de base, les progrès devraient suffire à rassurer la plupart des banques centrales et même permettre d'entrevoir des baisses de taux d'intérêt en 2024. Par contre, si l'inflation s'avérait encore trop persistante ou que de nouveaux chocs inflationnistes se manifestaient, une meilleure coordination entre les politiques des gouvernements et celles des banques centrales serait souhaitable pour poursuivre les efforts visant à équilibrer l'offre et la demande.