

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

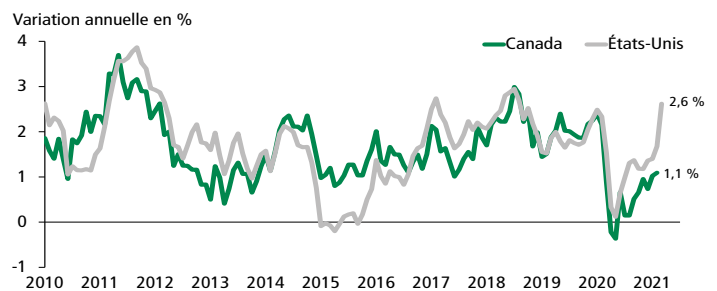
Que penser des pressions inflationnistes actuelles?

En raison de la façon dont les mesures d'inflation sont calculées, l'indice des prix à la consommation (IPC) au Canada et aux États-Unis devrait augmenter considérablement au cours des prochains mois en raison des effets de base (l'IPC ayant chuté au début de la pandémie en mars 2020). Au-delà de ces effets, il existe des signes de pressions sur les prix qui pourraient potentiellement se transmettre aux consommateurs. Nous faisons le point sur la situation actuelle des prix des biens et des services – au-delà des prix à la consommation – et évaluons quels pourraient être les facteurs potentiels d'une inflation qui reste élevée de manière durable. Cet exercice nous porte à croire que l'époque où les risques d'inflation étaient surtout orientés à la baisse est possiblement révolue. Il y a de quoi se réjouir de cette conclusion, en particulier si cela se traduit par des politiques monétaires causant moins de distorsion. Cependant, nous devons également espérer que les politiques monétaires et fiscales ne finiront pas par faire pencher les risques d'inflation à la hausse de manière persistante.

Le fait que l'inflation est sur le point d'augmenter considérablement au cours des prochains mois est désormais largement reconnu; les effets de base à eux seuls sont suffisants pour provoquer une hausse de la variation annuelle de l'inflation étant donné que les prix ont fortement chuté au début de la pandémie en mars 2020. Cependant, ce qui se passera par la suite reste encore sujet à débat. Les responsables de la Réserve fédérale (Fed) ont jusqu'à présent été imperturbables devant la hausse des anticipations d'inflation et ils ont à plusieurs reprises minimisé le risque que l'inflation devienne incontrôlable, la gouverneure Lael Brainard s'attendant à ce que « la dynamique d'inflation que nous voyons depuis plus d'une décennie » prenne le relais à la suite de la hausse des prochains mois. En d'autres termes, une inflation plus élevée ne devrait être que temporaire. Mais que se passe-t-il si ce n'est pas le cas? Au-delà des effets de base, il existe des signes de pressions sur les prix – en particulier dans le secteur de la production de biens – qui pourraient potentiellement se transmettre aux consommateurs. La combinaison de mesures de relance budgétaire sans précédent et de réouvertures généralisées pourrait également jouer un rôle important. Les consommateurs canadiens et américains disposent de vastes réserves d'épargne qui sont prêtes à être dépensées en services lorsque les mesures sanitaires seront levées et que la vie reviendra à la normale.

L'IPC global américain s'est établi à 2,6 % en mars, marquant la première fois que la mesure dépassait la cible de 2 % depuis le début de la pandémie (graphique 1). Au Canada, l'IPC de

GRAPHIQUE 1
Indice des prix à la consommation – total



Sources : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

mars sera publié le 21 avril et devrait afficher une accélération similaire. On s'attend ensuite à ce que l'inflation au Canada et aux États-Unis reste au-dessus de 2 % au cours des prochains mois. Cependant, la hausse de l'inflation fondamentale – définie comme étant l'ensemble des articles du panier de consommation moins les aliments et l'énergie¹ – a été jusqu'à présent beaucoup plus modeste (graphique 2 à la page 2). Bien que l'inflation

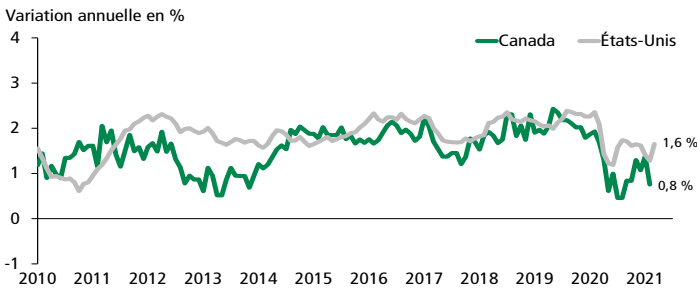
¹ La Banque du Canada définit l'inflation fondamentale comme étant la moyenne des trois mesures suivantes : IPC-tronq, IPC-méd et IPC-comm. À des fins de comparabilité avec les États-Unis, nous nous concentrons sur l'ensemble des articles du panier de consommation moins les aliments et l'énergie.

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint
Mikhael Deutsch-Heng, macroéconomiste • Jimmy Jean, stratège macroéconomique

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2021, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 2
Indice des prix à la consommation – excluant aliments et énergie



Sources : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

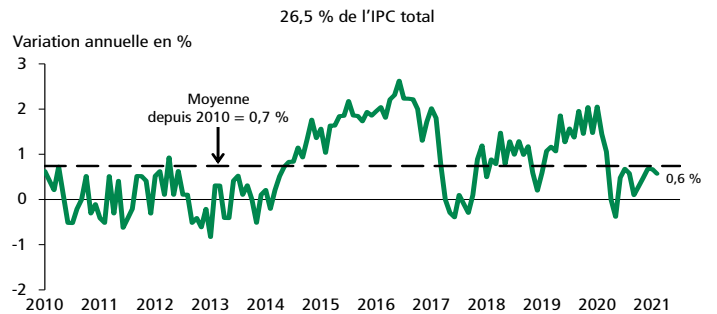
fondamentale demeure modérée, d'autres mesures de prix (comme les prix payés par les entreprises) ont considérablement augmenté au cours des derniers mois. Nous faisons le point sur la situation actuelle des prix des biens et des services – au-delà des prix à la consommation – et nous évaluons quels pourraient être les facteurs potentiels d'une inflation qui reste élevée de manière durable.

Signes de pressions sur le prix des biens

L'inflation des biens de base (excluant aliments et énergie) a été notoirement faible au cours de la dernière décennie, se situant en moyenne bien en dessous de la cible de 2 % des banques centrales (graphiques 3 et 4). C'est toujours le cas en ce début de 2021, même si le nouveau contexte de confinement amené par la pandémie a entraîné une forte rotation de la demande des consommateurs vers les biens durables. En février, la consommation réelle de biens durables était en hausse de 20 % en variation annuelle aux États-Unis. Bien que cette rotation ait mené à une hausse de l'inflation des biens durables (actuellement 2,8 % au Canada et 3,7 % aux États-Unis en variation annuelle), cela a été partiellement compensé par la déflation des biens non durables comme les vêtements, en particulier au Canada, où le poids total des vêtements dans l'IPC global est presque deux fois plus élevé qu'aux États-Unis (5,2 % contre 2,7 %, respectivement). Cette différence importante dans la composition du panier de consommation pourrait être à l'origine de la plus forte inflation des biens de base actuellement observée aux États-Unis; à 1,7 %, elle est nettement plus élevée que sa moyenne de 0,2 % depuis 2010, alors que l'inflation des biens de base est beaucoup plus modeste au Canada.

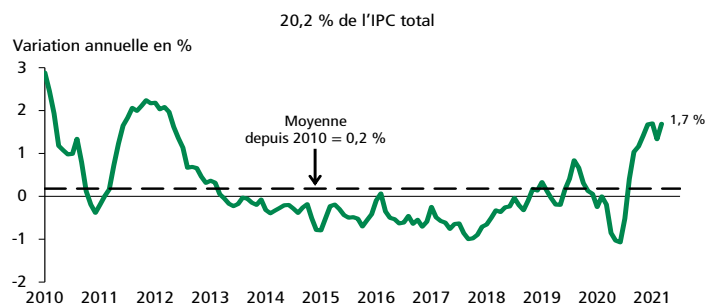
L'indice ISM manufacturier s'est établi à 64,7 en mars 2021 (graphique 5), soit le niveau le plus élevé depuis décembre 1983. L'indice ISM des prix payés a été encore plus fort (85,6) et a progressé pour un dixième mois consécutif, ce qui indique, selon l'Institute for Supply Management, que « le pouvoir de fixation des prix des fournisseurs et la rareté des biens de la chaîne d'approvisionnement se maintiennent ». En effet, 72 % des entreprises ont déclaré payer des prix plus élevés pour les

GRAPHIQUE 3
IPC au Canada – biens excluant aliments et énergie



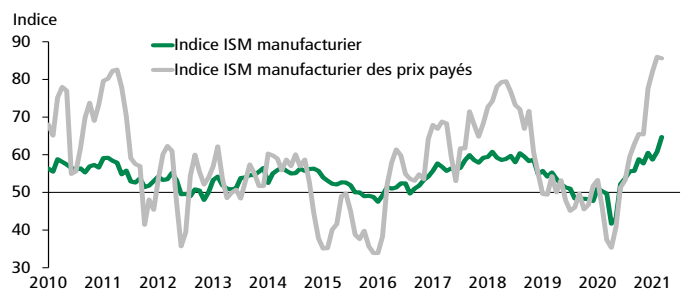
IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Statistique Canada, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4
IPC aux États-Unis – biens excluant aliments et énergie



IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Bureau of Labor Statistics, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

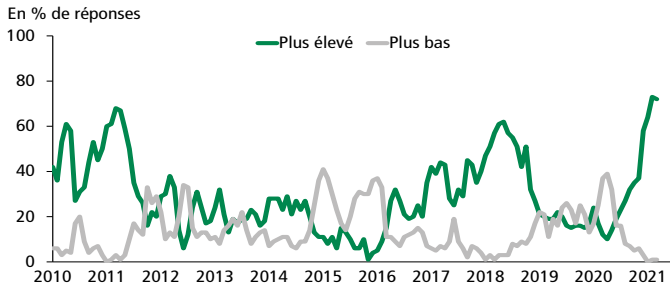
GRAPHIQUE 5
Indice ISM manufacturier



Sources : Institute for Supply Management, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

matières premières, 27 % ont déclaré payer le même prix et seulement 1 % a déclaré payer moins (graphique 6 à la page 3). Les augmentations de prix pour l'aluminium, le cuivre, l'acier, les produits chimiques, les plastiques, le bois et les produits du bois d'œuvre ont été pointées du doigt comme étant le résultat de la rareté des produits.

GRAPHIQUE 6
Indice ISM manufacturier – prix plus élevé ou plus bas que le mois précédent



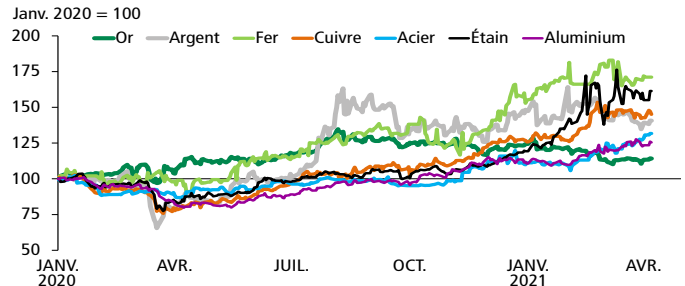
Sources : Institute for Supply Management, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

En effet, la flambée des prix des matières premières depuis le début de la pandémie a été spectaculaire. Entre le 1^{er} janvier 2020 et le 7 avril 2021, le prix d'une grande variété de métaux s'est envolé, dans certains cas de plus de 50 % pour le fer et l'étain (graphique 7). Les prix d'autres produits de base tels que le maïs, le soja et surtout le bois d'œuvre ont également augmenté de manière significative, tandis que le pétrole s'est complètement remis de son plongeon spectaculaire de l'an dernier (graphique 8). Du côté de la demande, la croissance économique soutenue de la Chine depuis qu'elle a maîtrisé son épidémie de COVID-19 a certainement joué un rôle majeur, car le pays consomme environ 50 % à 60 % des métaux et 20 % du bois d'œuvre dans le monde.

Toutefois, la récente montée des prix des matières premières a également été alimentée par des facteurs liés à l'offre. La réaffectation des dépenses de consommation en services vers les biens durables, causée par la pandémie, a entraîné d'importantes perturbations des chaînes d'approvisionnement du monde entier. Les semi-conducteurs en ont été l'un des exemples les plus visibles. Le passage au travail à distance a accru la demande d'appareils et de composants informatiques, causant des répercussions sur de nombreux secteurs manufacturiers, y compris le secteur automobile.

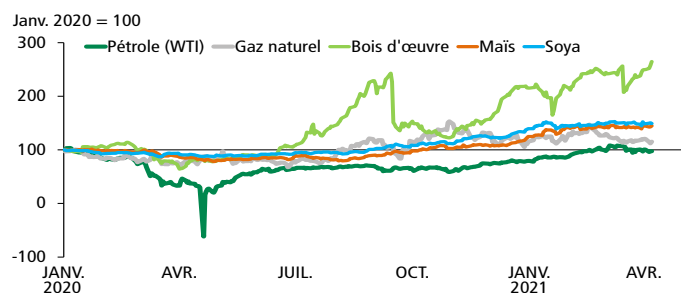
La flambée des coûts de transport par conteneurs est une autre source importante de pression sur les prix pour les entreprises. L'augmentation de la demande de biens de consommation et la pénurie de conteneurs vides dans les ports asiatiques ont fait monter en flèche le coût du transport maritime en provenance de la Chine (graphique 9). Depuis janvier 2020, le coût d'expédition d'un conteneur de 40 pieds de la Chine vers l'Europe ou la côte ouest des États-Unis a presque quadruplé (graphique 10 à la page 4). Même les expéditions vers la Chine, bien qu'encore relativement abordables, sont devenues nettement plus chères depuis le début de 2020; par exemple, le prix de l'expédition de marchandises de Los Angeles à Shanghai a presque doublé.

GRAPHIQUE 7
Prix de certains métaux depuis janvier 2020 (contrats à terme)



Sources : Bloomberg, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

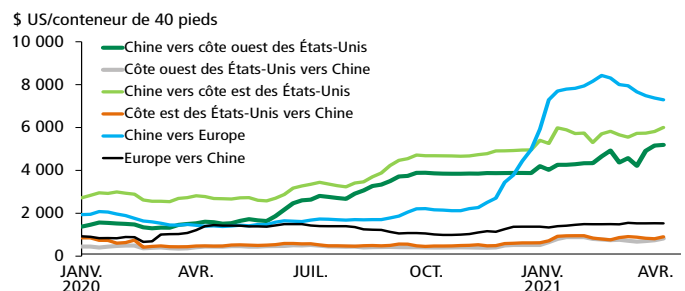
GRAPHIQUE 8
Prix de certaines matières premières depuis janvier 2020 (contrats à terme)



WTI : West Texas Intermediate

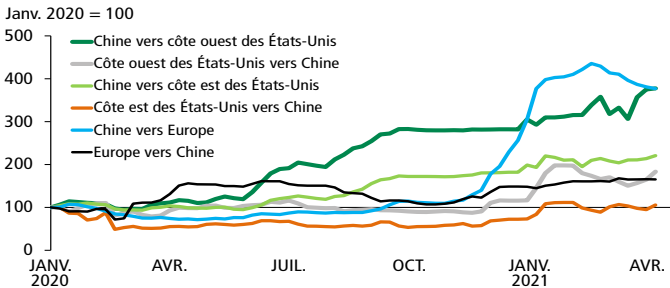
Sources : Bloomberg, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 9
Coût d'expédition de conteneurs – indice de cargaison (niveau)



Sources : Bloomberg, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10
Coût d'expédition de conteneurs – indice de cargaison (relatif)

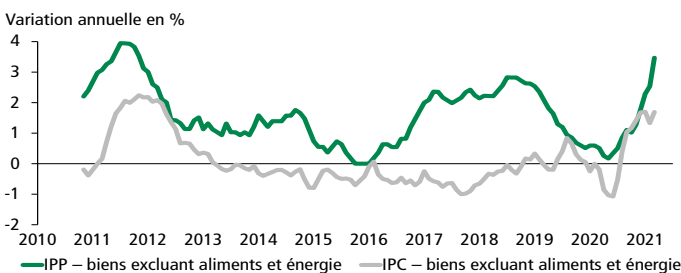


Sources : Bloomberg, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

Au début de la pandémie, le commerce international a beaucoup souffert. En effet, les pays du monde entier ont rapidement imposé des mesures de confinement strictes et fermé les usines, obligeant les navires à rester à l'arrêt. Dans la seconde moitié de 2020, alors que les usines ont repris leur pleine production et que les consommateurs occidentaux ont recommencé à acheter des biens – dont beaucoup sont fabriqués en Asie –, des milliers de conteneurs ont été bloqués loin des ports asiatiques où ils devaient se trouver. Alors que les exportateurs chinois sont confrontés à une pénurie de conteneurs, les boîtes s'empilent dans plusieurs ports à travers le monde, entraînant des goulots d'étranglement, de longs retards et une hausse des coûts. Les voyages internationaux étant toujours très limités, les marchandises habituellement transportées par avion sont désormais en concurrence avec d'autres marchandises pour l'espace disponible sur les navires.

Il est important de garder à l'esprit que bien qu'il existe des preuves indéniables de pressions actuelles sur les coûts des entreprises du secteur de la fabrication de biens, de telles hausses ne se sont pas traduites par une hausse des prix à la consommation au cours du dernier cycle économique (graphique 11). En effet, l'indice des prix à la production (IPP) – qui mesure la variation dans le temps des prix de vente reçus

GRAPHIQUE 11
IPP et IPC aux États-Unis – biens excluant aliments et énergie

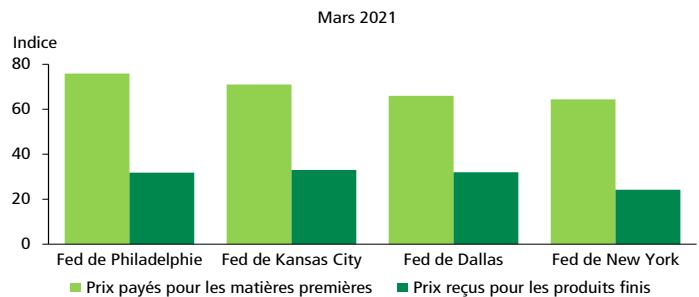


IPP : indice des prix à la production; IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Bureau of Labor Statistics, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

par les producteurs pour leurs produits – n'a été que faiblement corrélé à l'IPC depuis le début de la série, en novembre 2010. Même la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine sous l'administration Trump n'a pas entraîné de pressions marquées sur les prix au niveau des consommateurs. Une source potentielle d'une inflation durablement élevée serait que les entreprises finissent par manquer de moyens pour absorber les coûts supplémentaires face aux augmentations continues des prix à la production, entraînant ainsi une hausse des prix à la consommation.

Cela ne semble pas être le cas jusqu'à présent (graphique 12). Les enquêtes sur l'industrie manufacturière américaine menées par les réserves fédérales régionales comprennent des questions concernant à la fois les prix payés par les entreprises pour les matériaux et les prix reçus par les entreprises pour leurs produits. Dans tous les cas, l'indice des prix payés est beaucoup plus élevé que celui des prix reçus, ce qui suggère une répercussion limitée sur les prix à la consommation.

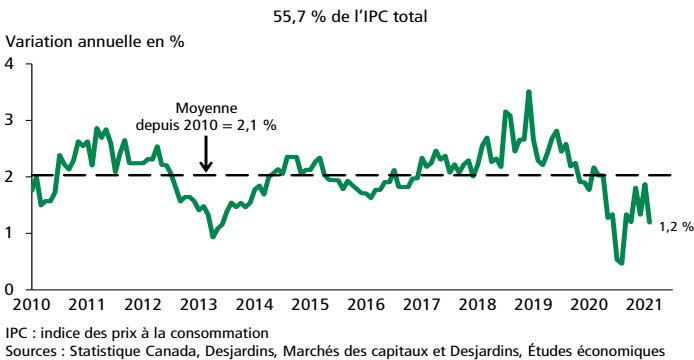
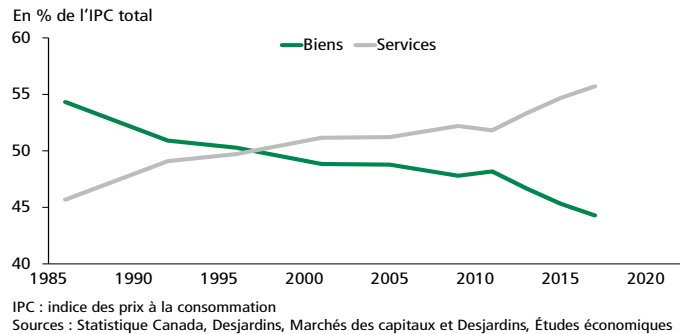
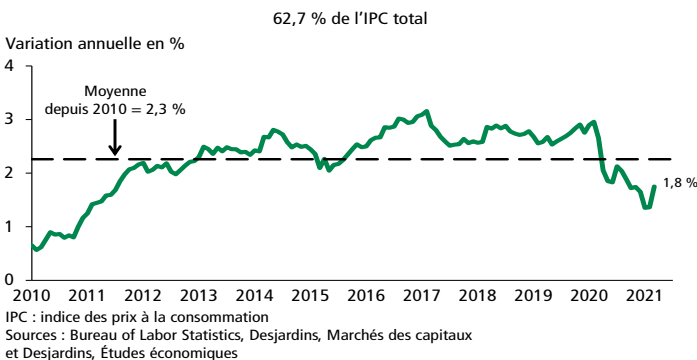
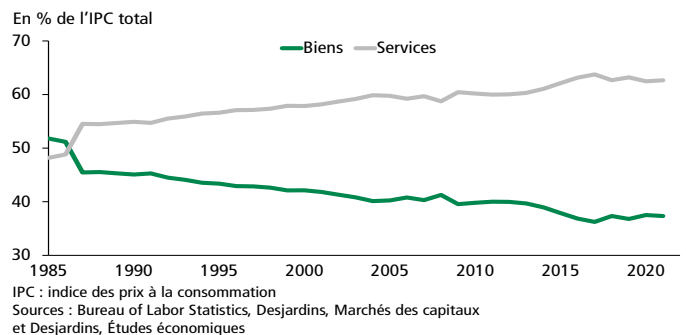
GRAPHIQUE 12
Enquêtes manufacturières des Fed régionales



Fed: Réserve fédérale
Sources : Fed de Philadelphie, Fed de Kansas City, Fed de Dallas, Fed de New York, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

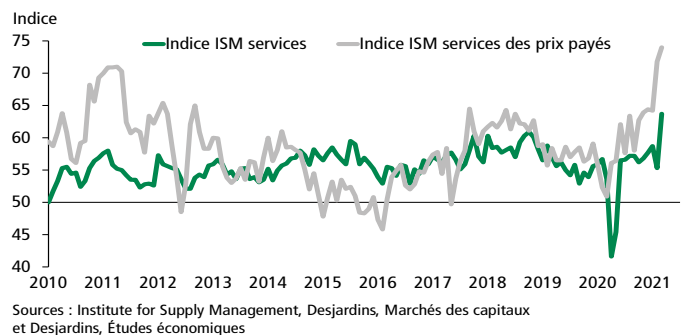
Quelle est la situation dans le secteur des services?

S'il est évident que les pressions sur les prix s'intensifient dans le secteur de la production de biens, les perspectives d'inflation globale dépendront aussi fortement de l'évolution de l'inflation au sein des services. Il a été bien documenté que, par rapport aux récessions précédentes, la pandémie de COVID-19 et les mesures et restrictions sanitaires qui en ont résulté ont affecté de manière disproportionnée le secteur des services. Des industries telles que l'hébergement, le transport aérien et le tourisme ont été pratiquement paralysées pendant des mois, ce qui a entraîné la déflation de plusieurs composantes de l'IPC liées aux services. Par conséquent, l'inflation des services au Canada (1,2 %) et aux États-Unis (1,8 %) est actuellement bien inférieure à sa moyenne de la dernière décennie. En effet, pendant une grande partie du cycle économique précédent, l'inflation des services avait été beaucoup plus forte que celle des biens, oscillant autour, voire au-dessus, de la cible de 2 % des banques centrales (graphiques 13 et 14 à la page 5).

GRAPHIQUE 13
IPC au Canada – services

GRAPHIQUE 15
Poids de l'IPC au Canada

GRAPHIQUE 14
IPC aux États-Unis – services

GRAPHIQUE 16
Poids de l'IPC aux États-Unis


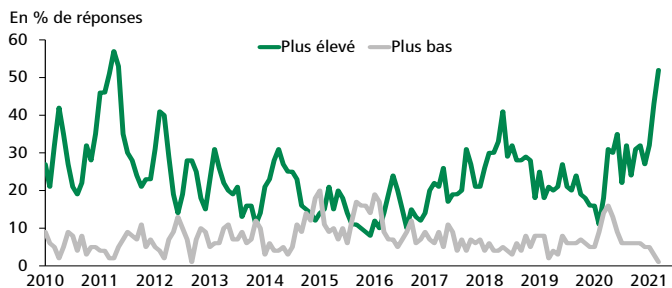
Si les responsables des banques centrales ne s'inquiètent pas outre mesure des pressions haussières sur les prix des biens, c'est en partie en raison du poids relativement faible de ces derniers dans le panier de l'IPC. En effet, l'importance des services par rapport aux biens dans l'IPC n'a cessé de croître depuis des décennies (graphiques 15 et 16). Plus précisément, le poids des services de base (total des services moins les aliments achetés au restaurant et les services énergétiques) est maintenant deux fois plus important que celui des biens de base (total des biens moins les aliments achetés en magasin et les biens énergétiques); il est donc peu probable que l'inflation de base dépasse de manière significative la cible des banques centrales tant que l'inflation des services restera aussi faible qu'elle l'est actuellement.

Au cours des derniers mois, des pressions sur les prix semblables à celles observées dans le secteur de la production de biens ont commencé à apparaître dans l'industrie des services. L'indice ISM services a atteint un niveau record de 63,7 en mars (graphique 17), l'indice des prix payés s'élevant quant à lui à 74,0, son plus haut niveau depuis juillet 2008. En effet, 52 % des firmes interrogées ont déclaré payer plus pour les matériaux et les services, 47 % ont déclaré payer la même chose et seulement

GRAPHIQUE 17
Indice ISM services


1 % a déclaré payer moins (graphique 18 à la page 6). Les répondants ont noté que « les retards logistiques et l'incertitude créent des problèmes importants au niveau des fournisseurs et des stocks », tout comme « les inquiétudes concernant les prix gonflés en raison de la logistique et des pénuries ».

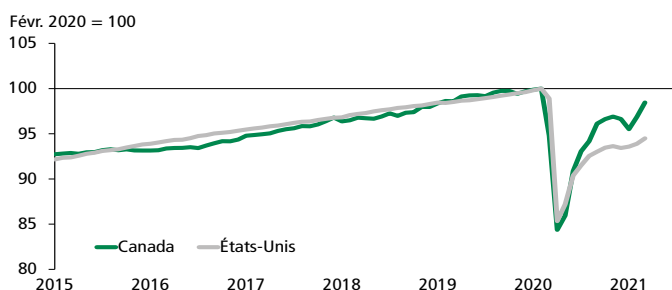
GRAPHIQUE 18
Indice ISM services – prix plus élevé ou plus bas que le mois précédent



Sources : Institute for Supply Management, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

Les salaires représentent une part importante des coûts totaux des entreprises, et c'est particulièrement le cas dans le domaine des services. Compte tenu du coup dur porté à l'emploi par la pandémie, il est peu probable que nous assistions à une forte hausse de l'inflation des services avant d'atteindre le plein emploi, alors que la croissance des salaires au niveau agrégé devrait rester modérée. Jusqu'à présent, la reprise de l'emploi au Canada a largement dépassé celle aux États-Unis (graphique 19). Toutefois, cela pourrait changer dans les mois à venir; les provinces canadiennes resserrent à nouveau les restrictions sanitaires, tandis que les États américains rouvrent rapidement leurs économies, alors que plus de 39 % des Américains ont reçu au moins une dose du vaccin contre la COVID-19 et que 25 % sont entièrement vaccinés. La hausse des coûts du logement pourrait également être une source d'augmentation de l'inflation dans le secteur des services; le marché du logement a connu une forte hausse ces derniers temps au Canada et aux États-Unis, ce qui a entraîné une augmentation considérable des prix des maisons. Les taux d'intérêt étant appelés à augmenter modérément à mesure que les banques centrales normalisent leur politique, certaines composantes de l'IPC, telles que les coûts des intérêts hypothécaires, pourraient commencer à contribuer à une hausse de l'inflation.

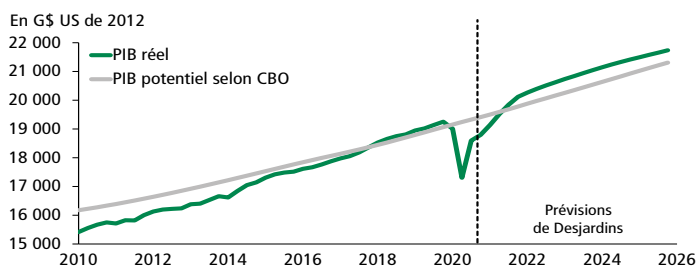
GRAPHIQUE 19
Emploi total au Canada et aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

Le principal élément qui pourrait causer une inflation durablement élevée reste une surchauffe de l'économie, avec un PIB réel augmentant nettement plus que le PIB potentiel sous l'effet conjugué d'une politique monétaire ultra-accommodante, de dépenses budgétaires sans précédent et d'une importante demande refoulée des consommateurs, à mesure que l'économie rouvre. Nous prévoyons que l'écart de production américain se refermera au troisième trimestre de 2021, avec un PIB supérieur au potentiel pour les prochaines années (graphique 20), ce qui pourrait entraîner des pressions inflationnistes au-delà des effets de base des prochains mois.

GRAPHIQUE 20
Prévisions du PIB par rapport au PIB potentiel aux États-Unis



CBO : Congressional Budget Office
 Sources : U.S. Bureau of Economic Analysis, CBO, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

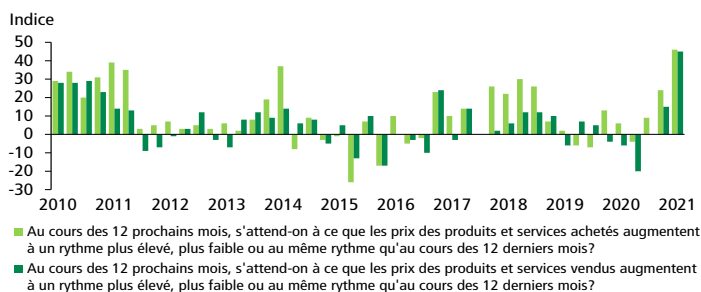
Conclusion

Lorsque le pessimisme à l'égard de la pandémie a culminé en mars 2020, les marchés tablaient sur une inflation d'environ 0,5 % sur un horizon de dix ans. Contrairement au scénario de japonisation que certains avaient brièvement envisagé, non seulement l'inflation a réussi à se stabiliser, mais les coûts des entreprises sont désormais soumis à de fortes pressions haussières. Cela a suscité des inquiétudes quant au risque que l'inflation s'installe à des niveaux plus élevés que prévu une fois que les effets de base des prochains mois seront derrière nous. Jusqu'à présent, les banques centrales semblent ne pas se préoccuper de ces risques, les mettant sur la liste des influences temporaires; en mars, le président de la Fed Jerome Powell a déclaré que « notre perspective est que l'effet sur l'inflation ne sera ni particulièrement important ni persistant ».

Ce point de vue est raisonnable dans la mesure où la transmission des coûts sur les prix à la consommation reste aussi faible qu'elle l'a été au cours du dernier cycle économique, et où les pressions inflationnistes dans le secteur des services restent modérées dans un contexte de restrictions des dépenses de services, qui perdurent depuis un certain temps. Mais la faiblesse de la transmission des coûts ne doit pas nécessairement être considérée comme acquise. Au Canada, l'édition du printemps 2021 de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* a donné un important avertissement, le solde des opinions sur

les prix des intrants et des extrants atteignant de nouveaux sommets (graphique 21), et les commentaires suggérant que plusieurs entreprises avaient l'intention de transférer les coûts – en particulier les prix plus élevés des produits de base – aux consommateurs.

GRAPHIQUE 21
Selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, les intentions ont atteint des niveaux records



Sources : Banque du Canada, Desjardins, Marchés des capitaux et Desjardins, Études économiques

On ne peut pas non plus supposer que l'inflation dans les services restera bien maîtrisée. Au cours du dernier cycle, tant au Canada qu'aux États-Unis, si l'on considère uniquement les services, il aurait été difficile de prétendre que les banques centrales n'avaient pas atteint leur cible d'inflation. Il est vrai que le point de départ est bas pour les services et que la capacité excédentaire reste importante dans l'ensemble. Cependant, la combinaison de la vaccination et des mesures de relance budgétaire et monétaire très stimulantes pourrait avoir des effets significatifs sur l'inflation à partir de l'année prochaine.

Au minimum, la confluence de ces développements semble suggérer que l'époque où les risques d'inflation étaient principalement orientés à la baisse est possiblement révolue. Il y a de quoi se réjouir, en particulier si cela se traduit par des politiques monétaires causant moins de distorsions (par exemple, les taux négatifs) au cours du prochain cycle et si une politique budgétaire bien dosée contribue à éliminer une partie de la pression qu'ont pu ressentir les banques centrales de devoir réagir au moindre choc, exacerbant ainsi continuellement les distorsions. Mais nous devons également espérer que les politiques monétaires et budgétaires n'en fassent pas trop et qu'elles ne finissent pas par biaiser les risques d'inflation à la hausse de manière persistante. Même s'il est vrai que les banques centrales savent comment faire face à une inflation élevée et persistante, cela ne rend pas les prescriptions nécessaires moins douloureuses.

Jimmy Jean, stratège macroéconomique
Mikhael Deutsch-Heng, macroéconomiste