

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Privilégier une inflation basse, stable et prévisible reste une stratégie gagnante à long terme

Par Hendrix Vachon, économiste principal

En économie, comme dans la vie, il faut parfois faire des choix difficiles. L'un auquel les banques centrales doivent à nouveau faire face est celui de favoriser une forte création d'emplois ou de freiner l'inflation. Si la pandémie continue d'évoluer favorablement, la situation économique s'améliorera davantage et le taux de chômage diminuera. Parallèlement, de nouvelles pressions inflationnistes devraient émerger, mais le problème est que dans certains pays, l'inflation dépasse déjà les cibles établies. Cela force des banques centrales à réajuster leurs interventions ou, du moins, à y réfléchir. La récupération du marché du travail risque d'être ralentie, mais la science économique tend à démontrer que de laisser aller l'inflation n'est pas une meilleure option.

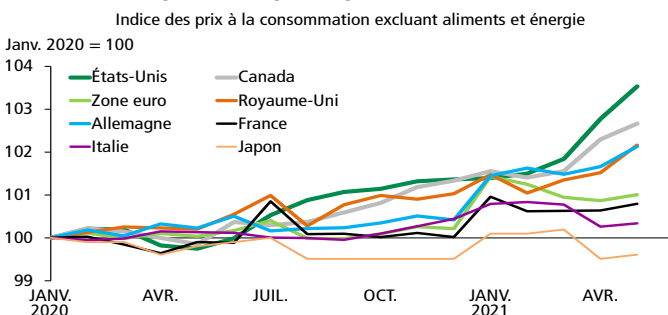
Le retour de l'inflation

D'entrée de jeu, il apparaît important de rappeler que la poussée de l'inflation demeure très récente et qu'elle résulte, entre autres, de certains effets de base, comme une forte différence entre les prix de l'essence aujourd'hui et ceux d'il y a un an. On peut aussi s'attendre à un certain apaisement du côté des prix de plusieurs matières premières, qui ont beaucoup augmenté au cours des derniers trimestres. La poussée de l'inflation ne semble pas non plus uniforme à travers les principales économies. Si l'on regarde au sein des pays du G7, c'est aux États-Unis et au Canada que l'on observe la croissance des prix la plus rapide (graphique 1). En Europe et au Japon, l'inflation reste généralement sous les cibles

officielles ou près de celles-ci. L'Allemagne et le Royaume-Uni sont un peu plus à surveiller.

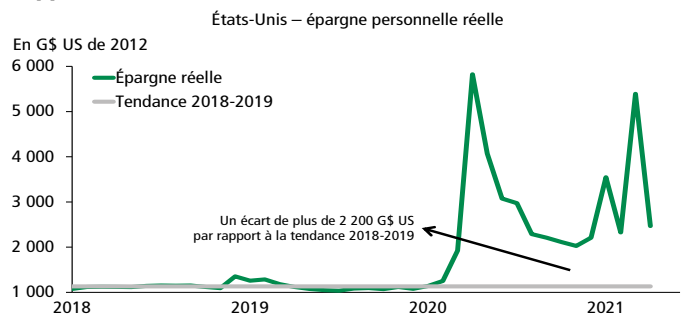
Il est probable que l'inflation rediminuera au cours des prochains mois. Toutefois, d'ici quelques trimestres, avec l'amélioration de la situation économique qui est prévue, de nouvelles pressions inflationnistes devraient émerger et elles pourraient être plus persistantes. L'important surplus d'épargne accumulé durant la pandémie ajoute un risque inflationniste supplémentaire si ce surplus devait être relâché plus vite que prévu dans l'économie (graphique 2).

GRAPHIQUE 1
Parmi les pays du G7, c'est aux États-Unis et au Canada que la croissance des prix est la plus rapide



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

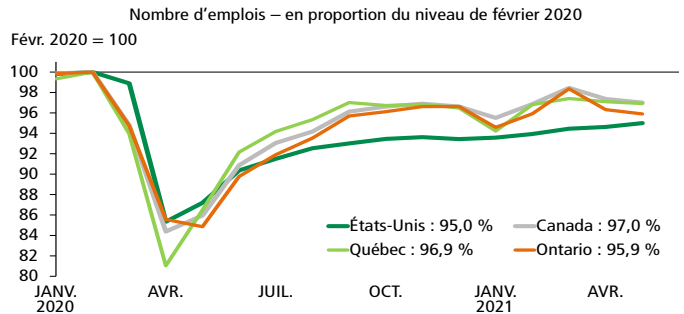
GRAPHIQUE 2
L'épargne accumulée pendant la pandémie amène un risque supplémentaire de surchauffe



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Lorsque le PIB réel dépasse sa tendance de long terme, aussi appelée le PIB potentiel, les pressions inflationnistes sont habituellement plus visibles. Le PIB potentiel est une estimation de ce que l'économie peut produire en utilisant normalement, sans excès, les capacités de production disponibles. Lors du précédent cycle économique, huit ans s'étaient écoulés après le creux de 2009 avant de voir le PIB réel passer au-dessus du PIB potentiel aux États-Unis. Cette fois, ce passage devrait s'opérer environ un an après le creux du PIB réel (graphique 3). Au Canada, il faudra vraisemblablement attendre quelques trimestres de plus, en raison notamment de la troisième vague de la pandémie, qui a nécessité de nouvelles mesures restrictives.

GRAPHIQUE 5
La récupération de l'emploi est plus avancée au Canada



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

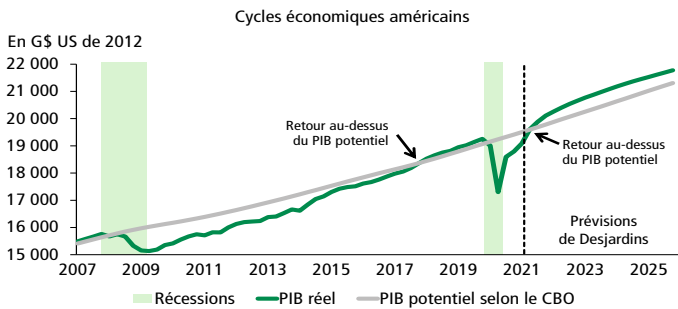
Ainsi, voilà le grand dilemme. Les banques centrales doivent-elles maintenir leurs politiques très accommodantes pour favoriser une récupération plus rapide de l'emploi, ou est-ce que le risque d'avoir trop d'inflation nécessite des politiques moins accommodantes, ou du moins de s'y préparer? Le choix paraît plus difficile aux États-Unis, où l'inflation est actuellement plus élevée en même temps que le manque à gagner du côté de l'emploi reste important.

La Réserve fédérale et la Banque du Canada changent de ton

La Réserve fédérale (Fed) a pendant plusieurs mois maintenu un discours très prudent, laissant entendre qu'elle prioriserait d'abord l'emploi. Elle n'a d'ailleurs pas de cible d'inflation rigide. Elle a plutôt un double objectif : maximiser l'emploi tout en maintenant un taux d'inflation de 2 %, en moyenne, sur une période de quelques années. Cela procure plus de flexibilité à la Fed sur le plan de l'inflation, mais les récentes données ont tout de même motivé un changement de cap. À sa rencontre de politique monétaire du 16 juin, la Fed n'a pas signalé officiellement qu'elle allait modifier sa politique monétaire à court terme, mais les prévisions plus optimistes de ses dirigeants laissent croire que cela ne saurait tarder. En conférence de presse, le président de la Fed, Jerome Powell, a aussi indiqué que des discussions concernant une éventuelle baisse des achats d'actifs ont eu lieu. Ces discussions se poursuivront au cours des prochaines réunions.

La Banque du Canada (BdC) s'est montrée moins hésitante à ajuster sa politique monétaire en fonction de l'évolution des perspectives économiques, de l'inflation et des besoins de liquidités du système financier. Le rythme des achats d'actifs a déjà été réduit à deux reprises. Les achats comptent maintenant pour 3 G\$ CAN par semaine plutôt que 5 G\$ CAN à leur sommet. La BdC a aussi mis un terme à d'autres programmes fournissant temporairement des liquidités au système financier canadien, de sorte que la taille de son bilan a déjà diminué (graphique 6 à la page 3).

GRAPHIQUE 3
Le PIB potentiel sera bientôt dépassé aux États-Unis

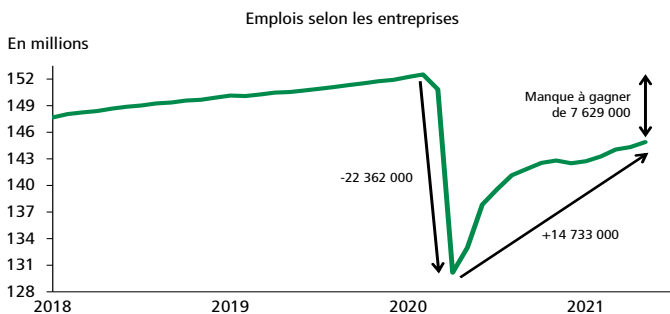


CBO : Congressional Budget Office
Sources : Bureau of Economic Analysis, CBO et Desjardins, Études économiques

Le marché du travail récupère moins vite aux États-Unis

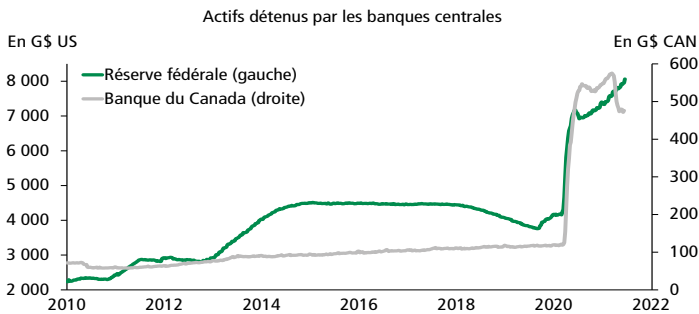
Si le PIB réel récupère très rapidement aux États-Unis, on ne peut pas en dire autant pour le marché du travail. En mai, il manquait encore plus de 7 600 000 emplois pour retrouver le niveau d'avant la pandémie (graphique 4). Vu d'une autre façon, le niveau d'emploi aux États-Unis en mai correspondait à 95 % de son sommet d'avant la pandémie, soit un manque à gagner de 5 %. À titre de comparaison, le manque à gagner était de 3 % en mai au Canada (graphique 5).

GRAPHIQUE 4
Le manque à gagner du marché du travail américain demeure très important



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6 La Banque du Canada a déjà réduit la taille de son bilan



Sources : Datastream, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Plusieurs avantages à maintenir une inflation basse, stable et prévisible

Doit-on qualifier la Fed et la Bdc de rabat-joies? Pas du tout. La vérité est que même si la création d'emplois est un objectif louable, maintenir une inflation basse, stable et prévisible est l'option à privilégier à moyen et à long terme. La science économique énumère plusieurs avantages.

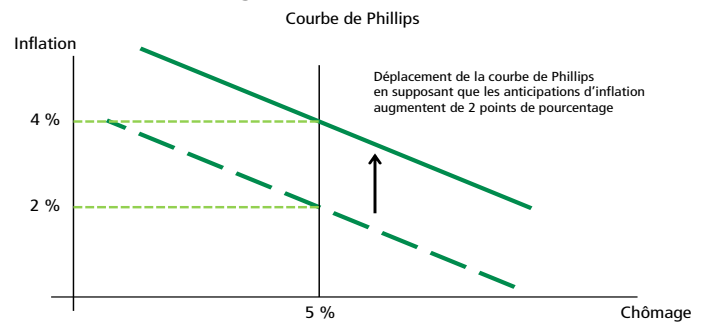
D'abord, cela permet de protéger le pouvoir d'achat des gens ayant des revenus qui n'augmentent pas au même rythme que les prix. Cela est souvent le cas des gens vivant de leurs épargnes, comme les retraités. Une inflation basse, stable et prévisible permet aussi de mieux distinguer l'évolution des prix des différents produits et permet de meilleures prises de décision en matière de consommation et d'investissement. Une faible inflation aide à constituer un terreau fertile à l'investissement en réduisant l'incertitude liée aux fortes fluctuations de prix. L'investissement est également favorisé par des taux d'intérêt généralement plus bas dans un régime de ciblage de l'inflation. Cela est dû au fait qu'il n'y a pas de fortes primes de risque liées à l'inflation qui se reflètent dans les taux d'intérêt. Au bout du compte, la croissance économique devrait être plus élevée à moyen et à long terme lorsque l'inflation est bien maîtrisée.

Dans un autre ordre d'idée, un taux d'inflation bas, stable et prévisible a l'avantage de se renforcer par lui-même si cela permet aussi de maintenir les anticipations inflationnistes à un faible niveau. Lorsque les entreprises et les particuliers sont convaincus que la cible d'inflation sera respectée à moyen et à long terme, ils sont moins enclins à réagir à des fluctuations de court terme des prix. Cela évite une série d'ajustements au niveau des prix et des salaires qui alimenteraient une spirale inflationniste.

Des anticipations d'inflation basses et bien ancrées nécessitent aussi moins d'ajustement aux taux d'intérêt pour atteindre l'inflation ciblée. On peut illustrer cet avantage à l'aide de la courbe de Phillips, qui modélise la relation entre l'inflation et le

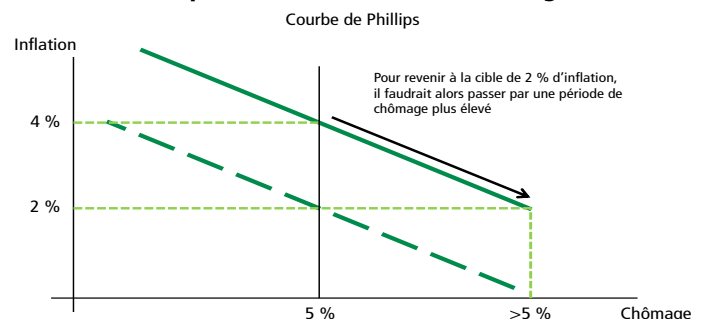
marché de l'emploi. Il s'agit d'une relation inverse où l'inflation diminue au fur et à mesure que le taux de chômage augmente. Les anticipations d'inflation peuvent néanmoins chambouler cette relation. Plus les anticipations augmentent, plus la courbe de Phillips se déplace vers le haut. Pour un même taux de chômage, l'inflation sera alors plus élevée (graphique 7). Par la suite, si une banque centrale souhaitait revenir à la cible d'inflation, elle devrait resserrer sa politique monétaire au point où elle aurait à tolérer plus de chômage que dans la situation initiale (graphique 8). Éventuellement, les anticipations d'inflation pourraient rediminuer, permettant à la banque centrale de réajuster graduellement sa politique monétaire, et le chômage baisserait.

GRAPHIQUE 7 Les anticipations d'inflation interfèrent dans la relation entre l'inflation et le chômage



Source : Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8 Si les anticipations d'inflation sont plus élevées, revenir à la cible d'inflation serait plus coûteux en termes de chômage



Source : Desjardins, Études économiques

La récession du début des années 1980 et celle du début des années 1990 ont en partie été le prix à payer pour réduire le taux d'inflation. Une inflation faible et stable n'était pas bien ancrée dans les anticipations de la population, ce qui a nécessité des taux d'intérêt plus élevés et un freinage plus abrupt de l'économie pour corriger la situation.

Les anticipations menaçaient de décrocher

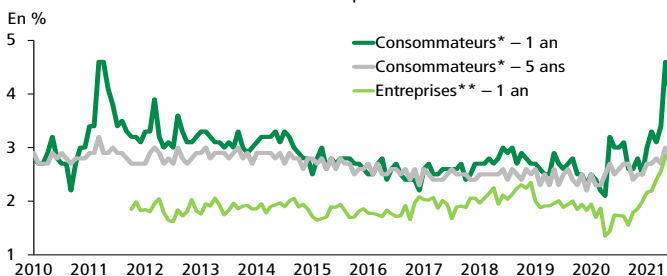
Ainsi, au-delà des mouvements de court terme de l'inflation, les banques centrales doivent surtout s'assurer que les anticipations demeurent bien ancrées. Il en va de leur crédibilité et de leur capacité à intervenir avec le moindre heurt possible sur l'économie. Or, différents indicateurs commençaient à signaler un risque de décrochage des anticipations d'inflation, surtout aux États-Unis.

À titre d'exemple, l'Université du Michigan publie une enquête mensuelle sur les anticipations d'inflation des consommateurs. Celles-ci ont considérablement augmenté, tant pour les anticipations pour la prochaine année que pour un horizon plus long (graphique 9). La Réserve fédérale d'Atlanta publie un indicateur similaire pour les entreprises, lesquelles anticipent aussi une forte accélération de l'inflation. Il est également possible de suivre les anticipations d'inflation à partir de données du marché obligataire. La différence entre les taux obligataires nominaux et les taux obligataires réels donne une estimation de l'inflation attendue par le marché. Encore une fois, les chiffres étaient en hausse jusqu'à tout récemment (graphique 10).

GRAPHIQUE 9

Les consommateurs et les entreprises revoient leurs anticipations d'inflation à la hausse

États-Unis – anticipations d'inflation

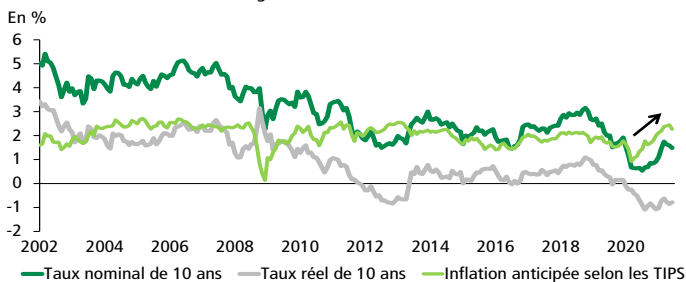


* Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan; ** Réserve fédérale d'Atlanta.
Sources : Université du Michigan, Réserve fédérale d'Atlanta et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10

Les anticipations d'inflation du marché étaient en hausse avant la rencontre de la Réserve fédérale de juin

Obligations fédérales américaines



TIPS : Treasury Inflation Protected Securities
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'emploi peut être stimulé de bien des façons

En aidant l'économie, le contrôle de l'inflation finit par aider l'emploi. Les objectifs ne sont donc pas aussi opposés les uns aux autres. De plus, si les banques centrales conservent une bonne crédibilité, cela nécessite moins d'ajustements aux taux d'intérêt qui pourraient pénaliser l'économie et le marché de l'emploi. Tout cela est plutôt rassurant, car il existe aussi des fondements théoriques qui montrent l'importance de ne pas laisser le chômage trop haut trop longtemps. Les économistes de l'école keynésienne défendent d'ailleurs l'hypothèse d'hystérésis¹ voulant qu'un taux de chômage élevé ait des conséquences à long terme sur le marché du travail et l'économie en général.

Le sort de l'emploi ne repose cependant pas uniquement entre les mains des banques centrales. Plusieurs politiques gouvernementales visent à soutenir l'emploi et la croissance économique. On retrouve entre autres les programmes d'assurance-emploi, de formation et de recherche d'emploi qui s'attaquent de front à la problématique du chômage ou cherchent à en minimiser les effets indésirables. De plus, l'État agit naturellement comme un stabilisateur automatique des cycles économiques. Lorsque l'économie va mal, les entrées fiscales diminuent, mais le gouvernement dépense autant, souvent même davantage, pour soutenir les gens et les entreprises affectés par la crise, ou encore grâce à des plans de stimulation économique.

Les gouvernements peuvent également entreprendre des réformes structurelles permettant d'atteindre des niveaux d'emplois plus élevés. Ces réformes peuvent viser la population en général ou des groupes plus ciblés. Les mesures pour soutenir la garde d'enfants, permettant à un plus grand nombre de femmes de rejoindre le marché du travail, constituent un bel exemple.

Vers un resserrement monétaire tout à fait justifié

Nos prévisions économiques tablaient depuis quelques mois déjà sur le début prochain d'un resserrement monétaire aux États-Unis et au Canada. La première étape consistera à réduire graduellement les achats d'actifs. Ce processus est déjà en cours au Canada. Par la suite, après une courte pause, la Fed et la BdC pourraient amorcer le relèvement de leurs taux directeurs, vraisemblablement vers la fin de 2022.

¹ Selon l'hypothèse d'hystérésis, les récessions pourraient laisser des cicatrices permanentes sur l'économie en raison des conséquences sur les gens contraints au chômage. Ceux-ci peuvent perdre une partie de leurs compétences, de leur savoir-faire, de leur capacité de retrouver un emploi, et cela, même après une récession. De même, une longue période de chômage peut modifier l'attitude d'une personne envers le travail, de telle sorte qu'elle pourrait souhaiter travailler moins. De ce fait, les récessions inhiberaient de manière permanente le processus de recherche d'emploi, ce qui contribue à maintenir un taux de chômage élevé plus longtemps.

Advenant des pressions inflationnistes plus fortes que prévu, ce scénario pourrait être devancé de quelques mois. L'inverse pourrait aussi être vrai dans l'éventualité d'un nouveau choc, comme un nouveau variant du coronavirus résistant aux vaccins. Il faut aussi garder à l'esprit que l'effet des hausses de taux d'intérêt prend quelque temps à se refléter sur l'économie et sur l'inflation. Il est donc préférable pour les banques centrales d'agir avec un coup d'avance qu'avec un coup de retard. Cela dit, les signaux récemment envoyés par les banques centrales, notamment du côté de la Fed, devraient tirer vers le haut plusieurs taux obligataires, ce qui constituera déjà une forme de resserrement monétaire.

Le rythme des hausses des taux directeurs sera également important. Plus le début du relèvement des taux sera tôt, plus le rythme du relèvement pourra être graduel. Notre scénario table actuellement sur un rythme d'environ 25 points de base par trimestre. Cela nous amènerait à un taux des fonds à un jour de 2,00 % au Canada au courant de l'année 2024. Du côté américain, le resserrement pourrait être légèrement plus fort avec le haut de la fourchette du taux des fonds fédéraux qui atteindrait 2,50 %. Il s'agirait de niveaux similaires à ce qui était observé en 2019.