

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La tendance à la reflation est-elle solide et généralisée?

Un enjeu pour l'évolution future des politiques monétaires et des principales devises

Depuis quelques mois, on assiste à une remontée des taux d'inflation un peu partout dans le monde. Les marchés financiers tendent à voir dans ce mouvement le signal que les politiques monétaires deviendront bientôt moins accommodantes, comme c'est le cas aux États-Unis. Cela dit, si l'inflation a rebondi récemment, cela est principalement le reflet de l'augmentation des prix du pétrole. Pour mieux juger de la solidité et de la généralisation de ce cycle de reflation, il faut analyser plusieurs variables.

Ce *Point de vue économique* analyse la situation de l'inflation dans les principales économies avancées. On y conclut que l'augmentation de l'inflation apparaît plus durable aux États-Unis, ce qui permet de croire en la poursuite du resserrement monétaire américain et en l'appréciation du billet vert. Bien qu'on ne semble pas très loin de l'atteinte des cibles d'inflation au Canada et au Royaume-Uni, ce n'est pas toutes les conditions qui sont réunies pour commencer un resserrement monétaire dans ces pays. L'incertitude demeure particulièrement élevée au Royaume-Uni en raison du *Brexit*. Il faudra vraisemblablement attendre en 2018 pour observer une politique monétaire moins accommodante en zone euro et plus tard encore au Japon.

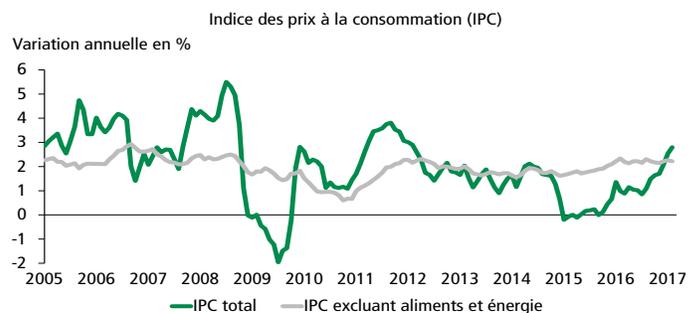
États-Unis : le cycle économique est bien avancé

La baisse des prix du pétrole en 2014 a fortement contribué à réduire le taux d'inflation total aux États-Unis et dans plusieurs autres pays. C'est maintenant l'effet inverse que l'on observe alors que les prix du brut s'affichent en nette hausse par rapport aux 30 \$ US le baril atteints en début d'année 2016. Cet effet positif devrait s'estomper au cours des prochains mois, ce qui signifie que l'inflation totale aux États-Unis ne devrait pas demeurer à plus de 2,5 % très longtemps. Une mesure plus stable de l'inflation qui exclut les prix de l'énergie et des aliments montre tout de même la présence d'une bonne tendance de fond en matière de croissance des prix, à un peu plus de 2,0 % depuis 2016 (graphique 1).

L'économie américaine est en croissance depuis la récession de 2008-2009. Cela a permis de réduire progressivement les capacités excédentaires de production qui avaient été créées. L'écart entre le PIB réel et son potentiel se situe maintenant autour de -1,0 %¹ (graphique 2 à la page 2). Il s'agit d'un écart assez faible, lequel devrait se résorber presque complètement

¹ Par souci d'uniformité, les mesures pour les écarts de production par rapport au potentiel utilisées dans ce *Point de vue économique* proviennent toutes de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). D'autres organismes publient ce type de mesures et les valeurs peuvent légèrement diverger entre elles.

GRAPHIQUE 1
Inflation aux États-Unis



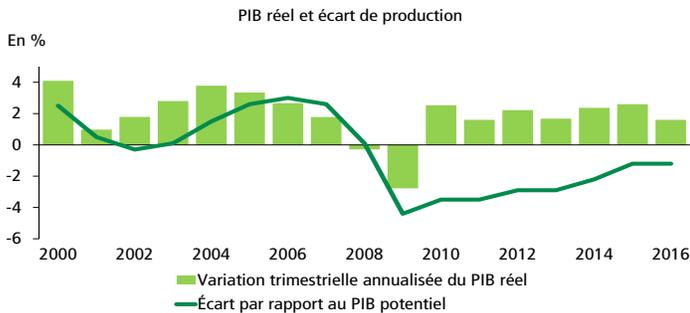
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

en 2017 si la croissance économique atteint 2,5 % comme prévu. Les pressions inflationnistes devraient par conséquent aller en augmentant.

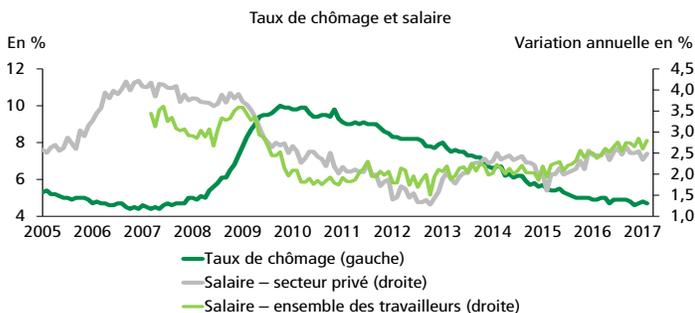
Un autre signe que l'inflation devrait demeurer soutenue est la diminution du nombre de chômeurs (graphique 3 à la page 2). À 4,7 %, le taux de chômage américain se situe maintenant près de son creux de 4,4 % atteint avant la dernière récession. L'accélération encore jugée modérée des salaires laisse néanmoins croire que le marché de l'emploi n'a pas encore atteint des

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Hendrix Vachon, économiste senior

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

GRAPHIQUE 2
Cycle économique aux États-Unis


Sources : Datastream, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3
Marché de l'emploi aux États-Unis


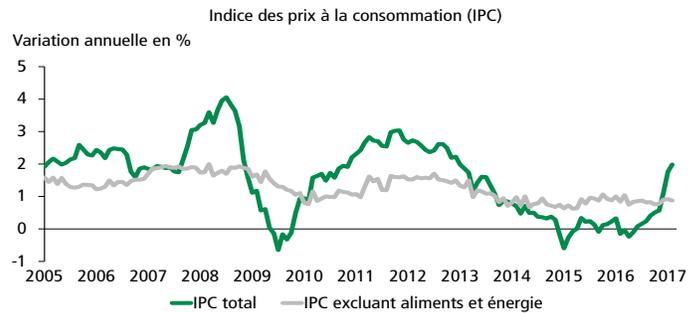
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

niveaux de surchauffe sujets à générer plus d'inflation. Cela dit, la situation peut vite changer et il pourrait être risqué de ralentir le resserrement monétaire aux États-Unis en raison uniquement d'une trop faible croissance des salaires.

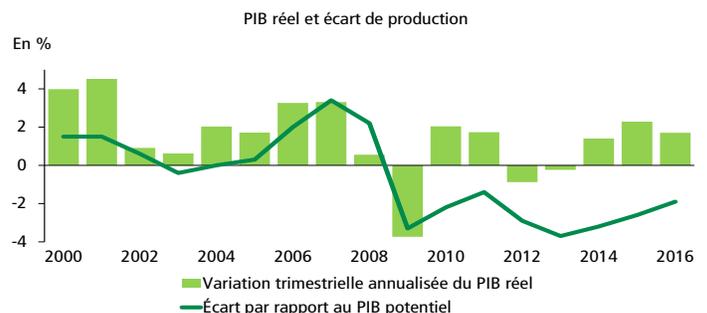
Zone euro : en retard par rapport au cycle américain

Le portrait en zone euro est très différent de celui aux États-Unis. Bien que l'inflation totale ait là aussi rebondi récemment, l'inflation tendancielle excluant les prix de l'énergie et des aliments est beaucoup plus faible, à un peu moins de 1,0 % (graphique 4).

Cette différence réside essentiellement dans le retard qu'a pris la zone euro par rapport au cycle économique américain. Après la crise financière de 2008-2009, la zone euro a subi un deuxième choc en 2012 en raison de la crise des dettes souveraines touchant plusieurs pays de la région et menaçant de disloquer l'Union économique et monétaire européenne. Un écart d'environ 2,0 % subsiste encore entre le PIB réel de la zone euro et son potentiel (graphique 5). Avec une croissance économique prévue de 1,6 % pour la zone euro en 2017, l'écart avec le PIB potentiel demeurera important. La Banque centrale européenne (BCE) se montre un peu plus optimiste avec une croissance prévue de 1,8 %. Malgré tout, cela ne serait

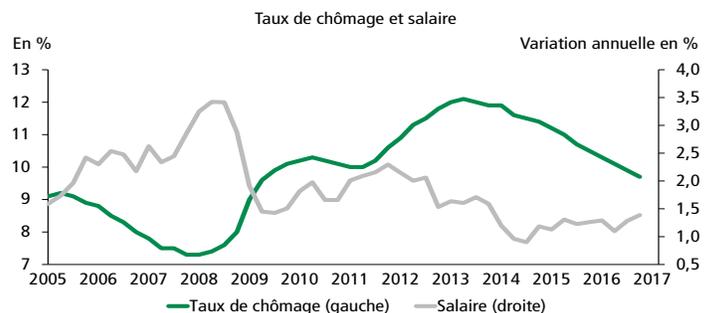
GRAPHIQUE 4
Inflation en zone euro


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5
Cycle économique en zone euro


Sources : Datastream, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

pas suffisant pour rattraper le retard sur le cycle américain. Pour se convaincre davantage de la présence de capacités de production excédentaires en zone euro, on peut voir que le taux de chômage demeure loin de son creux de 7,2 % du début de 2008 (graphique 6). La croissance des salaires est également très faible à 1,4 % alors qu'elle se situait à près de 3,5 % au début de 2008.

GRAPHIQUE 6
Marché de l'emploi en zone euro


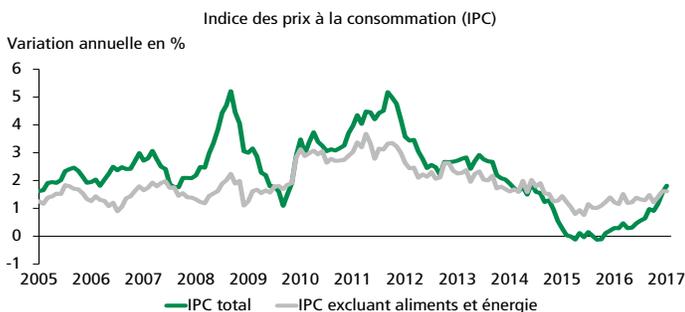
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La fragilité financière persistante de certains pays de la zone est un autre enjeu. La politique actuelle de la BCE assure une certaine stabilité à cet égard. Il faudrait vraisemblablement une amélioration rapide des conditions économiques et financières en 2017 pour inciter la BCE à changer son fusil d'épaule. Par ailleurs, avant de songer à un resserrement, la BCE devra d'abord cesser ses achats de titres, lesquels devraient pour l'instant s'échelonner jusqu'à la fin de l'année. Il serait étonnant que la BCE relève ses taux directeurs avant d'avoir mis un terme à son programme d'achat de titres.

Royaume-Uni : le *Brexit* a changé la donne

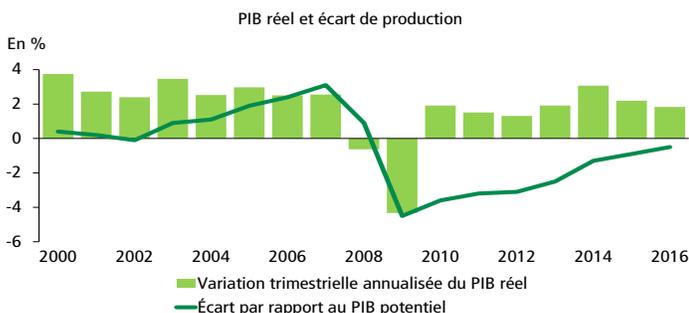
Les données économiques britanniques sont similaires à celles des États-Unis. La croissance des prix est un peu plus faible, à 1,8 % pour l'inflation totale et 1,6 % pour l'inflation excluant les aliments et l'énergie, mais la tendance est à la hausse (graphique 7). De plus, l'économie est en croissance depuis la crise de 2008-2009 et l'écart entre le PIB réel et son potentiel est déjà presque tout résorbé (graphique 8). Le taux de chômage à 4,7 % se situe quant à lui près des niveaux observés avant la crise (graphique 9). Comme aux États-Unis, la progression des salaires demeure néanmoins modérée.

GRAPHIQUE 7 Inflation au Royaume-Uni



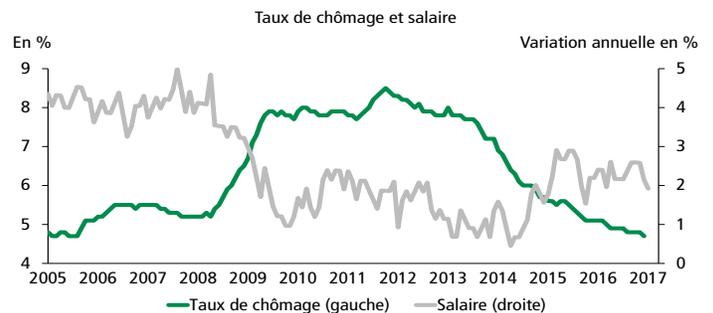
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8 Cycle économique au Royaume-Uni



Sources : Datastream, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 9 Marché de l'emploi au Royaume-Uni



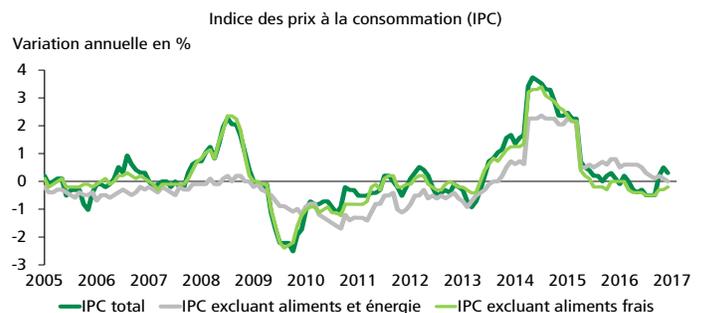
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le portrait tracé par les données britanniques pourrait militer pour un resserrement monétaire. Toutefois, le référendum tenu en juin 2016 sur la séparation du Royaume-Uni de l'Union européenne (*Brexit*) a changé la donne. Même si l'économie s'est montrée très résiliente jusqu'ici, on peut penser que la situation finira par se détériorer lorsque les négociations débiteront plus formellement ou lorsque le *Brexit* sera officialisé. La prudence devrait ainsi rester de mise pour la Banque d'Angleterre dans ses futures décisions de politique monétaire. Il faut également considérer qu'une partie de l'accélération récente de l'inflation est liée à la forte dépréciation de la livre. Cet effet devrait disparaître éventuellement, mais cela pourrait être retardé par la poursuite de la dépréciation de la livre.

Japon : accélérer l'inflation reste difficile

L'inflation au Japon peine tout juste à se maintenir en territoire positif (graphique 10). Pourtant, il ne semble pas y avoir d'importantes capacités de production excédentaires. L'écart entre le PIB réel et son potentiel se situe près de 0 %, ce qui normalement devrait s'accompagner de pressions inflationnistes

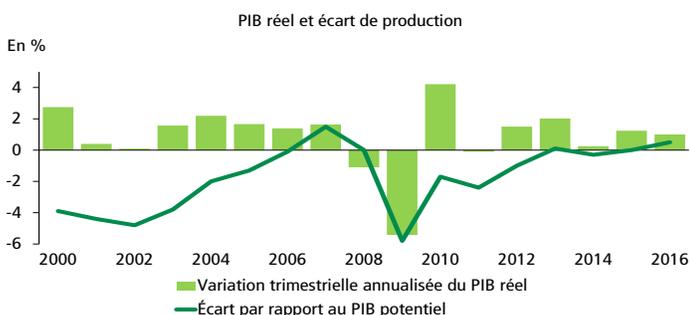
GRAPHIQUE 10 Inflation au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

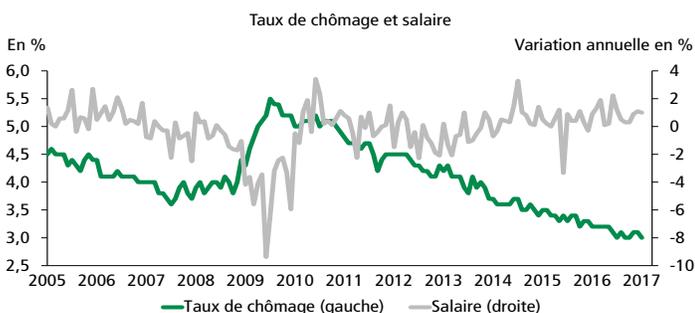
(graphique 11). Le marché du travail semble également s'être resserré au cours des dernières années avec un taux de chômage avoisinant 3,0 % (graphique 12). L'évolution des salaires demeure par contre très faible, autour de 1,0 %.

GRAPHIQUE 11 Cycle économique au Japon



Sources : Datastream, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 12 Marché de l'emploi au Japon



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

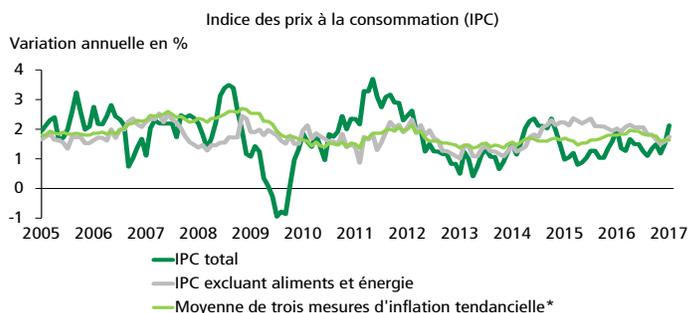
Le cas du Japon est particulier. La Banque du Japon (BoJ) semble incapable de relever durablement les anticipations d'inflation malgré une politique monétaire très accommodante et l'adoption d'une cible moyenne d'inflation de 2 %. Cette cible est en vigueur depuis l'automne dernier et signifie que plus l'inflation demeurera sous 2 %, plus la BoJ se montrera tolérante lorsque l'inflation remontera au-dessus de cette marque. On semble donc très loin d'un début de resserrement monétaire dans ce pays. Par ailleurs, même si l'inflation finissait par augmenter, le faible potentiel de croissance économique liée au vieillissement de la population nipponne réduit grandement la marge de manœuvre pour relever les taux d'intérêt.

Canada : encore beaucoup d'incertitude à l'horizon

L'inflation totale au Canada a bondi à plus de 2,0 % en janvier. Les mesures tendancielle de l'inflation se situent toutefois légèrement sous ce niveau et avaient une trajectoire descendante

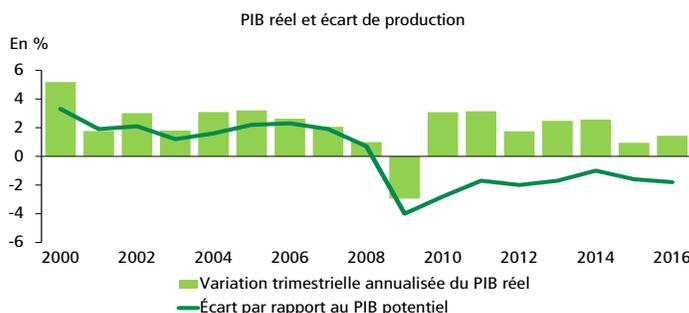
durant les derniers mois de 2016 (graphique 13). L'économie canadienne a subi les contrecoups de la chute des prix du pétrole, ce qui a contribué au ralentissement de la croissance économique en 2015 et en 2016. L'écart entre le PIB réel et son potentiel s'est d'ailleurs élargi ces deux dernières années (graphique 14).

GRAPHIQUE 13 Inflation au Canada



* Il s'agit des trois mesures d'inflation tendancielle maintenant suivies par la Banque du Canada.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

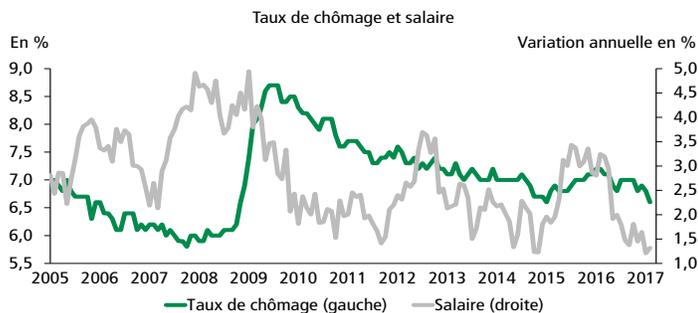
GRAPHIQUE 14 Cycle économique au Canada



Sources : Datastream, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

Il y a matière à la prudence en ce qui a trait à la conduite de la politique monétaire canadienne. La Banque du Canada (BdC) ne prévoit pas de retour au plein potentiel avant la mi-2018, ce qui permet de croire que les pressions inflationnistes resteront limitées d'ici là. Malgré la récente bonne performance du marché de l'emploi, le taux de chômage reste supérieur aux niveaux observés avant la crise de 2008-2009 et les salaires progressent faiblement (graphique 15 à la page 5).

De nouveaux risques sont apparus récemment avec l'élection de Donald Trump. Les entreprises canadiennes pourraient se montrer plus prudentes et retarder certains investissements le temps que la situation devienne plus claire quant à l'avenir de l'accord de libre-échange avec les États-Unis et l'adoption possible de mesures protectionnistes ou fiscales qui avantageraient les entreprises américaines. L'augmentation des taux obligataires

GRAPHIQUE 15
Marché de l'emploi au Canada


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

constitue aussi un nouveau risque dans un contexte où le secteur privé canadien affiche le plus haut taux d'endettement des pays du G7. Pour toutes ces raisons, il semble difficile d'entrevoir une hausse des taux directeurs canadiens avant la seconde moitié de 2018. Par ailleurs, un éventuel resserrement au Canada devrait se matérialiser de manière très graduelle, reflétant le maintien d'un haut degré de prudence dans un environnement incertain.

La Réserve fédérale (Fed) fera cavalier seul pendant quelque temps encore

En conclusion, malgré le récent rebond de l'inflation totale dans plusieurs pays, on ne peut pas affirmer qu'il s'agit là d'une tendance générale solide. Il suffit souvent d'analyser d'autres mesures de l'inflation pour s'apercevoir que les pressions inflationnistes demeurent faibles par endroits. Par ailleurs, les principaux pays avancés ne sont pas tous au même point dans leur cycle économique et dans la résorption de leurs capacités excédentaires de production.

La Fed devrait poursuivre son resserrement monétaire en 2017. Deux autres hausses de taux d'intérêt devraient être décrétées durant l'année. La BCE et la BoJ devraient poursuivre leur programme d'achat de titres, mais il n'est pas impossible que le ton de la BCE commence à changer en cours d'année, ne serait-ce que pour se diriger vers une politique monétaire plus neutre. Il faudra vraisemblablement attendre à tard en 2018 avant d'observer un réel resserrement monétaire en zone euro. L'attente s'annonce beaucoup plus longue pour le Japon alors que les anticipations d'inflation peinent toujours à se relever durablement. L'attente pourrait également être longue au Royaume-Uni en raison d'une détérioration probable de l'économie générée par la concrétisation du *Brexit*. Au Canada, malgré de récentes données plutôt encourageantes, il apparaît encore trop tôt pour relever les taux directeurs. Il y subsiste encore des capacités de production excédentaires significatives et le futur reste très incertain.

Dans ce contexte de divergence des politiques monétaires, le dollar américain devrait demeurer fort en 2017 contre l'ensemble des autres principales devises. Le dollar canadien et l'euro pourraient par contre mieux se comporter en 2018 si la BdC et la BCE amorcent à leur tour un resserrement monétaire. Les perspectives pour le yen demeurent faibles pour l'an prochain. Du côté de livre, cela dépendra beaucoup de l'évolution de l'économie britannique.

Hendrix Vachon, économiste senior