

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Les banques centrales ne sont clairement plus à l'aise de tolérer l'inflation élevée

Plus de hausses de taux d'intérêt en vue

Par Hendrix Vachon, économiste principal

En début d'année, nous avons souligné dans un [Point de vue économique](#) qu'il fallait faire attention avec la surenchère concernant les hausses de taux d'intérêt à venir. Relever les taux d'intérêt n'est pas le meilleur remède pour lutter contre des chocs d'offre. Nous avons aussi de bonnes raisons d'espérer que plusieurs des problèmes d'offre allaient s'estomper au courant de l'année et réduire considérablement l'inflation. Ce scénario apparaît malheureusement de moins en moins probable et les banques centrales se montrent maintenant plus promptes à agir avec vigueur. Bien qu'augmenter davantage les taux d'intérêt ne règlera pas plus rapidement les problèmes d'offre, cela pourra tout de même freiner la croissance de la demande et aussi mieux ancrer les anticipations d'inflation à moyen et à long terme. À court terme, la croissance économique pourrait s'en trouver pénalisée, mais à plus long terme, il est plus avantageux que les banques centrales atteignent leurs cibles d'inflation.

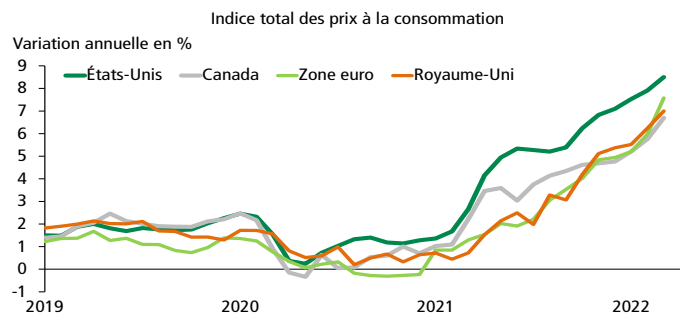
Les prévisions d'inflation ont été révisées à la hausse

Les prévisions d'inflation ont été relevées à plusieurs reprises au cours des derniers trimestres et il y a encore des risques qu'elles soient revues à la hausse au cours des prochains mois. Les plus récentes révisions s'expliquent en partie par de nouveaux chocs d'offre, notamment en raison de la guerre en Ukraine. Les prix du pétrole et du gaz naturel ont augmenté depuis l'invasion russe, de même que les prix de certains métaux et produits agricoles. Cette guerre amène aussi de nouveaux problèmes dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, incluant le [secteur automobile](#). Plusieurs pays affichent maintenant une inflation supérieure à 6 % (graphique 1). En zone euro, où les effets de la guerre sont plus visibles, la récente poussée des prix a nettement dépassé les attentes (graphique 2 à la page 2).

À cela s'ajoute la pandémie, qui n'évolue pas aussi favorablement que souhaité. La remontée des cas dans plusieurs pays laisse croire que des confinements ou des taux d'absentéisme élevés pourraient encore perturber la production et les chaînes d'approvisionnement mondiales. Le maintien d'une politique zéro COVID en Chine, où des confinements stricts sont encore régulièrement appliqués, est particulièrement préoccupant. D'ailleurs, de récents indicateurs en Chine témoignent déjà d'une

GRAPHIQUE 1

La hausse de l'inflation se poursuit

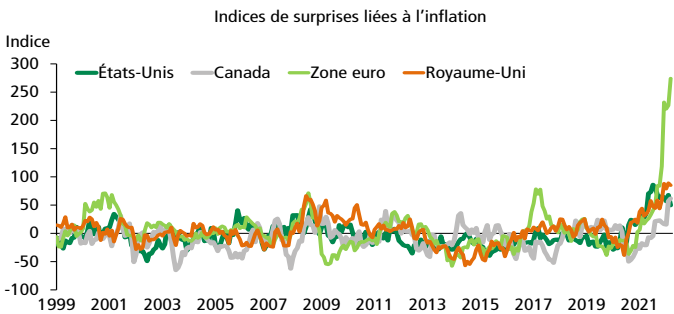


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

nouvelle détérioration dans les délais de livraison (graphique 3 à la page 2).

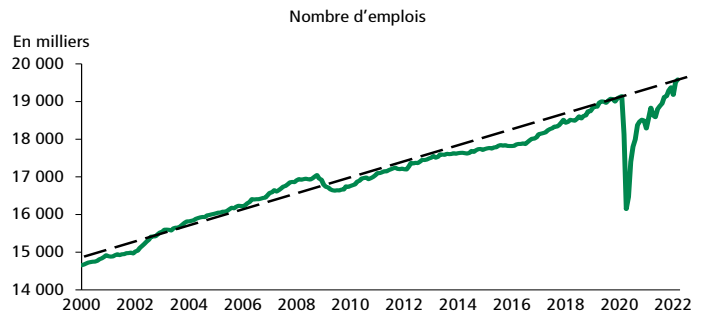
L'évolution de la demande s'avère aussi plus forte que prévu, notamment au Canada où la vague Omicron n'a eu qu'un effet limité sur le PIB réel malgré le resserrement des mesures

GRAPHIQUE 2
Les chiffres de l'inflation ont particulièrement surpris récemment en zone euro



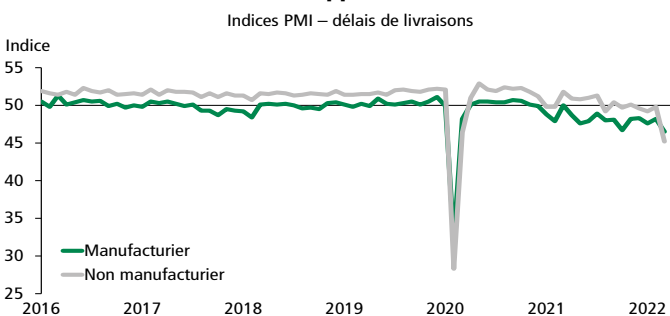
Sources : Citigroup, Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4
Le niveau d'emploi est 2 % supérieur à celui d'avant la pandémie au Canada et a rejoint sa tendance historique



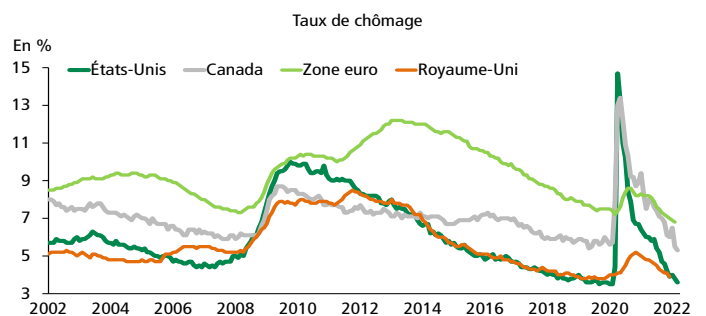
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3
Des récents indicateurs en Chine témoignent de nouvelles difficultés dans les chaînes d'approvisionnement



Sources : National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5
Les taux de chômage ont considérablement baissé

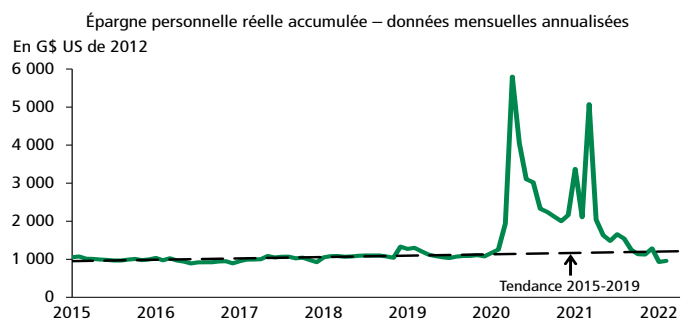


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

sanitaires. Le marché du travail canadien affiche d'ailleurs une vigueur remarquable, ce qui devrait continuer de soutenir la consommation. En mars, l'emploi était environ 2 % plus haut qu'avant la pandémie et avait rejoint sa tendance historique (graphique 4). Le taux de chômage à 5,3 % au Canada est le plus faible jamais enregistré depuis que la donnée est publiée. Les taux de chômage ont aussi considérablement diminué dans plusieurs autres pays au cours des derniers trimestres, revenant pour la plupart à des niveaux similaires à ceux d'avant la pandémie; voir plus bas (graphique 5). En zone euro, le taux de chômage à 6,8 % est le plus faible jamais enregistré depuis la création de la devise commune, en 1998.

L'excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie pourrait être une source de stimulation de la demande (graphique 6). Maintenant que les mesures sanitaires sont retirées et que les consommateurs retrouvent graduellement leur vie normale, la tentation d'utiliser l'épargne accumulée pour consommer davantage pourrait être grande. Cela amène un risque bien réel de surchauffe économique et de pressions accrues sur les prix. Qui plus est, l'excédent d'épargnes détenues par plusieurs consommateurs pourrait les aider à accepter plus facilement les

GRAPHIQUE 6
L'épargne accumulée pendant la pandémie est considérable aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

hausse de prix auxquelles ils font face. L'inflation élevée pourrait donc persister plus longtemps que prévu.

Les anticipations d'inflation commencent à inquiéter

Au-delà des enjeux d'offre et de demande, les anticipations pourraient devenir une source importante d'inflation. Lorsque

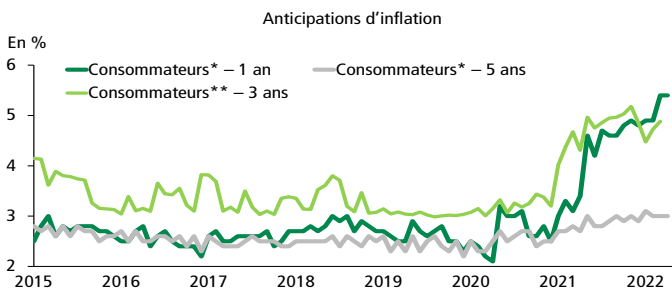
les entreprises et les particuliers sont convaincus que la cible d'inflation sera respectée à moyen et à long terme, ils sont moins enclins à réagir à des fluctuations de court terme des prix. Cela évite une série d'ajustements au niveau des prix et des salaires qui maintiendraient l'inflation élevée. Par contre, si les entreprises et les consommateurs s'habituent à l'augmentation plus rapide des prix, et anticipent d'autres importantes hausses de prix au cours des prochaines années, alors l'inflation élevée pourrait persister plus longtemps et nécessiter plus de hausses de taux d'intérêt pour la contrer. C'est pourquoi les banques centrales accordent beaucoup d'importance aux anticipations d'inflation, surtout celles de long terme, qui permettent de mieux déceler un décrochage durable des anticipations.

Aux États-Unis, comme dans plusieurs autres pays, les anticipations d'inflation ont surtout augmenté sur un horizon d'un an (graphique 7). Les anticipations sur cinq ans affichent tout de même une tendance haussière qui pourrait devenir problématique si elle se poursuivait. La Réserve fédérale de New York publie une estimation des anticipations d'inflation pour un horizon de trois ans, à mi-chemin entre le court et le long terme. Ces données font état depuis quelques mois déjà d'une augmentation significative des anticipations. 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 suggèrent une hausse des anticipations aux États-Unis (graphique 8).

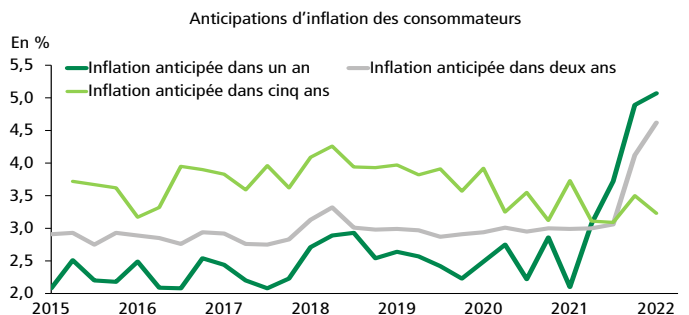
Au Canada, une [enquête réalisée auprès des consommateurs](#) par la Banque du Canada (BdC) montre aussi une hausse des anticipations d'inflation sur un horizon de court terme. Les anticipations sur un horizon de deux ans ont aussi augmenté récemment, mais la situation demeure sous contrôle à plus long terme (graphique 9). Une [enquête réalisée auprès des entreprises](#) donne d'autres indications intéressantes quant à l'évolution à venir de l'inflation au Canada. Les entreprises s'attendent notamment à des hausses importantes de salaires, mais sont généralement d'avis qu'elles pourront transmettre l'augmentation de leurs coûts à leurs clients (graphique 10). Cela pourrait signaler une plus grande persistance de l'inflation. Dans un monde idéal, il serait préférable que les hausses salariales soient en grande partie compensées par des gains de productivité plutôt que par des hausses de prix.

GRAPHIQUE 7
Les anticipations d'inflation augmentent aux États-Unis



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

GRAPHIQUE 9
Au Canada, les attentes d'inflation à long terme restent bien ancrées, mais celles de moyen terme décrochent



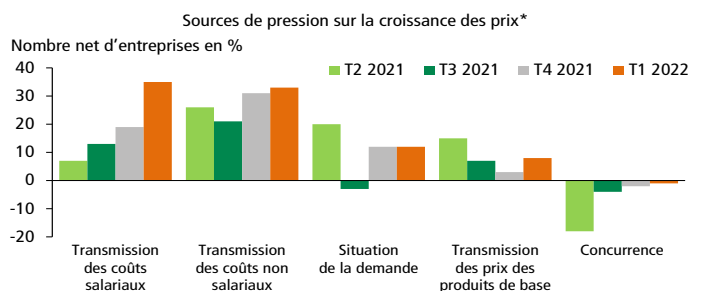
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8
L'inflation anticipée par le marché obligataire augmente encore



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10
Les entreprises canadiennes sont plus nombreuses à vouloir transférer la hausse de leurs coûts à leurs clients

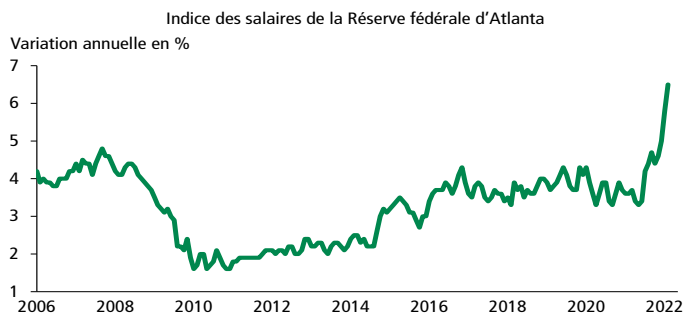


* Nombre d'entreprises faisant état de pressions à la hausse sur les prix des extrants diminué du nombre de celles faisant état de pressions à la baisse.
Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Les salaires s'accroissent aux États-Unis

Le pire scénario pour les banques centrales est celui où l'augmentation initiale de l'inflation induit des hausses de salaires et d'autres coûts, lesquels aboutiraient à de nouvelles hausses de prix. Il s'agit d'un scénario de spirale inflationniste. Dans un récent *Point de vue économique*, nous avons noté que la situation des salaires était plus inquiétante aux États-Unis. Une mesure des salaires comptabilisée par la Réserve fédérale d'Atlanta montre actuellement une progression annuelle de plus de 6 %, et l'accélération ne semble pas terminée (graphique 11). On ne peut cependant pas seulement pointer du doigt l'inflation pour expliquer la hausse des salaires aux États-Unis. Des changements structurels dans le marché du travail, causant une pénurie de main-d'œuvre, accentuent le problème.

GRAPHIQUE 11 Forte accélération de la croissance des salaires aux États-Unis

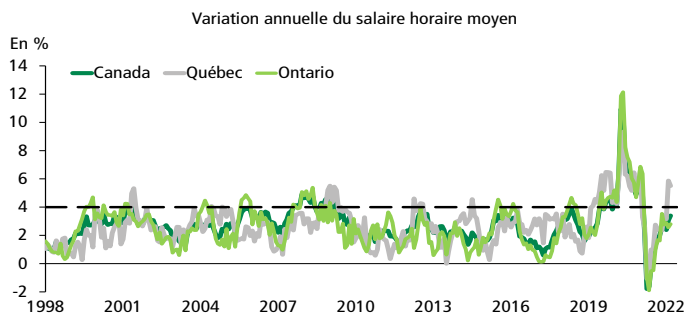


Sources : Réserve fédérale d'Atlanta et Desjardins, Études économiques

Ailleurs dans le monde, les données sur les salaires ne sont pas aussi éloquentes. Certains pays publient leurs données avec un plus grand retard, donc ce n'est peut-être que partie remise. Par ailleurs, l'inflation n'a pas augmenté aussi vite dans tous les pays. C'est le cas pour plusieurs pays européens et cela pourrait expliquer un délai supplémentaire avant que les salaires n'augmentent. La pénurie de main-d'œuvre moins sévère qu'aux États-Unis pourrait cependant limiter la progression des coûts de main-d'œuvre. Au Canada, la pénurie de main-d'œuvre est importante et les récentes données font état d'une croissance annuelle du salaire horaire moyen s'approchant de 4 % (graphique 12). La hausse des salaires a déjà franchi 5 % au Québec.

Il est encore trop tôt pour affirmer qu'une spirale inflationniste alimentée par les salaires prend forme, mais le risque est bien réel et la situation doit continuer d'être suivie de près. Plus l'inflation persistera, plus les travailleurs risquent d'être nombreux à vouloir des ajustements salariaux proportionnels aux hausses de prix. La réouverture complète des derniers secteurs qui étaient affectés par la pandémie, comme la restauration, les arts et le tourisme, risque d'aggraver le problème de rareté de main-d'œuvre.

GRAPHIQUE 12 La croissance des salaires s'approche de 4 % au Canada



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le discours des banques centrales a considérablement changé

La persistance des chocs d'offre, l'augmentation de la demande, les anticipations d'inflation qui pourraient décrocher et les salaires qui pourraient alimenter une spirale inflationniste sont tous des éléments prêtant à une grande vigilance des banques centrales. Plusieurs d'entre elles ont changé leur discours et leur politique monétaire depuis le début de l'année. Il y a maintenant un plus grand sentiment d'urgence à resserrer les conditions monétaires.

La BdC a été la première des principales banques centrales à décréter une hausse de taux d'intérêt de 50 points de base dans ce cycle de resserrement monétaire. La cible du taux des fonds à un jour est passée de 0,50 % à 1,00 % à la mi-avril. Généralement, chaque hausse de taux totalise 25 points. À l'occasion d'une rencontre des banquiers centraux au Fonds monétaire international (FMI) le 21 avril, le gouverneur de la BdC a par ailleurs ouvert la porte à une hausse de taux encore plus importante en juin. À cela s'ajoute la décision prise de réduire la taille du bilan. Celle-ci s'effectuera graduellement, au fur et à mesure que les titres détenus arriveront à échéance. D'ici la fin de 2023, cela pourrait représenter une réduction d'environ un tiers des actifs actuellement détenus par la BdC.

La Banque d'Angleterre (BoE) est passée près d'annoncer une hausse de taux de 50 points en mars dernier. L'issue du vote au sein du comité de politique monétaire avait été très serrée. Aux États-Unis, plusieurs signaux suggèrent une hausse de 50 points en mai, et possiblement une autre du même ordre pour la rencontre suivante. Les propos du président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell, tenus le 21 mars à une conférence au National Association for Business Economics (NABE) ont particulièrement capté l'attention des marchés. Il a notamment mentionné l'urgence d'agir rapidement « [...] the risk is rising that an extended period of high inflation could push longer-term expectations uncomfortably higher, which underscores the need for the committee to move

expeditiously [...] »¹. La vice-présidente de la Fed, Lael Brainard, a tenu des propos dans le même sens le 5 avril, en plus de signaler une baisse rapide de la taille du bilan de la Fed : « [...] the Committee will continue tightening monetary policy methodically through a series of interest rate increases and by starting to reduce the balance sheet at a rapid pace as soon as our May meeting. Given that the recovery has been considerably stronger and faster than in the previous cycle, I expect the balance sheet to shrink considerably more rapidly than in the previous recovery [...] »². À l'occasion de la récente rencontre des banquiers centraux au FMI, des propos de Jerome Powell ont renforcé la thèse d'un resserrement monétaire rapide.

La Banque centrale européenne (BCE) n'a pas encore amorcé le relèvement de ses taux directeurs, mais on perçoit quand même une évolution dans ses messages au fur et à mesure que l'inflation continue de surprendre. En attendant, la BCE continue tout de même d'acheter des actifs, ce qui détonne avec la plupart des autres banques centrales. La Banque du Japon continue aussi d'acheter des actifs. L'inflation est cependant beaucoup plus faible au Japon. Il reste à voir si cela va durer. La variation annuelle des prix à la production demeure très élevée au Japon et le yen s'est déprécié de plus de 10 % depuis le début du mois de mars.

Nous prévoyons maintenant des hausses plus rapides des taux d'intérêt

Le portrait plus sombre de l'inflation et l'empressement affiché par les banques centrales nous ont incités à revoir à la hausse nos prévisions de taux d'intérêt à quelques reprises au cours des derniers mois. Nous prévoyons maintenant que la BdC relèvera de 75 points le taux des fonds à un jour au début du mois de juin. Par la suite, deux autres augmentations de 25 points porteront le taux des fonds à un jour à 2,25 % d'ici la fin de l'été. Le principal taux directeur canadien devrait alors dépasser de 50 points le maximum atteint lors du précédent resserrement monétaire.

Aux États-Unis, la fourchette supérieure du taux des fonds fédéraux devrait s'établir à 2,75 % à la fin de 2022, avec probablement deux autres hausses au début de 2023 qui le porteraient à 3,25 %. Le relèvement des taux serait également jumelé à une réduction de la taille du bilan de la Fed. Le resserrement plus agressif prévu aux États-Unis cadre avec son taux d'inflation plus élevé, son marché du travail plus tendu, ainsi qu'avec les risques plus importants de décrochage des anticipations d'inflation et de spirale inflationniste.

¹ Jerome POWELL, *Restoring Price Stability*, dans *38th Annual Economic Policy Conference National Association for Business Economics*, Washington D.C., 21 mars 2022.

² Lael BRAINARD, *Variation in the Inflation Experiences of Households*, dans *At the Spring 2022 Institute Research Conference, Opportunity and Inclusive Growth Institute, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, Minnesota, 5 avril 2022.

Pour la zone euro, nous prévoyons au moins deux hausses de taux d'intérêt d'ici la fin de l'année, ce qui mettrait fin à la politique des taux négatifs de la BCE. Cette politique est en place depuis septembre 2014. Quelques hausses supplémentaires seraient probablement ajoutées au début de 2023. Cela ne suffirait toutefois pas à rattraper la BoE qui a déjà indiqué vouloir augmenter son principal taux directeur aux environs de 1,50 %.

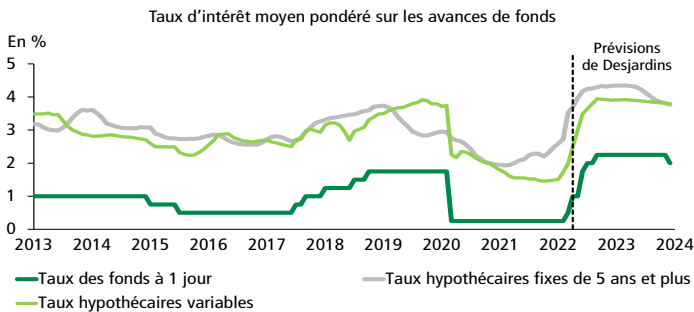
Même si ces resserrements monétaires seront peu efficaces contre les chocs d'offres, ils pourront freiner l'essor prévu de la demande et aider à garder les anticipations d'inflation bien ancrées à long terme. Reste à voir si cela suffira à ramener l'inflation à près de 2 % d'ici la fin de 2023. Une grande marge d'incertitude subsiste. En contrepartie, la résorption, ne serait-ce que partielle, de certains chocs d'offre au cours des prochains trimestres pourrait grandement aider à calmer l'inflation. Les banques centrales ne seront pas dogmatiques, et elles réévalueront leurs stratégies en fonction de l'évolution de ces chocs.

Des effets négatifs à prévoir sur la croissance économique à court terme

L'histoire nous enseigne que pour diminuer l'inflation, les banques centrales ont souvent eu à freiner l'économie, au point où le PIB réel a diminué et le chômage a augmenté. Bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario principal, ce risque d'atterrissage en douleur, avec une récession, augmente au fur et à mesure que des hausses de taux d'intérêt s'ajoutent. Déjà, nos [prévisions](#) de croissance ont été revues à la baisse pour les prochains trimestres et le taux de chômage devrait remonter légèrement en 2023 au Canada. Ce ralentissement économique pourrait même justifier une baisse de taux d'intérêt à la fin de l'an prochain, à condition que l'inflation soit bien maîtrisée. La prévision de croissance économique a aussi été révisée à la baisse dans plusieurs autres pays.

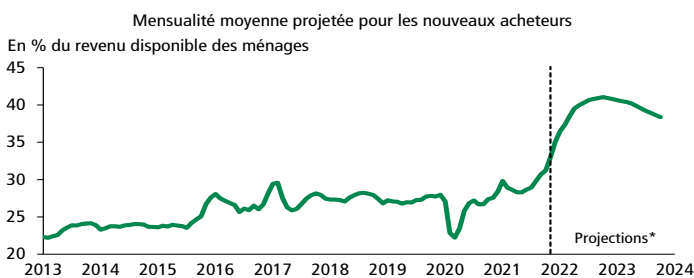
Le marché de l'habitation sera particulièrement à surveiller au Canada et c'est l'une des raisons qui nous poussent à prévoir moins de hausses de taux d'intérêt qu'aux États-Unis. L'augmentation des taux d'intérêt réduira considérablement l'abordabilité. Les premiers acheteurs seront davantage pénalisés. Les taux d'intérêt hypothécaires reviendront rapidement aux niveaux observés en 2019, et plus haut encore (graphique 13 à la page 6). En supposant une stabilisation des prix des maisons, le relèvement prévu des taux d'intérêt aurait pour effet d'augmenter le paiement de plusieurs centaines de dollars pour une maison moyenne au Canada. Au début de 2023, le paiement mensuel moyen pourrait dépasser 40 % du revenu disponible moyen des ménages (graphique 14 à la page 6). La détérioration serait encore pire en supposant des taux d'intérêt plus hauts, ou encore si le prix des maisons continuait d'augmenter à court terme. Cela dit, il apparaît probable que le prix des maisons amorcera éventuellement une baisse afin de compenser une partie de l'effet des hausses de taux d'intérêt sur l'abordabilité. Les plus petites maisons pourraient aussi devenir plus populaires,

GRAPHIQUE 13
Les taux hypothécaires fixes ont déjà beaucoup monté, les taux variables suivront les taux directeurs



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 14
Les mensualités augmenteront considérablement pour les nouveaux acheteurs de maisons



* En supposant que le prix moyen des propriétés reste constant, avec un taux de mise de fonds de 20 %.

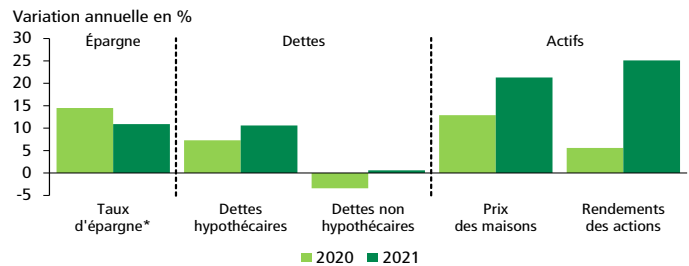
Sources : Banque du Canada, Association canadienne de l'immeuble et Desjardins, Études économiques

ce qui pourrait contribuer à tirer le prix moyen des propriétés vendues vers le bas. La fin des surenchères devrait amener un autre effet baissier sur les prix. En revanche, le manque d'offre sur le marché de l'habitation et la forte croissance démographique liée à l'immigration sont des éléments qui pourraient limiter le repli des prix.

La stabilité des marchés financiers sera également mise à rude épreuve. Les politiques monétaires ultra-accommodantes des dernières années ont été un élément de soutien à la valorisation de différentes classes d'actifs. Un renversement rapide de ces politiques monétaires pourrait maintenant pénaliser fortement celles-ci. Les bourses pourraient donc demeurer assez volatiles dans les prochains trimestres, et des rendements plus modestes doivent être attendus. Il y a aussi un risque d'instabilité financière généralisée. Les marchés financiers fonctionnent moins bien lorsque la volatilité est grande. Les entreprises et les institutions financières pourraient avoir plus de difficultés à se refinancer et les faillites pourraient augmenter. L'effet pourrait être amplifié par un relèvement des primes de risque.

Cela dit, il ne se fera pas d'omelette sans casser d'œufs. L'inflation diminuera seulement si les banques centrales parviennent à modérer l'économie via différents canaux, incluant le marché de l'habitation et les marchés financiers. Certains facteurs pourraient également rendre les ménages plus aptes à absorber l'augmentation des taux d'intérêt. À différents égards, la situation financière de plusieurs ménages s'est améliorée pendant la pandémie (graphique 15). L'épargne a augmenté, certaines dettes ont diminué et la valeur de leurs actifs est actuellement très élevée. La sous-gouverneure de la BdC, Sharon Kozicki, est revenue sur ces aspects durant un discours³ tenu le 25 mars dernier. Cela est sans oublier que l'économie canadienne devrait bénéficier des cours plus élevés du pétrole et d'autres matières premières. Il en sera de même pour la plupart des économies productrices de matières premières. Même les États-Unis pourraient bénéficier d'une augmentation des investissements dans le secteur pétrolier et gazier.

GRAPHIQUE 15
Le bilan financier des ménages s'est amélioré au Canada en 2021



p : prévisions de Desjardins; * Niveau en pourcentage.

Sources : Statistique Canada, Datastream, Association canadienne de l'immeuble et Desjardins, Études économiques

Lutter contre l'inflation demeure l'option la plus avantageuse pour le long terme

Dans un *Point de vue économique* publié il y a environ un an, nous étions revenus sur l'importance de maintenir une inflation basse, stable et prévisible. Même si à court terme cela augmente le risque de récession, les avantages à long terme devraient l'emporter. 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 ou des bénéficiaires de programmes sociaux parfois mal indexés. Ce ne sont pas non plus tous les salariés qui ont le même pouvoir de négociation. Certains pourraient demeurer désavantagés à long terme. 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

³ Sharon KOZICKI, *Les différences entre les ménages : pourquoi sont-elles importantes?*, dans *Colloque sur la macroéconomie et la politique monétaire Banque fédérale de réserve de San Francisco*, Californie, 25 mars 2022.

et d'investissement. Une faible inflation aide à constituer un terrain fertile à l'investissement des entreprises 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 et plus stable à moyen et à long terme si l'inflation est bien maîtrisée. Le chômage devrait également tendre vers des niveaux plus faibles.