

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Est-ce que les Américains craignent déjà l'inflation?

Partie I : l'état des anticipations inflationnistes des entreprises et des marchés aux États-Unis



La croissance soutenue de l'économie américaine amène maintenant davantage de pressions sur les capacités de production, incluant au sein du marché du travail. Cette situation devrait aussi se répercuter sur l'inflation. Plusieurs indices de prix ont connu une tendance haussière depuis le début de l'année 2018. On peut maintenant se demander si les ménages et les entreprises américaines perçoivent vraiment ces hausses de prix plus importantes et s'ils ont ajusté leurs anticipations concernant l'inflation future.

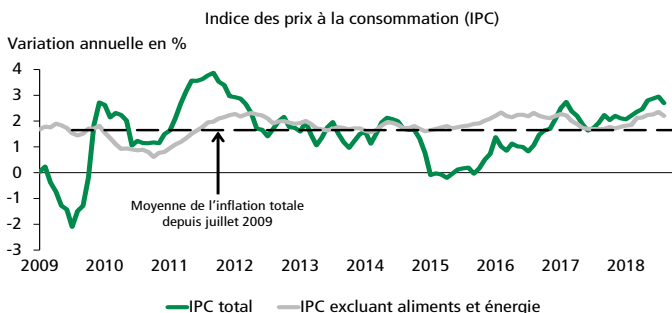
Dans cette première partie, on remarque que les anticipations d'inflation issues du marché obligataire de moyen terme sont demeurées relativement stables. Pour les entreprises, des pressions haussières se manifestent, surtout du côté des intrants.

Le présent cycle économique, issu de la crise de 2008-2009, a été caractérisé par une faiblesse assez constante de l'inflation. Aux États-Unis, la moyenne de croissance annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) est de 1,7 % depuis 2009. Pour l'indice de base, qui exclut les aliments et l'énergie, la hausse moyenne est à peine plus élevée, à 1,8 %. Dans les deux cas, les augmentations ont dépassé en cours d'année 2018 la moyenne cyclique (graphique 1). L'autre principale mesure d'inflation aux États-Unis, à savoir la variation annuelle du déflateur des

dépenses de consommation, a aussi dépassé sa moyenne du cycle qui se situe à 1,5 %. De plus, on remarque que cette mesure a aussi légèrement dépassé la cible de la Réserve fédérale (Fed) qui est établie à 2 % depuis 2012 (graphique 2).

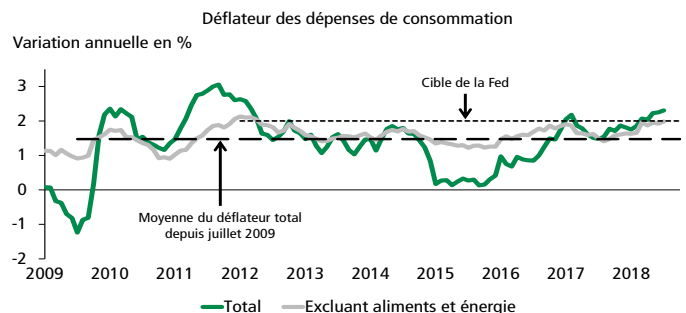
Plusieurs facteurs ont contribué à l'accélération relative de l'inflation. Il y a un an, un [Point de vue économique](#) répertoriait certains d'entre eux. L'un des principaux éléments alimentant les pressions sur les prix est la diminution de la

GRAPHIQUE 1
L'inflation récente se montre légèrement au-dessus de la moyenne cyclique



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
La variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation a récemment dépassé la cible de la Fed



Fed : Réserve fédérale
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

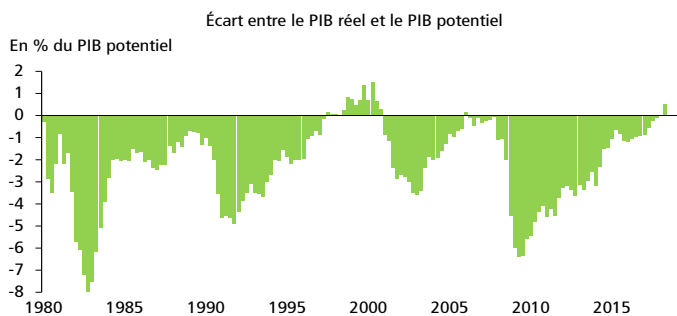
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Francis Généreux, économiste principal

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 © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

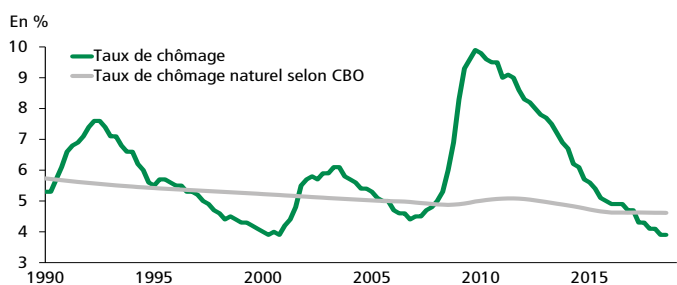
surcapacité de production. Depuis que la reprise s'est installée, la croissance du PIB réel a généralement dépassé celle du PIB potentiel qui est estimée aux alentours de 1,7 % par le Congressional Budget Office. L'écart entre les niveaux des deux mesures s'est maintenant refermé et, depuis le début de 2018, l'*output gap* est maintenant positif (graphique 3). Parmi les autres facteurs qui contribuent à l'inflation actuelle, on remarque aussi le resserrement du marché du travail (graphique 4), la progression des prix des importations, les hausses de tarifs par l'administration Trump et l'augmentation des prix des logements. Toutefois, d'autres facteurs continuent de tirer l'inflation vers le bas, notamment la concurrence internationale, la technologie, le commerce en ligne et, plus récemment, la hausse du dollar américain.

GRAPHIQUE 3
L'*output gap* est redevenu positif



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

GRAPHIQUE 4
Le taux de chômage est tombé sous son niveau non inflationniste



CBO : Congressional Budget Office
Sources : Bureau of Labor Statistics, CBO et Desjardins, Études économiques

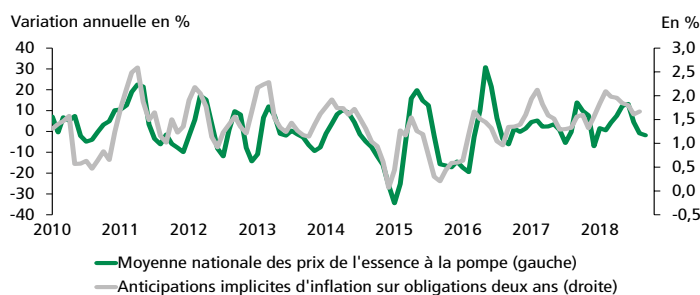
Un élément qui assure jusqu'à maintenant une certaine stabilité des prix est l'ancrage des anticipations inflationnistes. Il faut toutefois se demander à quel point ce facteur est vraiment immuable. Après neuf ans de reprise, est-ce que les anticipations inflationnistes pourraient bouger davantage? Cette question est importante. Dans un discours à Jackson Hole en août, Jerome Powell, le nouveau président de la Fed, argumentait

qu'« ancrer les anticipations d'inflation à plus long terme est une condition préalable essentielle pour atteindre tous les autres objectifs de la politique monétaire¹ ». Dans ce contexte, il faut donc bien observer les anticipations issues des marchés financiers et des entreprises.

Les anticipations des marchés financiers

Les anticipations d'inflation au sein du marché obligataire s'observent en comparant les obligations à rendement réel et les obligations nominales. À court terme, ces anticipations suivent de près l'évolution observée de l'inflation et, surtout, elles reflètent les variations des prix de l'essence (graphique 5). La volatilité de cette mesure fait en sorte que les anticipations de court terme sont aussi très volatiles et n'offrent donc pas beaucoup d'information sur la véritable perception des tendances inflationnistes.

GRAPHIQUE 5
Les anticipations inflationnistes de court terme du marché obligataire suivent de près l'évolution des prix de l'essence



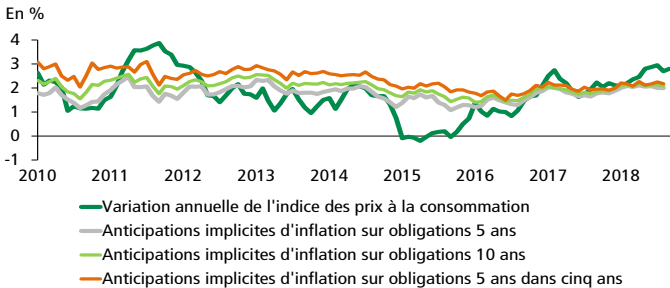
Sources : Energy Information Administration, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Il faut donc regarder les anticipations de plus long terme. D'ailleurs, celles-ci se montrent beaucoup plus stables. L'écart-type des anticipations sur un an est de 0,82 point de pourcentage. En utilisant les obligations de deux ans, il diminue à 0,50 point. Il tombe aux alentours de 0,29 point pour les obligations de 5, 10 ou 30 ans.

Les obligations de moyen terme (cinq et dix ans) suggèrent que l'inflation future est perçue comme demeurant aux alentours de la cible de la Fed, soit 2 % (graphique 6 à la page 3). On remarque cependant que sur l'ensemble du cycle, les marchés ont toujours anticipé davantage d'inflation dans la deuxième moitié d'un horizon de dix ans; c'est-à-dire que dans les cinq premières années, l'inflation est généralement perçue plus faible qu'entre cinq et dix ans. L'écart est cependant relativement minime entre les deux mesures. Il n'y a donc pas eu de crainte de dérapage et les marchés démontrent ainsi qu'ils croient en la politique de la Fed.

¹ *Monetary Policy in a Changing Economy*, discours de Jerome Powell au symposium parrainé par la Réserve fédérale de Kansas City le 24 août 2018.

GRAPHIQUE 6
Les anticipations inflationnistes de moyen et long terme sont plus stables



Sources : Bureau of Labor Statistics, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

On remarque qu'il y a quand même eu une certaine faiblesse des anticipations vers 2015-2016. La persistance des mesures d'inflation, incluant l'IPC, les déflateurs ainsi que les salaires horaires moyens, à sous-performer pendant cette période, et ce, malgré la progression de l'économie et du marché du travail, semble avoir provoqué un ajustement des anticipations de long terme. Par conséquent, même à plus long terme, les anticipations inflationnistes issues du marché obligataire ne sont pas immunisées contre les mouvements de prix, surtout si les tendances sont soutenues pendant plusieurs années, comme on a pu le voir avec la faible inflation du milieu des années 2010. Depuis deux ans, les anticipations ont toutefois augmenté et elles se sont maintenant stabilisées.

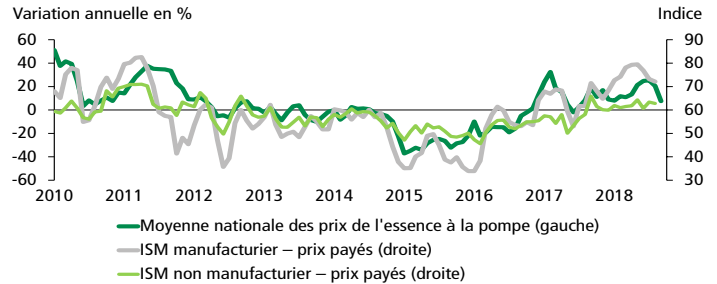
Anticipations des entreprises

Il y a peu d'informations disponibles au sujet des anticipations inflationnistes des entreprises, du moins portant sur un horizon de moyen ou long terme. Même à court terme, il faut généralement se rabattre sur les enquêtes auprès des directeurs d'achats, comme les enquêtes ISM.

Les indices ISM manufacturier et non manufacturier intègrent une composante « prix » qui reflète l'évolution des prix payés par les entreprises. À l'image des anticipations de court terme issues du marché obligataire, l'évolution de ces indices relatifs au coût des intrants suit un mouvement semblable à celui des prix de l'énergie (graphique 7). Étonnamment, depuis 2010, il n'y a pas de grande différence entre la corrélation des prix de l'essence avec l'indice manufacturier ou avec l'indice non manufacturier. Il faut donc voir la hausse des composantes « prix » des indices ISM non pas comme le reflet de pressions inflationnistes tendancielle, mais plutôt comme l'effet du mouvement des prix de l'énergie.

Parmi les autres indicateurs de pressions inflationnistes de la part des entreprises, il y a quelques indices régionaux auprès des directeurs d'achats qui donnent une information intéressante, soit la différence entre les prix payés et les prix reçus. Par exemple, l'indice de la Fed de Philadelphie a un indice

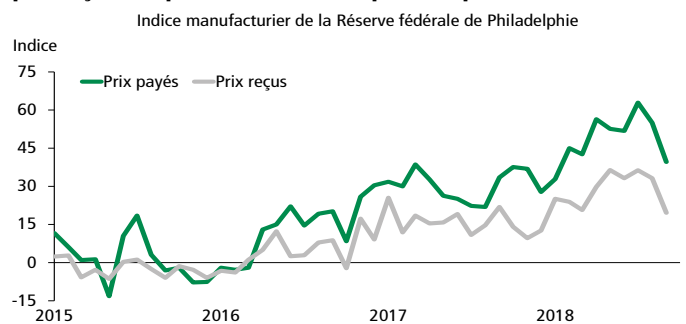
GRAPHIQUE 7
L'ISM prix payés dépend généralement des coûts de l'énergie



Sources : Energy Information Administration, Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

pour chacun de ces éléments. Ils ont tous deux passablement augmenté depuis 2016, mais on sent que les pressions se font plus fortes du côté des prix payés (graphique 8). Cela peut refléter plusieurs facteurs, notamment les pressions provenant des coûts énergétiques ainsi que les difficultés des entreprises à transmettre les hausses de coûts à leur clientèle. Les autres indices manufacturiers régionaux, comme l'indice Empire de la Fed de New York, offrent le même constat d'une hausse récente plus élevée du côté des prix payés par rapport aux prix reçus. Une augmentation soutenue des coûts des entreprises, jumelée à l'incapacité à hausser le prix des extrants, pourrait limiter leur profitabilité.

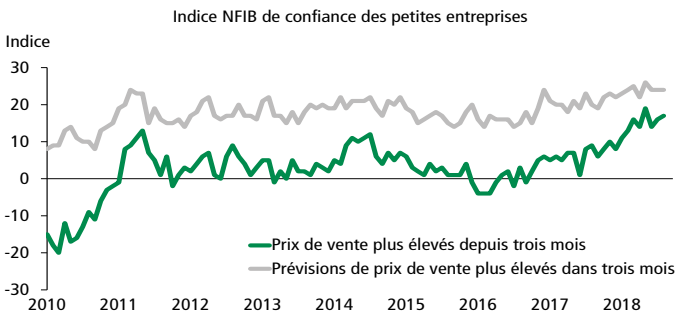
GRAPHIQUE 8
Les pressions semblent plus élevées sur les prix payés que sur les prix reçus : un problème éventuel pour les profits?



Sources : Réserve fédérale de Philadelphie et Desjardins, Études économiques

L'enquête mensuelle de la National Federation of Independent Business comporte aussi un volet sur les mouvements de prix. Toutefois, là aussi, les questions reposent sur les anticipations de court terme. Autant les pressions sur leur prix de vente au cours des trois derniers mois que les anticipations de hausse de prix au cours des trois prochains mois ont augmenté (graphique 9 à la page 4). On remarque cependant qu'historiquement les mouvements prévus sont constamment plus élevés que ceux réalisés, mais cet écart s'est récemment refermé. Malgré ces

GRAPHIQUE 9
Les petites entreprises voient davantage de pressions inflationnistes elles aussi



Sources : National Federation of Independent Business et Desjardins, Études économiques

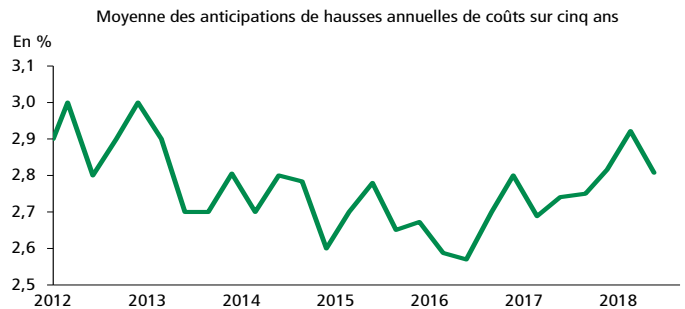
pressions inflationnistes, les hausses de prix ne figurent pas comme l'un des principaux problèmes vécus par les petites entreprises. En août, seulement 2 % des entreprises sondées mentionnaient l'inflation comme leur principal problème, soit le dernier rang ; la palme revenait à la qualité de la main-d'œuvre à 25 %, suivie par la taxation (15 %).

La Fed d'Atlanta publie le seul indice portant sur les anticipations inflationnistes des entreprises sur un horizon de cinq ans. Les résultats trimestriels de cette enquête débutent en 2012 et montrent une diminution de tendance jusqu'en 2016 puis une nette remontée par la suite (graphique 10). Dans cette enquête (qui porte également sur les anticipations de court terme), la Fed d'Atlanta sonde aussi les entreprises sur les facteurs influençant les prix sur la prochaine année. On y remarque que généralement, ce sont les coûts des intrants (main-d'œuvre et autres) qui ont une plus grande portée (graphique 11).

Les anticipations inflationnistes ou du moins les signes de pressions sur les intrants et extrant à court ou moyen terme offrent un constat similaire à ce que l'on pouvait voir du côté des anticipations tirées du marché obligataire. Entre le début du présent cycle de croissance et 2016, les anticipations ont diminué. En 2015 et en 2016, on pouvait même craindre un décrochage vers le bas, influencé par une faiblesse du coût de certains intrants, voire de l'énergie. La donne a cependant rapidement changé et les pressions inflationnistes se manifestent maintenant plus fortement.

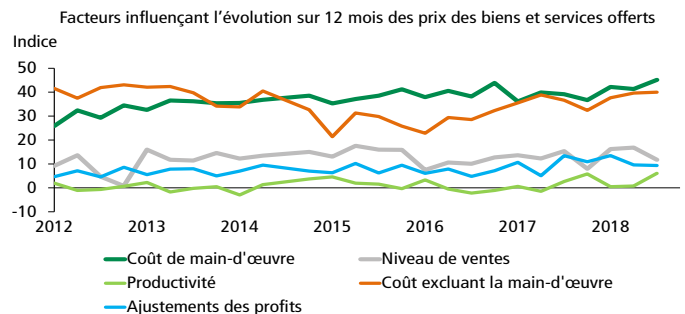
De plus, un autre facteur s'est récemment ajouté pour les entreprises. Celui des conséquences de l'escalade protectionniste de l'administration Trump. En ce sens, une enquête de la Fed de New York liée à ses indices manufacturier (indice Empire) et non manufacturier (*Business Leader Survey*) est assez éclairante. En août 2018, 68,0 % des répondants du côté manufacturier indiquaient que les hausses de tarifs avaient amené une augmentation des coûts des intrants. Du côté des services, la proportion est cependant plus faible, soit 43,8 %. Les craintes pour 2019 sont particulièrement vives : 71,9 %

GRAPHIQUE 10
L'indice des anticipations inflationnistes des entreprises de la Fed d'Atlanta est aussi sur une tendance haussière depuis 2016



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

GRAPHIQUE 11
Ce sont les coûts de la main-d'œuvre et aussi des autres intrants qui influencent les prix des biens et services offerts



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

des manufacturiers anticipent que les politiques commerciales amèneront une hausse du coût des intrants, alors que 52,0 % voient leurs prix de vente augmenter en 2019. Du côté des services, c'est 57,6 % qui appréhendent une hausse prochaine du prix des intrants alors que 34,6 % anticipent une hausse des prix de vente en conséquence des hausses de tarifs. La guerre commerciale risque donc de nuire aux profits des entreprises.

De façon plus anecdotique, le dernier *Livre Beige* de la Fed, une autre source d'informations concernant les pressions et anticipations inflationnistes du côté des entreprises, mentionne aussi les craintes liées aux hausses de tarifs. De plus, on y retrouve aussi d'autres constats, comme les pressions plus importantes sur le coût des intrants que sur celui des extrants.

Tous ces éléments suggèrent que les pressions inflationnistes se font plus présentes pour les entreprises. Mais peuvent-elles se permettre de transmettre ces hausses à leurs clients? À court terme, cela pourrait être difficile. Toutefois, une tendance plus lourde pourrait éventuellement affecter les ménages. La partie 2 de cette analyse scrutera justement les anticipations inflationnistes de ceux-ci.

Francis Généreux, économiste principal