

# POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

## La baisse du taux de chômage entraînera-t-elle une accélération de l'inflation au Canada?

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



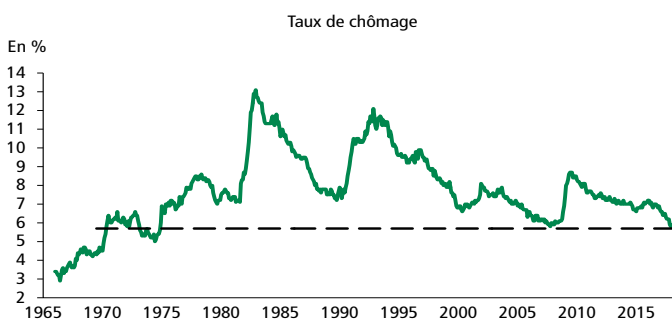
Selon la théorie économique, la forte baisse du taux de chômage observée au cours des derniers mois pourrait entraîner une accélération de l'inflation au Canada par le biais notamment d'une progression plus soutenue des salaires. La relation historique entre le taux de chômage et la variation des prix démontre toutefois que la réaction de l'inflation aux changements du marché du travail est moins importante qu'on pourrait le croire. De plus, certains facteurs freinent actuellement la progression des salaires tandis que des tendances de fond à l'échelle planétaire modèrent encore la hausse des prix. Il faut néanmoins s'attendre à ce que la croissance des prix s'accélère au Canada, ce qui milite en faveur de la remontée graduelle des taux d'intérêt directeurs.

Le taux de chômage a diminué significativement au cours des dernières années grâce notamment à des conditions économiques favorables et aux effets d'une progression moins rapide de la population en âge de travailler. À 5,8 % en mars 2018, le taux de chômage canadien a ainsi rejoint son creux historique selon l'enquête effectuée auprès de la population active, qui commence en 1976. Soulignons cependant que le taux de chômage est déjà descendu sous la barre des 5,8 % avant 1976 d'après des données d'archive. Il est même passé légèrement en dessous de 3 % en juin 1966 (graphique 1). Cela dit, force est de constater que le niveau actuel du taux de chômage est exceptionnellement bas d'un point de vue historique.

### Relation entre le taux de chômage et l'inflation

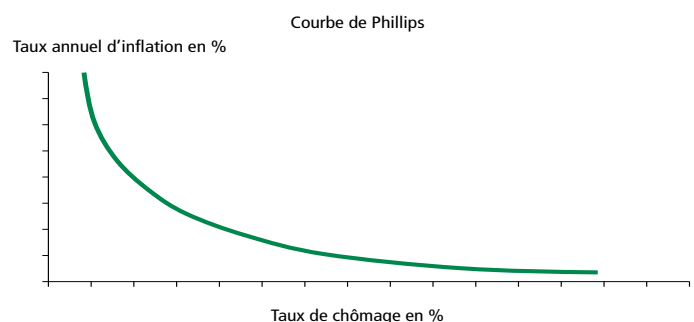
Selon une théorie économique largement répandue, soit la courbe de Phillips, il existe une relation étroite entre l'évolution du taux de chômage et la variation des prix. En résumé, plus le taux de chômage est bas, plus la variation des prix serait élevée (graphique 2). À l'inverse, plus le taux de chômage est élevé, plus l'inflation serait faible. Selon cette théorie, le niveau très bas du taux de chômage observé depuis quelques mois pourrait signifier une nette accélération de la variation des prix. Il va sans dire qu'un taux d'inflation plus élevé pourrait avoir des conséquences importantes pour l'économie canadienne. En outre, les taux d'intérêt pourraient être rehaussés plus rapidement et plus fortement.

**GRAPHIQUE 1**  
Le taux de chômage est à un niveau historiquement très bas



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 2**  
Relation théorique entre le taux de chômage et l'inflation



Source : Desjardins, Études économiques

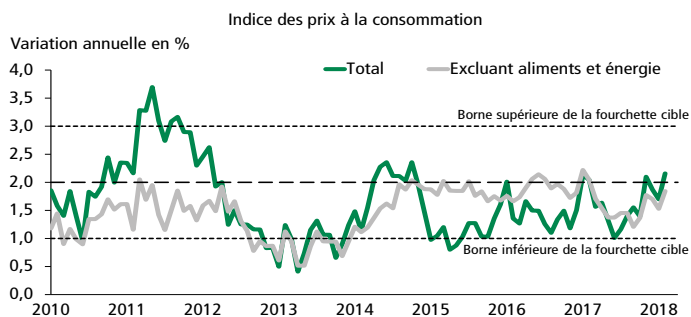
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Benoit P. Durocher, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com) • [desjardins.com/economie](http://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.

Pour l'instant, cette crainte ne semble toutefois pas encore se concrétiser. La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation demeure bien ancrée à l'intérieur de la fourchette cible de la Banque du Canada (BdC), soit entre 1 % et 3 %. Elle s'est même maintenue dans la zone inférieure (entre 1 % et 2 %) la majeure partie du temps depuis 2012 (graphique 3). Cela dit, il y a souvent un décalage entre les deux mesures. Les effets d'un taux de chômage plus bas peuvent prendre plusieurs mois avant de se traduire par une inflation plus élevée. En outre, les ajustements salariaux aux conditions sur le marché du travail ne sont pas immédiats. De plus, les augmentations de prix peuvent prendre un certain temps à réagir à un accroissement de la demande découlant d'une hausse des revenus des ménages. Dans ces conditions, se pourrait-il que le faible taux de chômage actuel entraîne une nette accélération de la croissance des prix, mais seulement dans quelques trimestres? Pour y répondre, une analyse historique de la relation entre le taux de chômage et l'inflation s'impose.

**GRAPHIQUE 3**  
L'inflation est demeurée assez faible depuis 2012

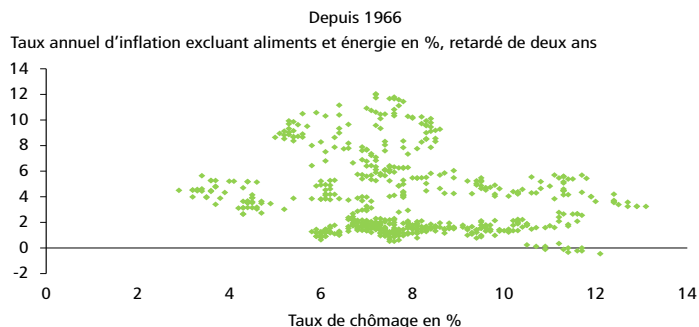


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

### La courbe de Phillips au Canada

Le graphique 4 comporte toutes les observations mensuelles du taux de chômage et de l'inflation depuis 1966. La mesure de l'inflation utilisée est l'indice des prix à la consommation excluant

**GRAPHIQUE 4**  
Distribution historique du taux de chômage et de l'inflation

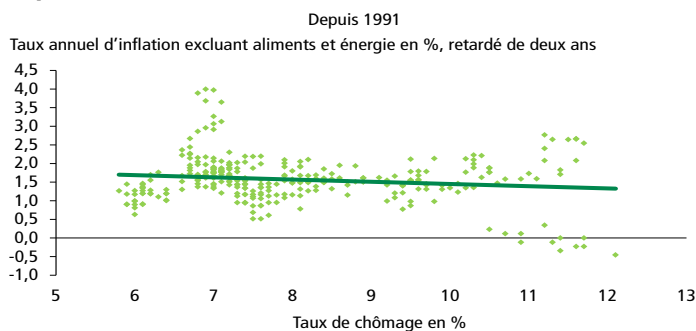


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

les aliments et l'énergie. Cela permet d'écartier les grandes fluctuations ponctuelles engendrées par ces deux composantes. De plus, les données sur l'inflation ont été décalées de deux ans pour tenir compte d'un certain délai d'ajustement entre les deux mesures. Or, la dispersion des observations au sein du graphique 4 semble assez répandue et aucun schéma pouvant être apparenté à la courbe de Phillips n'est visible.

Des comparaisons sur une aussi longue période peuvent toutefois induire en erreur, car plusieurs changements structurels sont survenus au fil des décennies. En outre, la BdC a modifié sa politique monétaire au début des années 1990 en instaurant des cibles pour l'inflation, ce qui a grandement modifié la fonction de réaction de l'inflation. Si l'on restreint notre échantillon à partir de 1991, qui correspond à l'année où les cibles sur l'inflation sont entrées en vigueur, la relation entre le taux de chômage et l'inflation affiche toutefois encore une grande dispersion (graphique 5). Une légère tendance linéaire peut néanmoins être dégagée. La pente de la relation est par contre beaucoup plus plate que ce que suggère la théorie de la courbe de Phillips. Cela laisse croire que la réaction de l'inflation aux fluctuations du taux de chômage est moins importante qu'on pourrait le penser initialement. Ce phénomène n'est d'ailleurs pas unique au Canada. Selon une [étude du Fonds monétaire international \(FMI\)](#), la plupart des pays industrialisés ont connu un aplatissement de la courbe de Phillips au cours des dernières années.

**GRAPHIQUE 5**  
Distribution historique du taux de chômage et de l'inflation depuis l'instauration des cibles sur l'inflation



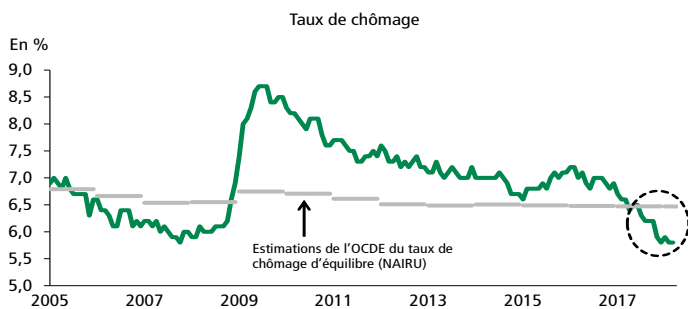
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Il existe plusieurs autres solutions de rechange pour exprimer la relation entre le marché du travail et l'inflation. En outre, il est possible de remplacer le taux de chômage par une mesure qui reflète davantage les cycles économiques et moins les changements structurels. La mesure du taux de chômage d'équilibre est particulièrement utile à cet égard. Rappelons que le taux de chômage d'équilibre est celui qui n'entraîne aucune accélération de l'inflation, communément appelé *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU)* en anglais. Ainsi, un taux de chômage supérieur au NAIRU laisse supposer qu'il existe certaines capacités excédentaires au sein du

marché du travail, ce qui freine l'accroissement des salaires et des prix. À l'inverse, un taux de chômage inférieur au NAIRU signifie non seulement que les capacités excédentaires au sein du marché du travail sont résorbées, mais que certaines pénuries font leur apparition. Dans ces conditions, la progression des salaires et des prix devrait s'accélérer.

Or, comme on peut le constater au graphique 6, le taux de chômage est descendu sous son niveau d'équilibre depuis la mi-2017. Cela alimente les inquiétudes associées à une éventuelle accélération de l'inflation au cours des prochains mois.

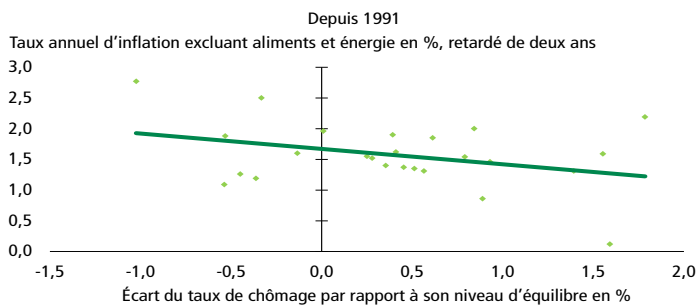
**GRAPHIQUE 6**  
Le taux de chômage est descendu sous son niveau d'équilibre



OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques  
Sources : Statistique Canada, OCDE et Desjardins, Études économiques

Les données historiques de l'écart du taux de chômage par rapport à son niveau d'équilibre vis-à-vis de l'inflation démontrent assez bien la relation entre ces deux variables (graphique 7). Par contre, encore une fois, la pente de la courbe semble moins prononcée qu'on pourrait le croire initialement.

**GRAPHIQUE 7**  
Écart du taux de chômage par rapport à son niveau d'équilibre vis-à-vis de l'inflation

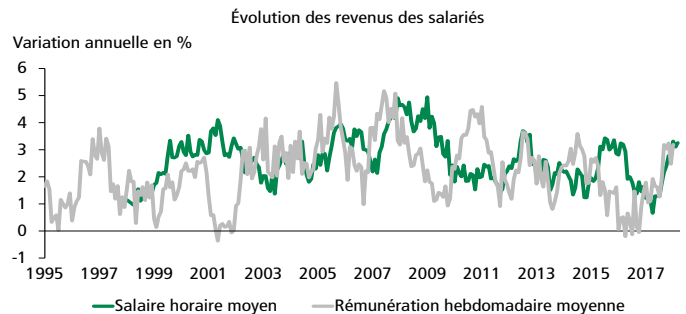


Sources : Statistique Canada, Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

**D'autres facteurs brouillent les cartes**

Certains facteurs limitant la progression de l'inflation sont aussi à l'œuvre et réduisent la portée de la courbe de Phillips. En outre, la progression des salaires est demeurée assez faible au cours des dernières années malgré la forte création d'emplois et la baisse du taux de chômage (graphique 8). Une certaine accélération est certes observée récemment, mais la croissance demeure raisonnable. Cette rigidité peut notamment s'expliquer par la faible progression de la productivité des travailleurs canadiens. Des considérations démographiques sont aussi à l'œuvre alors que de nombreux travailleurs expérimentés ayant un salaire plus élevé se retrouvent à la retraite. Ces derniers étant en partie remplacés par des travailleurs plus jeunes et moins expérimentés avec, par conséquent, un salaire plus faible.

**GRAPHIQUE 8**  
La croissance des salaires et de la rémunération des travailleurs a repris de la vigueur récemment



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

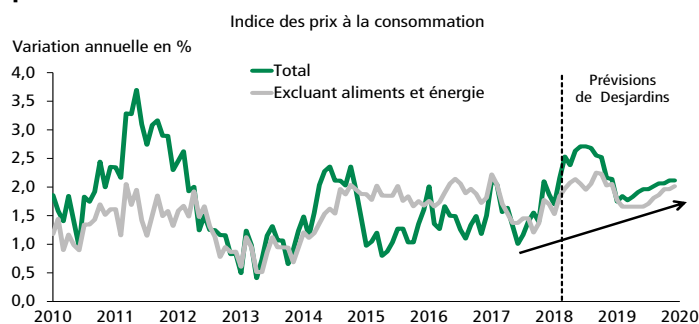
L'essor du commerce électronique dans le monde, qui avive la concurrence, contribue aussi à freiner la progression de l'inflation. L'incidence de certains progrès technologiques, qui pourrait entraîner une amélioration de la productivité difficilement mesurable, est aussi pointée du doigt. La mondialisation du commerce accentue aussi la concurrence, ce qui contribue à freiner la hausse des prix de certains biens et services. Enfin, après plusieurs années d'une politique monétaire axée sur des cibles d'inflation, les anticipations inflationnistes sont très bien ancrées au pays. Cela réduit la volatilité dans la variation des prix.

**Vers une accélération de l'inflation?**

Au bout du compte, même si la réaction de l'inflation aux fluctuations du taux de chômage semble moins élevée qu'on pourrait le croire, il n'en demeure pas moins qu'un certain effet est à prévoir. Avec un taux de chômage à un creux historique et inférieur à son niveau d'équilibre, il faut s'attendre à ce que des pressions haussières sur l'inflation se manifestent. Une certaine rigidité des salaires et la présence de facteurs structurels mondiaux freinant la croissance des prix sont cependant à considérer.

Selon nos prévisions, le taux annuel d'inflation totale devrait continuer à s'accélérer au cours des prochains mois et se rapprocher de la cible supérieure de la BdC (3 %) au courant de l'été prochain (graphique 9). Des effets arithmétiques pourraient ensuite favoriser une légère baisse, mais la tendance haussière devrait rapidement reprendre ses droits et l'inflation pourrait converger vers la cible médiane (2 %). Mentionnons cependant que les risques associés à ces projections sont davantage orientés à la hausse de sorte qu'il n'est pas exclu que l'inflation se retrouve au-dessus de la cible supérieure. Il s'agit d'un changement assez important par rapport aux dernières années alors que le taux d'inflation était resté la plupart du temps dans la zone inférieure de la fourchette (entre 1 % et 2 %).

**GRAPHIQUE 9**  
**La tendance haussière du taux annuel d'inflation devrait se poursuivre**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

La BdC doit évidemment ajuster sa politique monétaire à cette nouvelle réalité. Les autorités monétaires ont déjà augmenté à trois reprises leurs taux d'intérêt directeurs depuis juillet dernier. À 1,25 %, le taux cible des fonds à un jour est cependant encore très bas et il correspond toujours à une politique monétaire expansionniste. Dans ces conditions, la BdC devra poursuivre la remontée graduelle de ses taux directeurs en 2018 et en 2019. Le taux cible des fonds à un jour pourrait ainsi atteindre un sommet de 2,25 % à l'été 2019.

**Benoit P. Durocher**, économiste principal