

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Comment faut-il gérer l'inflation causée par des problèmes d'offre?

Par Hendrix Vachon, économiste principal

Des problèmes du côté de l'offre expliquent une bonne partie de l'actuelle poussée de l'inflation dans plusieurs pays. Or, il est plus difficile de s'attaquer à ce type d'inflation et il y a un risque que l'on assiste à un mauvais dosage de la politique monétaire et budgétaire. Il faut souhaiter que les problèmes du côté de l'offre ne persistent pas trop longtemps et surtout qu'il n'y ait pas de spirale inflationniste. Si tel devait être le cas, les banques centrales pourraient devoir amorcer plus rapidement le relèvement des taux directeurs afin d'assurer leur maîtrise de l'inflation. L'évolution des anticipations d'inflation et des salaires devraient être de bons indicateurs du degré de patience qu'afficheront les banques centrales.

Les différences entre un choc d'offre et un choc de demande

Un choc d'offre désigne un ensemble d'éléments pouvant affecter de façon importante et inattendue la production de biens et services. Dépendamment du choc, la production peut être affectée positivement ou négativement. Les chocs négatifs retiennent souvent plus d'attention étant donné l'effet baissier qu'ils ont sur la croissance économique. Ils peuvent avoir pour origine une hausse subite et importante des prix des matières premières, un durcissement de la réglementation qui augmente les coûts des entreprises ou simplement une pandémie qui force, entre autres, plusieurs entreprises à interrompre leur production.

Dans les faits, la pandémie de COVID-19 a affecté négativement la production de plusieurs façons. Outre des fermetures forcées, certaines entreprises doivent fonctionner à capacité réduite pour répondre aux exigences sanitaires. Des coûts supplémentaires doivent aussi être assumés pour protéger les travailleurs. Cela est sans compter les difficultés d'approvisionnement pour certains intrants. Des changements de comportement sur le marché du travail en lien avec la pandémie affectent aussi les entreprises, qui peinent à trouver la main-d'œuvre nécessaire pour pleinement fonctionner.

La pandémie n'a pas eu des effets seulement du côté de l'offre, mais aussi du côté de la demande. D'abord, les fermetures d'entreprises se sont traduites par des pertes d'emplois et de revenus. Les gouvernements ont cependant compensé la baisse des revenus par des hausses dans les transferts aux particuliers.

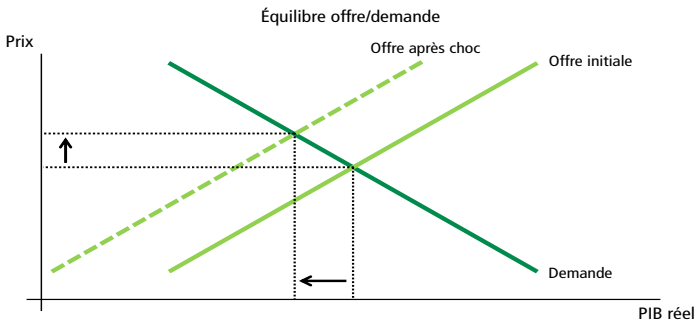
Par la suite, les craintes de contracter la maladie ont pu inciter plusieurs personnes à réduire leurs activités, se traduisant par moins de dépenses de consommation. Néanmoins, les dépenses ont aussi augmenté dans certains secteurs, comme dans l'habitation alors que plusieurs personnes ont voulu améliorer leur chez-soi. Certains loisirs ont aussi bénéficié d'un attrait plus grand dans un contexte où les consommateurs ont été plus limités dans la façon de se divertir.

Les chocs négatifs d'offre sont inflationnistes

Une particularité des chocs négatifs d'offre est qu'ils sont inflationnistes même s'ils réduisent l'activité économique. Pour les chocs négatifs de la demande, l'inflation diminue avec l'activité économique. On peut facilement illustrer cette distinction à l'aide de graphiques et des fameuses courbes d'offre et de demande utilisées par les économistes (graphiques 1 et 2 à la page 2). Dans le cas d'un choc négatif d'offre, on peut voir que l'équilibre entre l'offre et la demande se déplace vers un point où la production est plus faible et où les prix sont plus élevés.

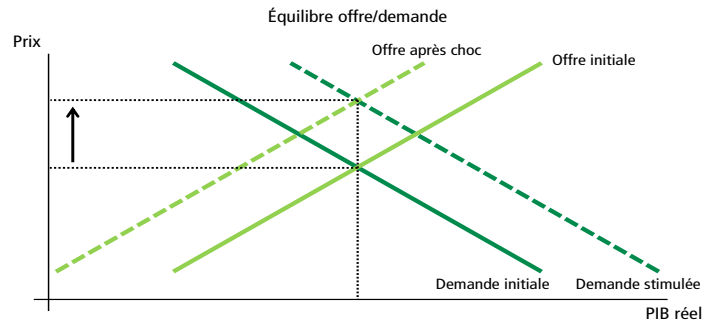
Conceptuellement, un choc d'offre négatif peut vouloir dire plus de rareté pour certains biens et services, ce qui fait augmenter les prix afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande. Il peut aussi impliquer une hausse des coûts de production, lesquels sont transférés en partie aux consommateurs. Cependant, les consommateurs sont alors moins disposés à acheter autant de biens et services, ce qui pousse les entreprises à réduire la production pour maintenir cet équilibre.

GRAPHIQUE 1
Un choc négatif d'offre réduit le PIB réel et augmente les pressions inflationnistes



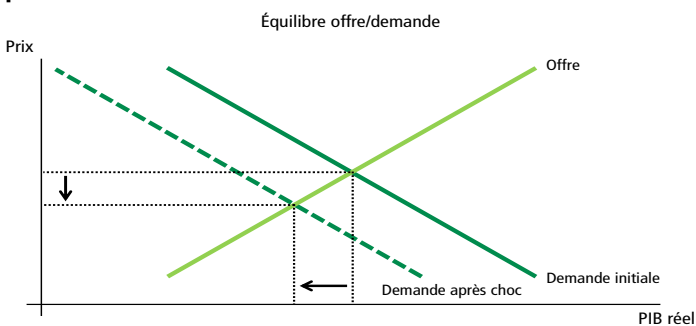
Source : Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3
Stimuler la demande après un choc d'offre génère encore plus d'inflation



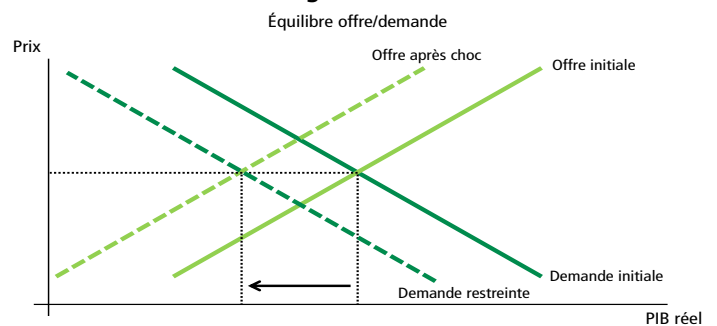
Source : Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Un choc négatif de demande réduit le PIB réel et réduit les pressions inflationnistes



Source : Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4
Après un choc d'offre, restreindre la demande pour contrer l'inflation réduirait davantage le PIB réel



Source : Desjardins, Études économiques

Plus difficile d'agir pour les banques centrales et les gouvernements

Lorsque l'économie est affectée négativement, les banques centrales et les gouvernements vont habituellement mettre en place des politiques de stimulation économique. Il est cependant important de rappeler qu'à court terme, ces politiques agissent sur la demande et non sur l'offre.

Après un choc de demande négatif, une politique monétaire ou budgétaire expansionniste va stimuler la demande pour ramener le degré d'activité économique et l'inflation vers leur état initial. La réponse est ainsi parfaitement adaptée. Ce n'est pas aussi simple pour un choc d'offre négatif alors que trois options se présentent aux banques centrales et aux gouvernements. La première est de stimuler la demande pour ramener l'activité économique à son niveau initial. Cela génère toutefois encore plus d'inflation et devient problématique pour une banque centrale qui opère dans un cadre de cible d'inflation (graphique 3). La deuxième option consiste plutôt à réduire la demande afin de respecter la cible d'inflation. Cependant, une telle action va davantage réduire l'activité économique

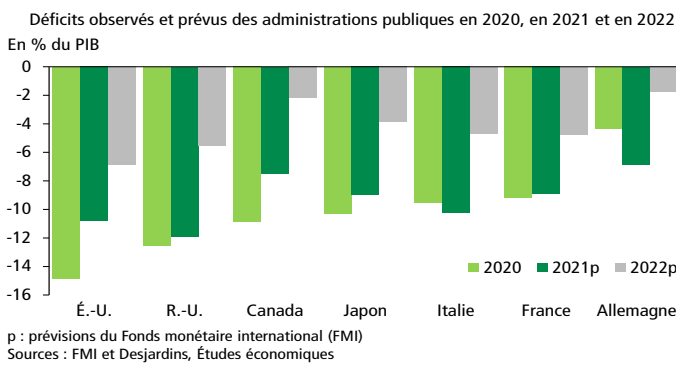
(graphique 4). Finalement, il y a aussi la possibilité de ne rien faire, surtout si le choc s'annonce de courte durée. Il y aura tout de même une inflation plus élevée que souhaité pendant un certain temps et un degré d'activité inférieur à l'état initial. Aucune option n'est donc vraiment parfaite dans un contexte de choc d'offre.

En réponse à la pandémie, les banques centrales et les gouvernements à travers la planète se sont montrés généralement très interventionnistes. Les taux d'intérêt ont été abaissés rapidement, des programmes d'achats d'actifs ont été mis en place et les gouvernements ont été très dépensiers. Tout cela a stimulé la demande, qui en avait bien besoin, il faut le rappeler. L'activité économique a ainsi pu récupérer rapidement l'essentiel du terrain perdu dans la plupart des pays. Cependant, comme l'offre a également été affectée par la pandémie, cela contribue au fait que l'inflation est aujourd'hui plus élevée que souhaité. À cela s'ajoute maintenant un nouveau choc d'offre lié à la hausse rapide des prix de l'énergie.

Le danger est d’instaurer une spirale inflationniste

Devant la récupération de l’économie, les gouvernements ont déjà commencé à retirer des mesures de soutien. Les déficits prévus pour 2021 et 2022 seront moins importants que ceux de l’année dernière (graphique 5). Les banques centrales aussi commencent à retirer leurs mesures de soutien, ou y songent. La remontée des taux obligataires constitue déjà un resserrement des conditions financières. Mais est-ce que cela est suffisant pour éviter que l’inflation ne s’installe plus confortablement au-dessus de sa cible?

GRAPHIQUE 5
Baisse prévue des déficits dans la plupart des pays du G7

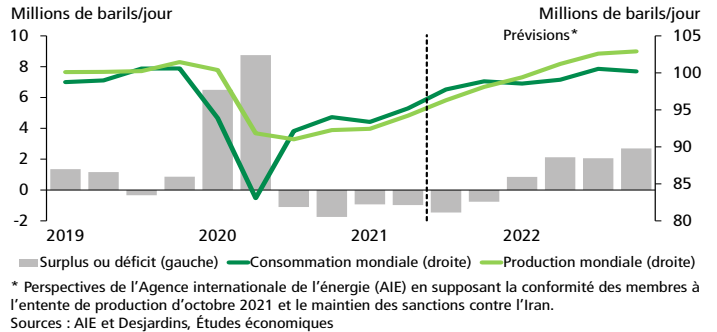


Le meilleur scénario serait que les contraintes pesant actuellement sur l’offre disparaissent rapidement. L’inflation pourrait ainsi rediminuer plus facilement, sans interventions précipitées des banques centrales ou des gouvernements.

Cependant, la lenteur de la vaccination mondiale contre la COVID-19, le risque de nouveaux variants et la perte d’efficacité des vaccins dans le temps augmentent le risque que la pandémie se prolonge et, avec elle, des problèmes du côté de l’offre. La patience des banques centrales risque donc d’être testée au cours des prochains mois. Sur une note plus encourageante, les vagues d’infections ont tendance à être de moins en moins grandes et à nécessiter de moins en moins de restrictions sur l’économie. Et même si la COVID-19 devenait endémique, les problèmes d’offre pourraient s’estomper graduellement alors que les entreprises trouveraient des façons d’exercer leurs activités le plus normalement possible malgré le virus. Elles pourraient aussi trouver des solutions à d’autres contraintes comme le manque de puces électroniques et les coûts élevés du transport maritime.

Quant aux prix de l’énergie, les pressions pourraient se résorber dans les prochains mois si la production se relève suffisamment. Pour le pétrole, l’Agence internationale de l’énergie prévoit un surplus de production pour l’an prochain (graphique 6). Plus d’incertitude plane toutefois pour le gaz naturel, surtout en Europe. Il y a aussi des craintes que la production d’électricité soit

GRAPHIQUE 6
Le marché du pétrole devrait revenir en situation de surplus en 2022



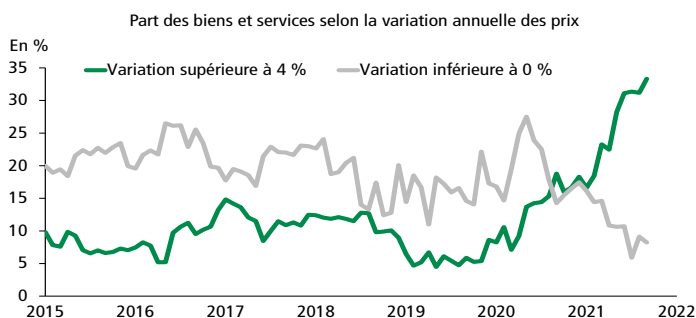
sous pression dans certains pays émergents au cours de l’hiver, ce qui pourrait perturber la production manufacturière.

Une stabilisation des problèmes d’offre, sans résorption complète, suffirait à améliorer la situation du côté de l’inflation. Le taux d’inflation mesure la variation des prix sur une année et va donc commencer à se modérer si les variations mensuelles des prix reviennent à des niveaux plus normaux. C’est peut-être ce que l’on commence à observer aux États-Unis et au Canada. Les prochains mois pourront confirmer ou infirmer ce scénario. Les hausses de prix passées ne s’effaceront pas nécessairement, mais elles pourraient au moins être graduellement exclues du calcul du taux d’inflation et être remplacées par des fluctuations moins grandes au fur et à mesure que l’on avancera dans le temps.

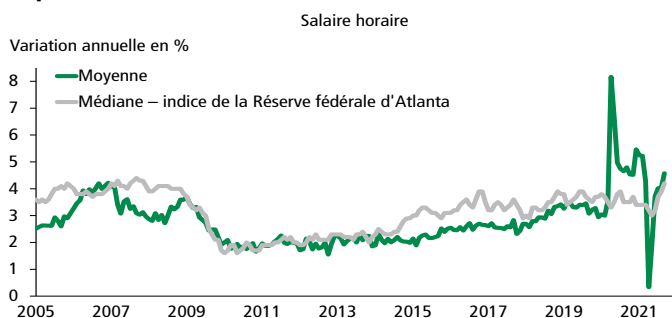
D’autres scénarios sont par contre beaucoup moins reluisants et testeraient davantage la patience des banques centrales. Les récentes hausses de prix pourraient se répandre à un nombre croissant de biens et services, enracinant davantage le problème d’inflation. Une spirale inflationniste pourrait s’installer en raison d’ajustements successifs sur les prix et sur les salaires. Cela n’aurait rien à voir avec la spirale inflationniste des années 1980, mais pourrait tout de même contribuer à maintenir l’inflation près des niveaux actuels pour une période prolongée. Un décrochage des anticipations d’inflation serait un autre facteur aggravant.

Des indications d’une spirale inflationniste

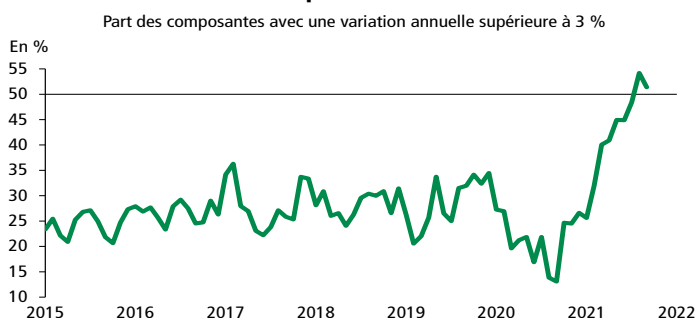
Les données sur les prix à la consommation montrent déjà que les hausses de prix se répandent à un nombre de plus en plus grand de biens et services. Aux États-Unis, où le taux d’inflation est actuellement le plus élevé parmi les principaux pays avancés, environ le tiers du panier de consommation affiche des hausses annuelles de prix supérieures à 4 % (graphique 7 à la page 4). Au Canada, plus de 50 % du panier de consommation affiche des hausses de prix dépassant 3 % (graphique 8 à la page 4). Rappelons que le seuil de 3 % correspond à la limite supérieure de la fourchette cible d’inflation de la Banque du Canada (BdC).

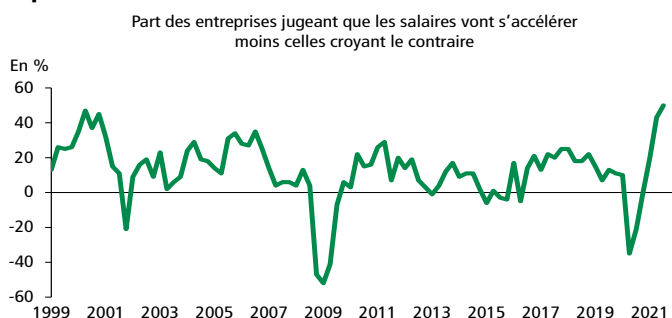
GRAPHIQUE 7
De plus en plus de biens et services affichent des hausses de prix élevées aux États-Unis


Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 9
La croissance du salaire médian aux États-Unis est à un sommet depuis 2007


Sources : Bureau of Labor Statistics, Réserve fédérale d'Atlanta et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 8
Plus de la moitié des composantes représentant le panier de l'IPC affiche une inflation supérieure à 3 % au Canada

 IPC : indice des prix à la consommation
 Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10
Les entreprises canadiennes s'attendent à devoir augmenter plus rapidement les salaires


Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Pour les salaires, deux mécanismes pourraient appuyer une accélération. D'abord, en réponse à l'inflation plus élevée, les travailleurs pourraient demander de plus fortes hausses salariales. Ensuite, il y a la rareté de main-d'œuvre, qui n'est pas uniquement causée par la pandémie, mais aussi par des changements démographiques. Il est probable que la remontée des taux d'emploi sera limitée dans plusieurs pays, notamment aux États-Unis¹.

Les données sur les salaires américains montrent déjà un début d'accélération. Il faut néanmoins demeurer prudent dans l'interprétation des données. Une forte volatilité a été observée pour le salaire moyen au cours de la dernière année et demie en raison de mouvements plus grands dans les emplois à bas salaire. Les données pour le salaire médian ont par contre été moins volatiles durant cette période et pourraient donner un portrait plus juste de la situation. Elles montrent actuellement une progression des salaires jamais vue depuis 2007 (graphique 9). Il

sera intéressant de voir si cette tendance se poursuivra au cours des prochains mois et si la même chose sera observée dans plusieurs autres pays lorsque plus de données seront disponibles. Au Canada, on note une hausse des salaires anticipés dans l'enquête auprès des entreprises réalisée par la BdC (graphique 10). Parmi les entreprises sondées, 57 % de celles-ci s'attendent à une plus forte croissance des salaires, contre 8 % seulement qui anticipent le contraire.

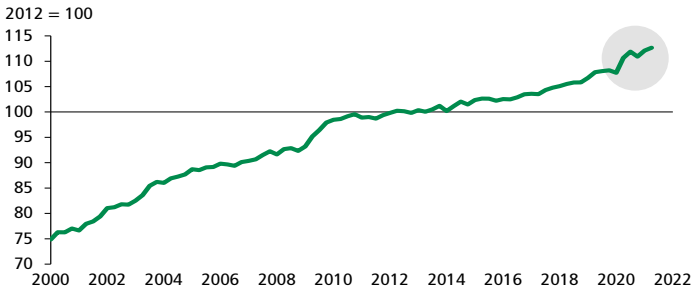
Notons que l'accélération des salaires n'est pas une mauvaise chose en soi. Elle aiderait les travailleurs à maintenir ou à améliorer leur pouvoir d'achat. Par contre, cela doit idéalement être accompagné par des gains de productivité pour éviter d'autres hausses de prix sur les biens et services. Les données sur la productivité sont plutôt encourageantes aux États-Unis (graphique 11 à la page 5). Il reste à voir si le portrait restera le même une fois que la récupération du marché de l'emploi sera plus avancée. D'ailleurs, la même chose n'est pas observée au Canada. Les plus grandes difficultés qu'ont eues les entreprises américaines à embaucher au cours des derniers trimestres les ont vraisemblablement forcées à trouver des façons de produire plus malgré un déficit de main-d'œuvre. Cela ne sera peut-être pas soutenable.

¹ Pour plus de détails sur le sujet, veuillez consulter : [Le marché du travail américain : une reprise où le sous-emploi et la pénurie de main-d'œuvre cohabitent](#), Desjardins, Études économiques, Point de vue économique, 24 septembre 2021, 8 p.

GRAPHIQUE 11

La productivité s'est accélérée aux États-Unis, ce qui peut justifier des salaires plus élevés

Productivité du travail – production par heures travaillées



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

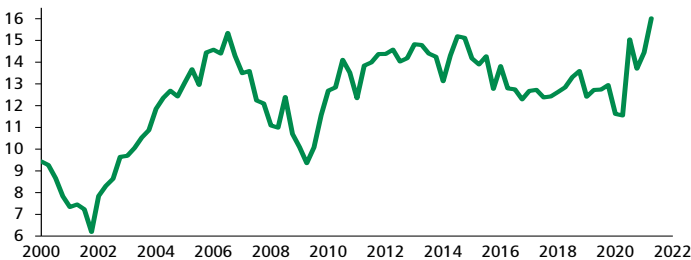
Même sans gains de productivité durables, le risque de spirale inflationniste pourrait rester limité si plusieurs entreprises avaient la capacité et l'intention d'absorber une bonne part des hausses salariales dans leurs marges de profits. Actuellement, les profits des entreprises non financières comptent pour 16 % du PIB aux États-Unis, une part historiquement très élevée (graphique 12). Il ne s'agit toutefois que d'un portrait général. Les secteurs d'activité où les marges bénéficiaires sont plus faibles pourraient avoir plus de difficultés à absorber des hausses salariales et les secteurs où la concurrence est plus faible pourraient plus facilement passer les coûts supplémentaires à leurs clientèles.

GRAPHIQUE 12

Les profits des entreprises sont élevés et pourraient permettre d'apaiser les pressions sur les prix à la consommation

Profits avant impôts des entreprises non financières aux États-Unis

En % du PIB des entreprises non financières



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

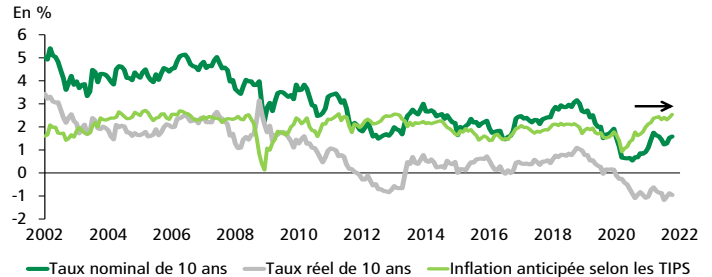
Finalement, les anticipations d'inflation auront aussi une influence sur la persistance des hausses de prix. Normalement, plus les gens et les entreprises anticipent de hausses de prix, plus ces augmentations ont de chances de se concrétiser. Il y a quelques indicateurs qui permettent de suivre les anticipations d'inflation. D'abord, les données du marché obligataire peuvent nous donner une estimation de l'inflation attendue. Par exemple, aux États-Unis, la différence entre le taux obligataire nominal

de 10 ans et le taux réel suggère que l'inflation anticipée pour les prochaines années a augmenté à la fin du printemps et au début de l'été, puis qu'elle s'est stabilisée ensuite (graphique 13). Elle reste tout de même un peu plus élevée que ce qu'on avait l'habitude de voir depuis plusieurs années.

GRAPHIQUE 13

Les anticipations d'inflation du marché se sont stabilisées durant l'été

Obligations fédérales américaines



TIPS : Treasury Inflation Protected Securities

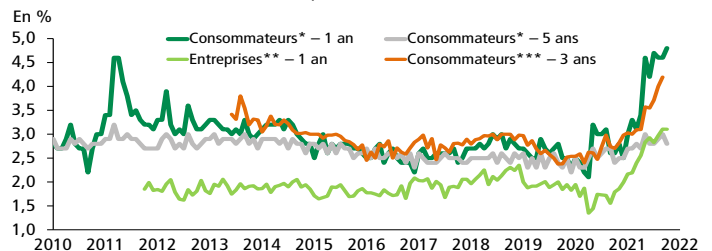
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

D'autres indicateurs montrent une augmentation plus soutenue des anticipations d'inflation aux États-Unis. C'est le cas d'indices comptabilisés par l'Université du Michigan et la Réserve fédérale d'Atlanta (graphique 14). Les anticipations semblent toutefois moins augmenter pour un horizon de plus long terme. Cela démontre que les banques centrales maintiennent un bon niveau de crédibilité en matière de maîtrise de l'inflation. L'augmentation des anticipations sur trois ans de la Réserve fédérale de New York a tout de même suscité des inquiétudes récemment. Au Canada, une enquête de la BcC montre une augmentation des anticipations d'inflation à court terme, mais pas à long terme (graphique 15 à la page 6).

GRAPHIQUE 14

Les entreprises et les consommateurs américains revoient leurs anticipations d'inflation à la hausse, mais surtout à court terme

Anticipations d'inflation

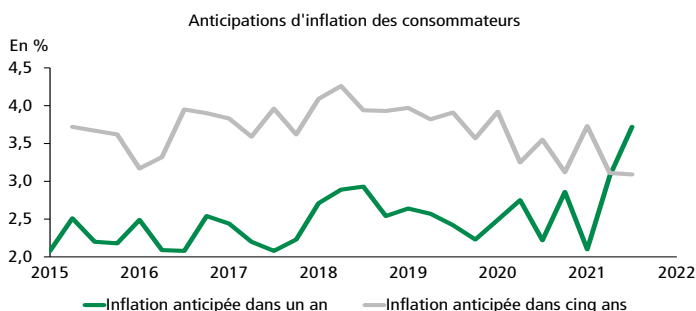


* Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan; ** Réserve fédérale d'Atlanta; *** Réserve fédérale de New York.

Sources : Université du Michigan, Réserve fédérale d'Atlanta, Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 15

Au Canada, les attentes d'inflation à long terme semblent demeurer bien ancrées



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Vers des hausses de taux d'intérêt plus précoces? Pas impossible...

Il serait étonnant que les banques centrales décident de laisser aller l'inflation. Le maintien d'une inflation basse, stable et prévisible est un gage de prospérité économique à long terme². Si des indicateurs signalaient de façon plus convaincante que nous nous dirigeons vers une période prolongée d'inflation élevée, plusieurs banques centrales devanceraient ou accéléreraient probablement leur resserrement monétaire.

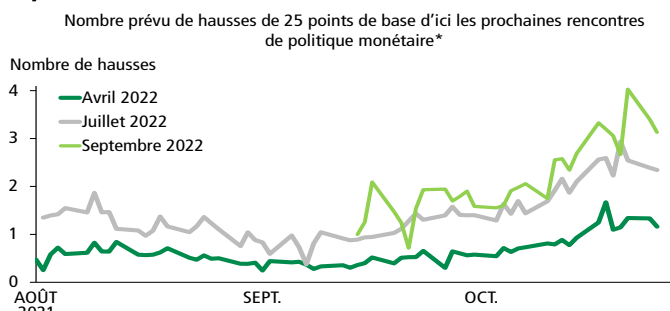
L'évolution des contraintes sur l'offre, la progression des salaires et les anticipations d'inflation, surtout de plus long terme, continuera d'être suivie de près. Cela est sans compter que le surplus d'épargne accumulé pendant la pandémie pourrait devenir une autre source d'inflation d'ici quelques trimestres s'il devait être relâché rapidement dans les dépenses de consommation.

Récemment, nous avons devancé notre prévision pour une première hausse des taux directeurs au Canada à juillet 2022 (précédemment octobre 2022). Aux États-Unis, nous pensons maintenant que la première hausse pourrait avoir lieu en septembre 2022 (précédemment en décembre 2022). Les marchés financiers se positionnent pour un resserrement encore plus précoce, notamment au Canada avec une hausse totalement escomptée pour la rencontre de politique monétaire d'avril 2022 (graphique 16). Les marchés misent aussi sur trois hausses de taux au Canada d'ici septembre 2022. Parmi les principaux pays avancés, c'est au Royaume-Uni que les attentes de resserrement monétaire sont les plus élevées (graphique 17). Cet ajustement des marchés fait suite à un signal assez fort envoyé par le gouverneur de la Banque d'Angleterre selon lequel il ne laissera pas l'inflation déroger de sa cible pendant une période trop longue.

² Pour plus de détails sur le sujet, veuillez consulter : [Privilégier une inflation basse, stable et prévisible reste une stratégie gagnante à long terme](#), Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 29 juin 2021, 5 p.

GRAPHIQUE 16

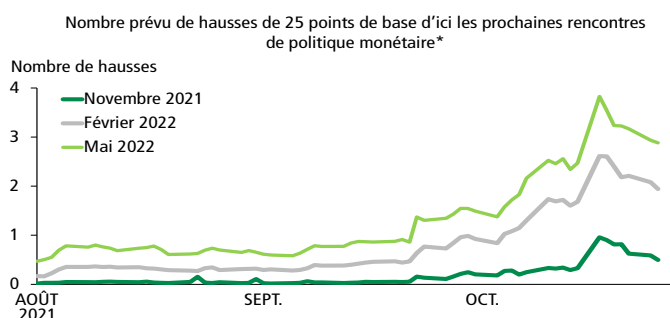
Les marchés se positionnent pour des hausses de taux plus rapide au Canada



* Selon les contrats à terme sur le marché monétaire.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 17

La Banque d'Angleterre a envoyé un signal plus fort pour des hausses de taux



* Selon les contrats à terme sur le marché monétaire.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Quoi qu'il en soit, il faut aussi se questionner sur l'effet qu'auraient réellement ces hausses de taux d'intérêt. Comme nous l'avons vu, elles ne régleraient pas les problèmes d'offre. Elles contribueraient à freiner la demande et la croissance économique. Le principal avantage d'agir malgré la présence d'un choc d'offre serait le maintien de la crédibilité des banques centrales en matière de ciblage de l'inflation. Il est probable qu'elles n'auraient pas à enchaîner plusieurs hausses de taux pour que le message soit bien compris. Ainsi, bien qu'un relèvement précoce des taux directeurs soit possible, il serait étonnant que plusieurs hausses de taux se succèdent au cours des prochains trimestres.