

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

L'inflation parviendra-t-elle à s'accélérer au Canada?

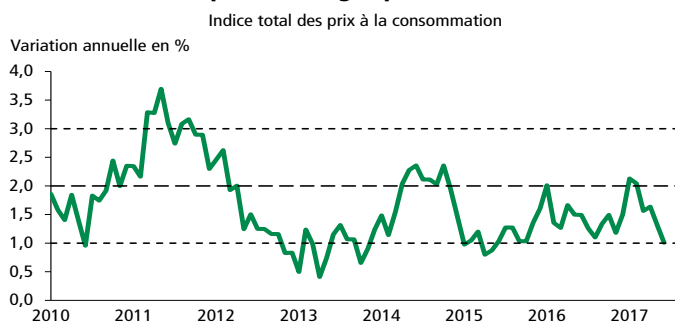
GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



La faiblesse de l'inflation fait preuve d'une grande persistance depuis quelques années au Canada. Des facteurs structurels ont contribué à la progression anémique des prix, comme la présence de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne, auxquelles se sont ajoutées des considérations ponctuelles. La résorption graduelle de ces capacités excédentaires laisse toutefois croire que les pressions haussières sur les prix pourraient devenir plus importantes. Par contre, étant donné le délai de réaction entre l'inflation et l'évolution des capacités de production, il faudra vraisemblablement attendre encore plusieurs trimestres avant que de véritables pressions à la hausse sur les prix puissent être ressenties. Cela dit, force est de constater que d'autres facteurs désinflationnistes, observés aussi dans la plupart des pays industrialisés, risquent encore de se faire sentir au cours des trimestres à venir, ce qui freinera quelque peu la remontée anticipée.

À l'exception d'une brève période de quelques mois, le taux annuel d'inflation totale canadien s'est maintenu depuis le printemps 2012 à un niveau sous la cible médiane (2 %) des autorités monétaires (graphique 1). Cette persistance dans la faible croissance des prix est étonnante, de prime abord, dans un contexte où la Banque du Canada (BdC) a conservé depuis la Grande Récession de 2008-2009 une politique monétaire très expansionniste avec des taux d'intérêt directeurs exceptionnellement bas, tandis que le gouvernement fédéral a mis en place une politique budgétaire stimulatrice. Visiblement, d'importants facteurs favorisant une modeste croissance des prix sont donc à l'œuvre.

GRAPHIQUE 1
L'inflation totale se maintient dans la zone inférieure de la fourchette cible depuis une longue période



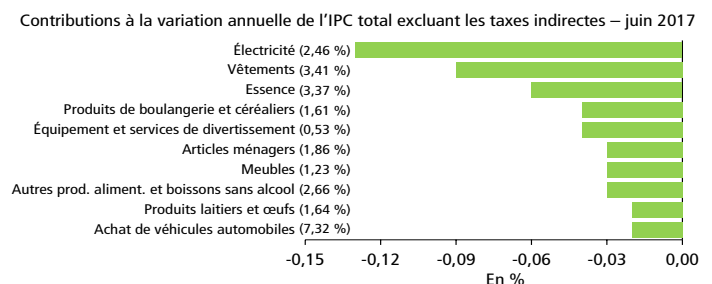
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Des éléments ponctuels soutiennent une faible inflation

Selon Statistique Canada, la variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) est descendue à seulement 1,0 % en juin dernier. Comme on peut le constater au graphique 2, les trois composantes qui ont le plus contribué à la faiblesse actuelle de l'inflation sont l'électricité, les vêtements ainsi que l'essence.

La diminution des prix de l'électricité s'explique par un changement de politique en Ontario qui a entraîné des réductions de tarifs d'électricité en janvier ainsi qu'en mai 2017. Un autre recul devrait être décrété au cours de l'été, portant ainsi

GRAPHIQUE 2
Top 10 des contributions négatives au taux annuel d'inflation



IPC : indice des prix à la consommation

NOTE : Les parenthèses indiquent le poids dans le panier de l'IPC (excluant l'effet des variations des impôts indirects) en juin 2017.

Sources : Statistique Canada et 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 • desjardins.com/economie

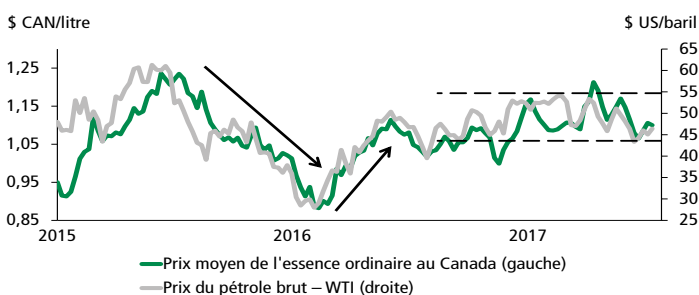
NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations 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 © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

la baisse totale des tarifs d'électricité à 25 % en moyenne pour le secteur résidentiel en Ontario.

En ce qui concerne les vêtements, la faible progression des prix n'est pas nouvelle, quoique le phénomène se soit amplifié au cours des derniers mois. D'importants rabais sont consentis par les détaillants en raison d'une vive concurrence. Les marchands semblent également diversifier davantage la provenance géographique de leurs approvisionnements, délaissant quelque peu la Chine au bénéfice des autres pays d'Asie, ce qui favorise le maintien de faibles coûts.

Enfin, les prix de l'essence subissent les aléas des prix du pétrole brut sur les marchés internationaux. Après avoir connu une tendance à la baisse une bonne partie de 2015, les prix du pétrole et de l'essence ont connu un revirement de situation au début de 2016 avec une remontée significative. Durant cette période, l'essence a donc contribué de façon importante à la croissance annuelle de l'IPC total. Cet apport s'est toutefois amenuisé au cours des derniers mois alors que les prix du pétrole se sont stabilisés à l'intérieur d'une certaine fourchette (graphique 3). Cela dit, les prix du pétrole évoluent actuellement dans la zone inférieure de cette fourchette alors qu'ils se situaient plutôt dans la zone supérieure il y a un an. Cet écart est suffisant pour entraîner une baisse de 1,4 % dans la variation annuelle des prix de l'essence en juin dernier, ce qui se répercute sur le taux annuel d'inflation totale étant donné le poids relativement élevé de cette composante au sein du panier de l'IPC. Cette contribution négative pourrait néanmoins facilement se transformer en contribution positive au gré de l'évolution future des prix de l'essence à l'intérieur de la fourchette de fluctuation des derniers mois.

GRAPHIQUE 3 Les prix de l'essence sont un peu plus stables depuis quelques mois



WTI : West Texas Intermediate
Sources : Statistique Canada, Datastream et Desjardins, Études économiques

À elles seules, ces trois composantes ont engendré une baisse de 0,3 % de la variation annuelle de l'IPC total en juin dernier. À cela s'ajoutent d'autres facteurs ponctuels, comme la progression nettement moins rapide des prix des automobiles. Après avoir été une composante importante dans la progression de l'inflation

totale en 2016 en raison des effets haussiers de la plus faible valeur du dollar canadien et de la forte demande, la variation annuelle du prix des automobiles neuves s'est atténuée au cours des derniers mois, descendant même légèrement en territoire négatif en juin 2017.

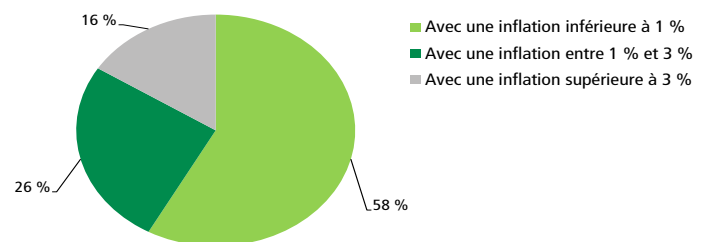
Les effets de ces différents facteurs sont toutefois de nature temporaire. Leur impact négatif sur l'inflation totale est donc appelé à s'estomper au cours des prochains mois, voire à se renverser. Cela dit, les facteurs ponctuels ne sont pas les seuls responsables de la faiblesse actuelle de l'inflation totale. Des considérations d'ordre structurel sont aussi à l'œuvre.

Certains facteurs structurels affectent aussi l'inflation

Au-delà des facteurs temporaires, force est de constater que la faible progression de l'inflation est assez généralisée. En juin 2017, près de 58 % des composantes¹ du panier de l'IPC affichaient une croissance annuelle des prix sous la cible inférieure de la BdC, soit 1 % (graphique 4). À l'inverse, seulement 16 % comportaient une variation annuelle de leurs prix au-dessus de la cible supérieure (3 %). Ainsi, ce n'est qu'environ 26 % des composantes qui se situaient à l'intérieur de la fourchette cible.

GRAPHIQUE 4 Une grande proportion du panier de l'IPC total* affiche une croissance annuelle sous la fourchette cible

Proportion en pourcentage des composantes de l'IPC total* – juin 2017



IPC : indice des prix à la consommation; * Excluant l'effet des variations des impôts indirects.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Parmi les composantes qui présentaient une variation annuelle inférieure à 1 %, on retrouve évidemment celles déjà identifiées avec les plus importantes contributions négatives à la variation annuelle de l'IPC total en juin dernier, soit l'électricité, l'essence et les vêtements (tableau 1 à la page 3). On constate également que la légère baisse des prix des automobiles joue un rôle important.

D'autres composantes retiennent également notre attention. En outre, avec une croissance annuelle pratiquement nulle, le coût

¹ En tenant compte de l'importance relative de chacune des composantes au sein du panier de l'IPC.

TABLEAU 1
Composantes de l'IPC total* avec une variation annuelle des prix inférieure à 1 % en juin 2017

RANG	NOM	VARIATION	POIDS DANS
		ANNUELLE (%)	L'IPC TOTAL* (%)
		Juin 2017	
1	Achat de véhicules automobiles	-0,32	7,32
2	Logement locatif	0,60	6,38
3	Autres produits et services ménagers	0,96	3,86
4	Coût de l'intérêt hypothécaire	0,04	3,42
5	Vêtements	-2,70	3,41
6	Communications	0,41	3,40
7	Essence	-1,87	3,37
8	Autres produits alimentaires et boissons non alcoolisées	-0,97	2,66
9	Électricité	-5,45	2,46
10	Viande	-0,16	2,19
11	Articles ménagers	-1,63	1,86
12	Produits de soins de santé	0,98	1,67
13	Produits laitiers et œufs	-1,39	1,64
14	Produits de boulangerie et produits céréaliers (excluant aliments pour bébés)	-2,31	1,61
15	Équipement et services de loisirs (excluant véhicules de loisirs)	-0,90	1,55
16	Entretien et réparations par le propriétaire	0,72	1,47
17	Fruits, préparations à base de fruits et noix	-0,01	1,39
18	Articles et accessoires de soins personnels	0,96	1,25
19	Meubles	-2,20	1,23
20	Chaussures	0,20	1,10
21	Achat de véhicules de loisirs et de moteurs hors-bord	0,36	0,87
22	Location à bail de véhicules automobiles	-0,23	0,82
23	Accessoires vestimentaires, montres et bijoux	-1,91	0,69
24	Articles de papier, de plastique et de papier d'aluminium	-0,43	0,55
25	Équipement, pièces et services de divertissement au foyer	-6,83	0,53
26	Utilisation de véhicules de loisirs	0,89	0,30
27	Services relatifs à l'ameublement et à l'équipement ménager	-0,86	0,28
28	Articles pour la maison en matière textile	-0,13	0,25
29	Location de véhicules automobiles	-1,30	0,10
Total			57,63

IPC : indice des prix à la consommation; * En excluant les variations des impôts indirects.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

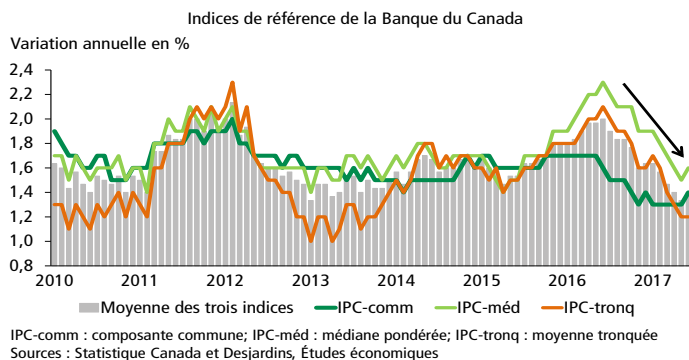
de l'intérêt hypothécaire se démarque. Cette faiblesse provient du niveau très faible des taux hypothécaires, ce qui limite la progression des coûts de financement depuis quelques années. Par contre, avec le début du relèvement des taux d'intérêt directeurs canadiens, la situation pourrait se renverser d'ici quelques mois alors que les pressions à la hausse sur les taux hypothécaires seront plus importantes.

La progression des prix des logements locatifs est également très légère depuis plus d'un an. Plusieurs facteurs sont sans doute à l'origine de ce résultat. Par exemple, l'offre semble avoir augmenté significativement au cours des dernières années avec un nombre croissant de copropriétés offertes en location. Le bas niveau des taux hypothécaires réduit aussi les coûts de financement pour les propriétaires de logements locatifs. De plus,

étant donné la faiblesse de l'inflation totale des dernières années, il est plus difficile pour les propriétaires de justifier auprès de leurs locataires une hausse importante de loyer.

Enfin, la croissance des prix des communications se maintient à un niveau très faible depuis plus d'un an. Cela peut notamment s'expliquer par la vive concurrence et les modifications réglementaires survenues dans le secteur de la téléphonie sans fil.

Ce portrait témoigne de pressions inflationnistes assez faibles sur de nombreuses composantes. Cela est d'ailleurs perceptible dans l'évolution des trois nouveaux indices de référence utilisés par la BdC pour identifier l'inflation fondamentale. La variation annuelle des trois mesures a diminué au cours des derniers mois (graphique 5 à la page 4). Avec une moyenne de seulement

GRAPHIQUE 5
L'inflation fondamentale est plus faible


1,4 % en juin 2017, ces indices démontrent que la tendance de l'inflation est somme toute assez basse.

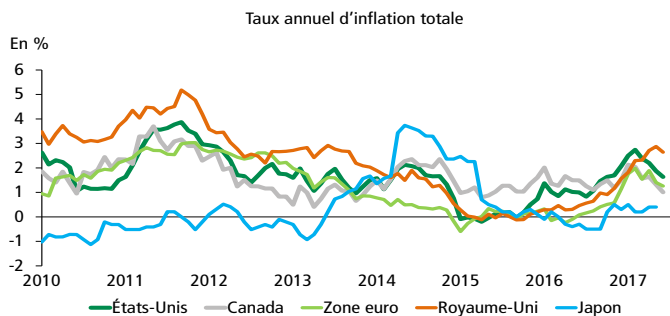
En plus des facteurs déjà identifiés, cette faiblesse généralisée dans la croissance des prix peut s'expliquer en grande partie par la présence de capacités excédentaires qui subsistent au sein de l'économie canadienne depuis la Grande Récession de 2008-2009. Ces capacités excédentaires sont notamment mesurées par l'écart entre la production et son plein potentiel, qui est demeuré en moyenne² en territoire négatif depuis la fin de 2008 selon la BdC.

Cette notion de capacités excédentaires est également confirmée par d'autres indicateurs économiques. En outre, le taux d'utilisation des capacités industrielles évoluait jusqu'à tout récemment à un niveau sous sa moyenne historique. Le taux de chômage a aussi augmenté significativement au lendemain de la Grande Récession. Un recul du taux de chômage est certes observé depuis plusieurs mois, mais la progression des salaires demeure assez limitée, ce qui témoigne, d'une certaine façon, de la persistance de capacités excédentaires au sein du marché du travail.

Le Canada n'est pas seul...

Cela dit, la faible croissance des prix n'est pas un problème structurel observé uniquement au Canada. La plupart des pays industrialisés affichent aussi une inflation très limitée (graphique 6), ce qui laisse croire que des facteurs communs affectent l'évolution des prix. D'une part, les pays industrialisés sont tous touchés à différents niveaux par les soubresauts des prix de l'énergie. D'autre part, la Grande Récession a eu des répercussions mondiales importantes, de sorte que la majorité des pays industrialisés font aussi face à des capacités excédentaires de production. D'autres hypothèses sont aussi

² La BdC utilise deux mesures pour estimer l'écart de production, soit le cadre intégré et le filtre multivarié élargi. Pour nos besoins d'analyse, une moyenne des deux mesures est utilisée pour obtenir une estimation de l'écart à une période donnée.

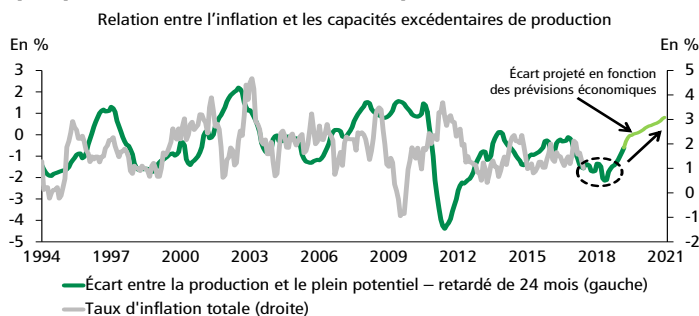
GRAPHIQUE 6
L'inflation est faible dans plusieurs régions dans le monde


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

avancées pour expliquer la faiblesse généralisée des prix. La BdC mentionnait récemment les effets d'une diminution des attentes inflationnistes alors que les ménages et les entreprises s'adaptent à la période prolongée de faible croissance des prix des dernières années. L'essor du commerce électronique dans le monde, qui avive la concurrence, est aussi pointé du doigt tout comme l'incidence de certains progrès technologiques, qui pourrait entraîner une amélioration de la productivité difficilement mesurable. Selon toute vraisemblance, ces pressions à la baisse risquent de continuer à affecter l'évolution des prix dans la plupart des pays industrialisés pour encore un certain temps. Leur impact véritable est toutefois difficile à évaluer.

Une accélération de l'inflation est-elle envisageable?

À la lumière de ces constats, on peut se demander si l'inflation s'accélérera éventuellement au pays. Il est clair que certains facteurs désinflationnistes se poursuivront au cours des prochains mois. En particulier, les facteurs affectant l'inflation à l'échelle mondiale pourraient bien continuer à se faire sentir encore plusieurs années. Par contre, la disparition graduelle des capacités excédentaires au pays pourrait entraîner un certain revirement de situation dans les prochains trimestres. Comme on peut le constater au graphique 7, la progression des

GRAPHIQUE 7
Les pressions inflationnistes resteront assez faibles encore quelques mois... mais s'accéléreront par la suite


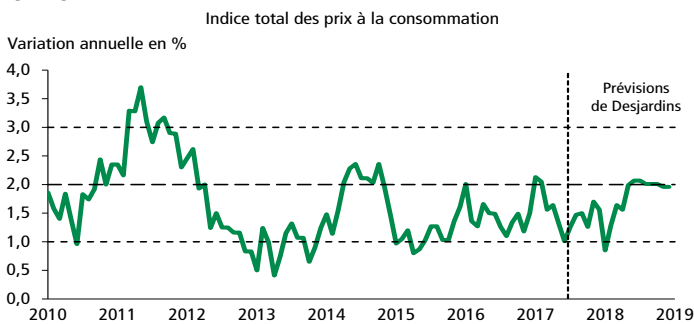
Sources : Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

capacités excédentaires de production a une bonne influence sur l'évolution de l'inflation, et ce, avec un délai d'environ 24 mois.

Ainsi, la persistance de capacités excédentaires de production au cours des deux dernières années continuera à exercer des pressions à la baisse sur l'inflation dans les mois à venir. Par contre, étant donné la résorption graduelle des capacités excédentaires observées récemment, ces pressions déflationnistes seront de moins en moins importantes. De plus, nos projections économiques pour les prochains trimestres indiquent que la progression du PIB réel devrait demeurer au-dessus de son potentiel de croissance, de sorte que les capacités excédentaires de production pourraient non seulement disparaître complètement, mais laisser place à certaines pénuries. Une telle situation pourrait alors éventuellement engendrer des pressions haussières sur les prix au Canada.

Dans ces conditions, il est raisonnable de croire que le taux annuel d'inflation pourrait d'ici quelques trimestres s'accroître au pays pour se rapprocher davantage de la cible médiane de la BdC (2 %). En attendant, les effets retardés des capacités excédentaires continueront à se faire sentir de sorte que le taux annuel d'inflation totale pourrait bien se maintenir dans la zone inférieure de la fourchette cible pour un certain temps (graphique 8).

GRAPHIQUE 8 **L'inflation totale pourrait remonter vers la cible médiane d'ici quelques mois**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Avec de telles projections, rien ne devrait empêcher les autorités monétaires de procéder à d'autres hausses de leurs taux d'intérêt directs au cours des prochains trimestres. Rappelons qu'il y a un certain décalage entre l'évolution du taux cible des fonds à un jour et son impact sur l'inflation. Ainsi, la BdC doit davantage considérer à quel niveau se situera l'inflation d'ici 18 à 24 mois lorsque vient le temps de prendre une décision au chapitre de ses taux directs.

Benoit P. Durocher, économiste principal