

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Est-ce que le manque de vigueur de l'inflation américaine s'achève?

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



L'inflation demeure relativement faible aux États-Unis. Cette situation a caractérisé presque l'ensemble du présent cycle de croissance économique. Malgré une économie plus vigoureuse, l'évolution récente de l'inflation complique la tâche de la Réserve fédérale (Fed) alors que la variation des prix tarde à rejoindre le niveau ciblé. On remarque cependant que parmi les facteurs qui peuvent expliquer les variations de l'inflation, plusieurs commencent à pointer un peu plus vers le haut. On peut donc s'attendre à ce que l'inflation reprenne un peu plus de mordant au cours des prochains trimestres. Cela ne sera toutefois pas assez pour que les dirigeants de la Fed s'écartent du rythme graduel de l'actuelle normalisation de la politique monétaire.

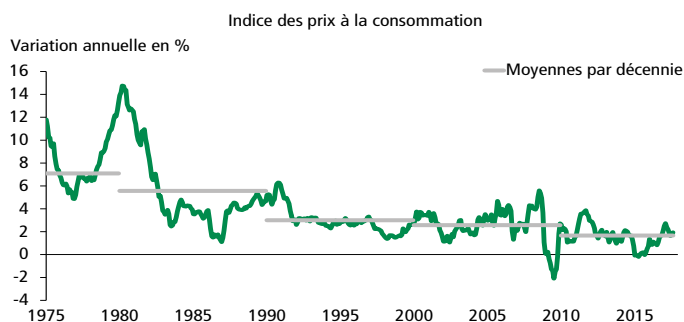
Un cycle de faible inflation

La tendance de très long terme des prix à la consommation affiche un ralentissement quasi constant. La variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint un sommet de 14,8 % en mars 1980. Les récessions de 1980 et de 1982, la baisse des prix du pétrole et une politique monétaire restrictive de la part de la Fed ont amené l'inflation à ralentir considérablement, vers un peu moins de 2,5 % à la mi-1983. L'inflation de base, soit la variation annuelle de l'IPC excluant les aliments et l'énergie, a fait le même chemin, passant de 13,6 % à 4,0 %. Depuis cette époque, l'inflation totale a continué de se modérer. D'une moyenne de 5,6 % au cours des années 1980, elle est passée à 3,0 % durant les années, 1990 à 2,6 %

pendant les années 2000 puis à 1,7 % de 2010 à maintenant (graphique 1).

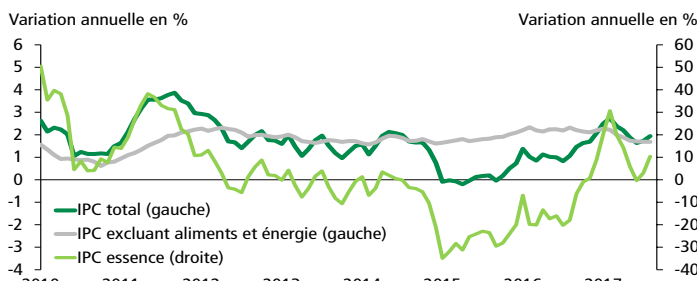
Au cours de la présente décennie, l'inflation totale s'est quelquefois considérablement éloignée de cette moyenne de 1,7 % (graphique 2). Ces écarts sont généralement la conséquence de fluctuations importantes des prix de l'énergie, voire du pétrole et de l'essence. Puisqu'elle exclut l'énergie et les aliments, l'inflation de base n'a pas ressenti ces effets. Elle s'est montrée très faible au début de la décennie alors qu'elle était toujours affectée par les problèmes de la récession de 2008-2009, mais, par la suite, elle a affiché une grande stabilité avec un écart-type de 0,3 point de pourcentage autour d'une moyenne de 1,8 %.

GRAPHIQUE 1
Une longue tendance déflationniste



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Les fluctuations des prix de l'énergie, voire de l'essence, ont provoqué les principaux mouvements de l'inflation totale



IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

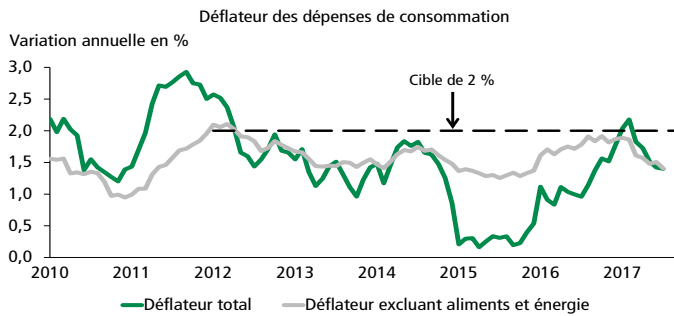
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Francis Généreux, économiste principal

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 © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

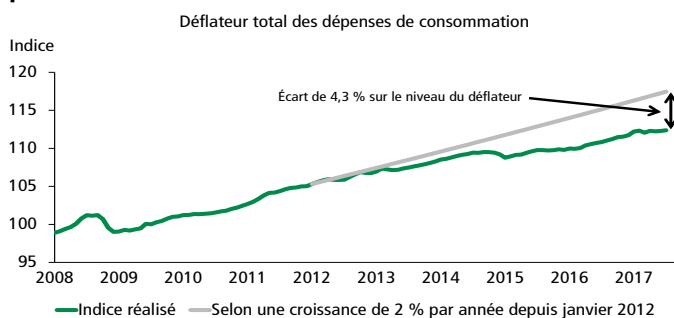
Ces moyennes sont tout de même relativement modestes. Considérant que depuis 2012 la Fed vise officiellement une cible d'inflation de 2 %, il est clair que cet objectif n'a pas été atteint de façon satisfaisante. Au cours de la période, l'inflation totale selon l'IPC a passé seulement douze mois sur ou au-dessus de la cible. Si l'on utilise plutôt la variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation, qui est l'indice sur lequel la cible de la Fed est basée, on n'observe que six mois sur ou au-dessus de la cible de 2 % (quatre mois si l'on exclut les aliments et l'énergie) (graphique 3). Le niveau des prix est donc bien plus bas que ce qu'il serait si la Fed avait réussi son pari d'une inflation constante de 2 % (graphique 4). Cette situation pourrait d'ailleurs laisser aux autorités monétaires une certaine marge de manœuvre dans le cas où l'inflation s'accélérerait au-dessus de 2 % pendant quelque temps.

GRAPHIQUE 3 L'inflation s'est généralement située sous la cible officielle de la Réserve fédérale



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4 Le cumul des faibles inflations fait en sorte que le niveau des prix est relativement bas



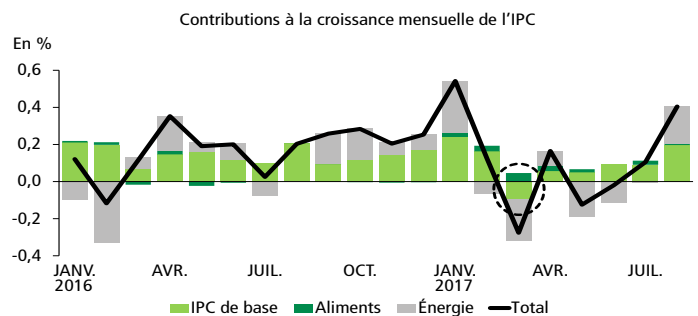
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Qu'en est-il des fluctuations récentes des prix?

Depuis le début de 2017, l'inflation est sur une pente descendante. En février, la variation annuelle de l'IPC total a atteint un sommet de 2,7 %. Elle est ensuite descendue jusqu'à un creux de 1,6 % en juin, le plus bas taux depuis septembre 2016. Les prix de l'énergie ont provoqué une légère

accélération en juillet et en août, et le plus récent résultat est de 1,9 %. Du côté de l'inflation de base, elle est passée de 2,3 % en janvier à 1,7 % en août, le plus bas niveau depuis janvier 2015. Au cours de cette période, la contraction mensuelle de 0,1 % de l'IPC de base en mars 2017 est particulièrement notable (graphique 5). C'est d'ailleurs un phénomène rare : la baisse précédente reculait à janvier 2010 et il n'y a eu que neuf diminutions mensuelles de l'IPC de base depuis 1960. Plusieurs composantes ont connu une contraction de leur prix en mars 2017; on remarque, entre autres, les vêtements (-0,7 %), les services de téléphonie cellulaire (-7,0 %), l'hôtellerie (-2,8 %), les services de lunetterie (-0,7 %), les biens de loisirs (-0,3 %) et les automobiles (-0,4 %).

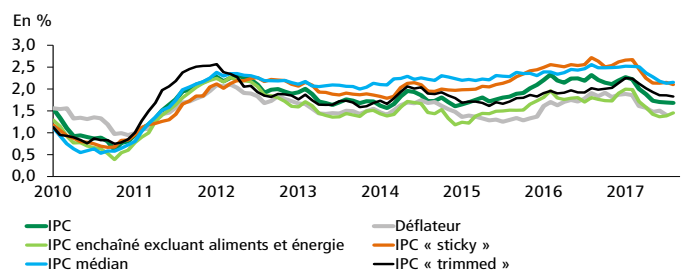
GRAPHIQUE 5 Mars 2017 : une rare baisse mensuelle de l'IPC de base



IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Ce coup porté en mars a eu un effet qui se manifeste encore sur l'évolution de l'inflation de base. On en voit la portée ailleurs qu'au sein de l'IPC; le déflateur des dépenses de consommation ainsi qu'une panoplie d'autres indicateurs de l'inflation sous-jacente affichent la même faible évolution (graphique 6).

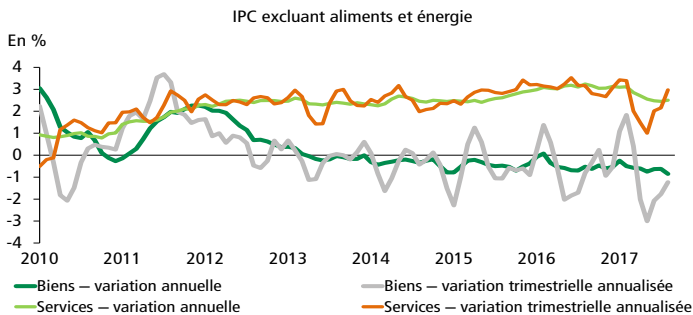
GRAPHIQUE 6 Plusieurs mesures d'inflation de base ont ralenti en 2017



IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Bureau of Labor Statistics, Bureau of Labor Statistics, Réserve fédérale d'Atlanta, Réserve fédérale de Cleveland et Desjardins, Études économiques

On remarque aussi une divergence constante entre une inflation de base soutenue du côté des services et très lente, voire négative, du côté des biens (graphique 7). À l'exclusion d'un seul point en février 2016, la variation annuelle de l'IPC des biens excluant les aliments et l'énergie est négative depuis mars 2013. Quatre ans et demi de déflation!

GRAPHIQUE 7
La croissance des prix demeure plus élevée du côté des services, alors que les biens sont en déflation



IPC : indice des prix à la consommation
 Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

La tendance plus forte de l'inflation de base du côté des services provient essentiellement du logement. En août, la variation annuelle de l'IPC logement atteignait 3,3 %, ce qui équivaut aussi à la moyenne depuis le début de 2015. Le poids du logement, une composante qui bouge peu au sein de l'IPC total (33,8 %) et de l'IPC de base (42,7 %), est une source importante de stabilité. Excluant le logement et l'énergie, l'IPC services enregistre une progression annuelle de 1,5 %. C'est en baisse par rapport à la moyenne de 2,2 % depuis janvier 2015. La chute des prix des services de téléphonie cellulaire et un ralentissement du côté des soins médicaux expliquent en partie cette baisse de cadence.

Quels facteurs peuvent expliquer les mouvements de l'inflation?

Plusieurs éléments microéconomiques ou macroéconomiques peuvent influencer les tendances inflationnistes. Parmi les principaux, on retrouve :

- ▶ Les prix des matières premières, notamment de l'énergie
- ▶ Le degré d'utilisation des capacités de production
- ▶ La croissance des salaires
- ▶ L'évolution des devises
- ▶ Les éléments influençant la productivité et la concurrence
- ▶ Les anticipations d'inflation
- ▶ Des facteurs spécifiques à certaines composantes, comme le logement ou la réglementation

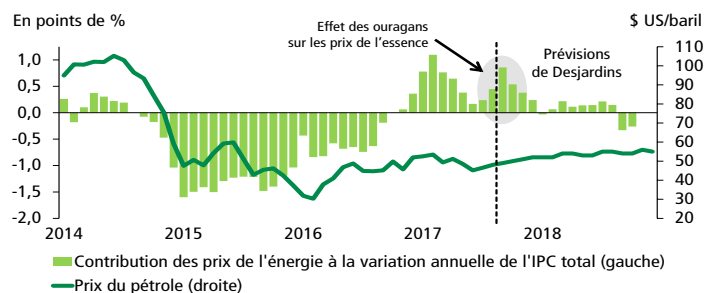
L'évolution récente de ces facteurs peut aider à comprendre pourquoi l'inflation s'est si souvent située sous les attentes au cours des dernières années. De plus, leur tendance et les prévisions que l'on peut en tirer peuvent aussi permettre de tirer certaines conclusions sur l'évolution prochaine des prix.

Les prix du pétrole et de l'essence

Après l'hécatombe de 2014 qui s'est prolongée jusqu'en 2016, les prix du pétrole sont maintenant passablement plus stables. Cette stabilité et la légère hausse enregistrée en 2016 ont fait en sorte d'amener une contribution neutre puis positive sur la variation annuelle de l'IPC total (graphique 8). Cette contribution avait commencé à diminuer au cours des derniers mois. Toutefois, une hausse des prix de l'essence provoquée par le passage des ouragans Harvey et Irma amènera un bond temporaire des variations mensuelles et annuelles de l'IPC total. Au cours de 2018, la contribution devrait tendre vers zéro.

- Effet récent : baissier entre 2014 et la mi-2016. Haussier en 2017
- Effet prochain : haussier à la fin de 2017 et stable en 2018

GRAPHIQUE 8
La stabilité récente des prix du pétrole amène moins de fluctuations de l'IPC total

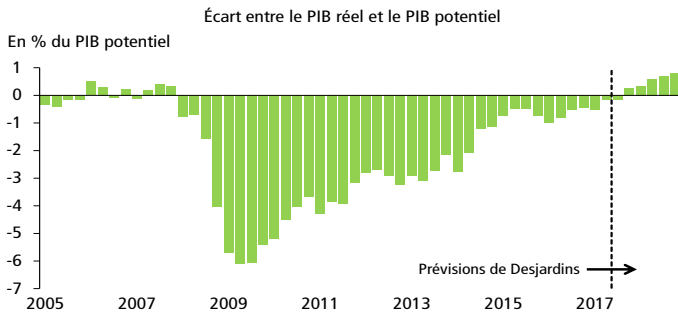


IPC : indice des prix à la consommation
 Sources : Datastream, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

L'utilisation des capacités de production

Depuis la récession, l'économie a connu une croissance lente, mais durable. Peu à peu, les capacités excédentaires de production se sont atténuées alors que la croissance du PIB réel a assez souvent dépassé celle du PIB potentiel estimée aux alentours de 1,7 % par le Congressional Budget Office (CBO). L'écart entre les niveaux de ces deux mesures, appelé *output gap*, devrait bientôt revenir en territoire positif, et ce, pour la première fois depuis 2007 (graphique 9 à la page 4). La plus grande rareté des capacités de production devrait amener davantage de pressions inflationnistes.

- Effet récent : baissier
- Effet prochain : de neutre à légèrement haussier

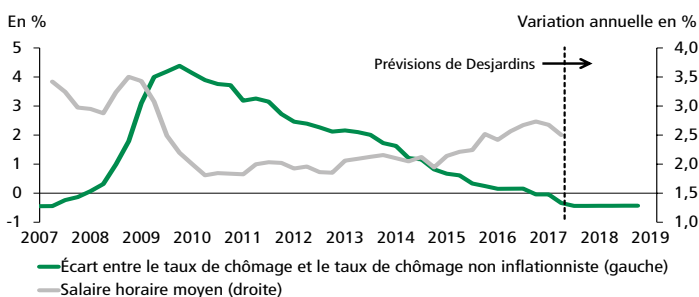
GRAPHIQUE 9
L'output gap est en train de se refermer


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

La croissance des salaires

En plus d'être caractérisé par une faible inflation, le cycle actuel affiche aussi une modeste progression des salaires. Cette situation est d'autant plus décevante que certaines mesures de salaires ont récemment affiché des ralentissements alors que le taux de chômage se situe à un niveau très bas. En fait, le taux de chômage américain (4,3 % en août) est récemment passé sous le niveau jugé non inflationniste (estimé à 4,7 % par le CBO). Cette situation devrait éventuellement appuyer les salaires, mais on ne le perçoit pas encore (graphique 10). La partie n'est cependant pas perdue et certains éléments sont plus encourageants (enquêtes auprès des entreprises, situation des employés permanents à temps plein, etc.).

- Effet récent : de baissier à neutre
- Effet prochain : de neutre à légèrement haussier

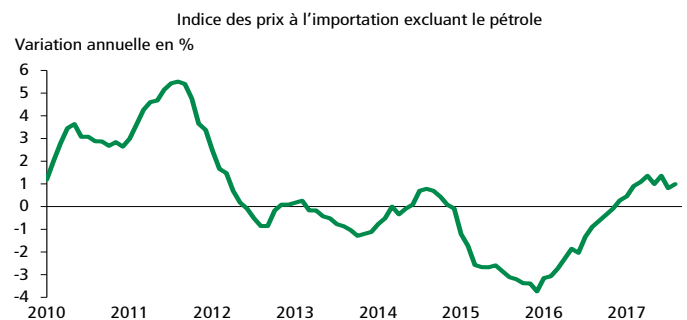
GRAPHIQUE 10
Les salaires s'accroissent peu malgré moins de sous-utilisation des capacités au sein du marché du travail


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

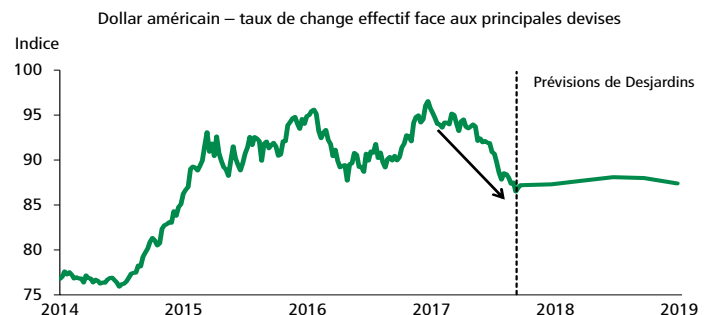
Le dollar et les prix importés

Plus importante puissance économique au monde sous certains aspects, les États-Unis ne sont toutefois pas isolés. Les variations de prix à l'étranger ainsi que les mouvements de devises peuvent donc influencer les prix sur le marché américain. L'indice du prix des importations excluant le pétrole a été en baisse presque constamment depuis 2012 (graphique 11). La hausse de la devise américaine a été un des éléments qui ont contribué à la modération des prix à l'importation et de l'inflation aux États-Unis. Toutefois, la dépréciation du billet vert que l'on observe depuis le début de l'année devrait contribuer à alimenter des pressions haussières (graphique 12). On voit déjà que les prix à l'importation ont changé de tendance. On prévoit cependant que le dollar américain se stabilisera bientôt alors que les marchés anticiperont de nouvelles hausses des taux directeurs de la part de la Fed.

- Effet récent : baissier
- Effet prochain : haussier puis neutre

GRAPHIQUE 11
L'évolution des prix à l'importation n'est plus aussi faible


Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 12
Le billet vert se déprécie depuis le début de l'année, mais il devrait se stabiliser


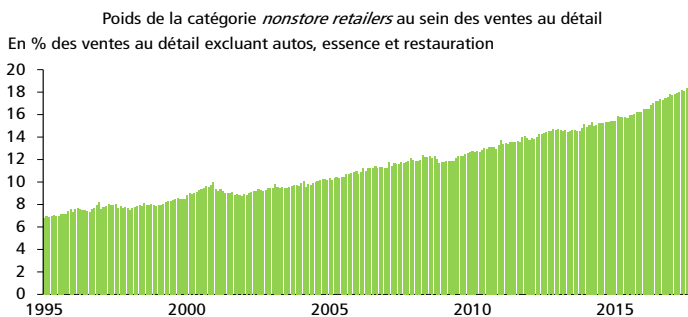
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Productivité, concurrence, technologie, commerce en ligne et mondialisation

Sauf la productivité qui s'est montrée plutôt lente aux États-Unis au cours des dernières années, presque tous ces éléments font partie des facteurs qui alimentent la tendance désinflationniste. L'importance accrue du commerce extérieur et de la mondialisation en favorisant la concurrence internationale et la recherche de processus et d'équipements moins coûteux amènent des pressions à la baisse. Il reste à voir si le vent de protectionnisme qui souffle maintenant à Washington aura de réelles répercussions sur l'évolution des prix. Le commerce en ligne, en prenant de plus en plus d'importance dans les habitudes d'achat des consommateurs (graphique 13), favorise aussi la concurrence notamment par la facilité de comparaison des prix et par des économies d'échelle qui ont changé le portrait global du commerce de détail. Les nouvelles technologies permettent également l'élaboration et la mise en place de processus de production et de commercialisation beaucoup plus efficaces et moins coûteux.

- Effet récent : baissier
- Effet prochain : probablement baissier, à moins d'une poussée du protectionnisme

GRAPHIQUE 13 L'ampleur du commerce en ligne est peut-être une source de faiblesse des prix



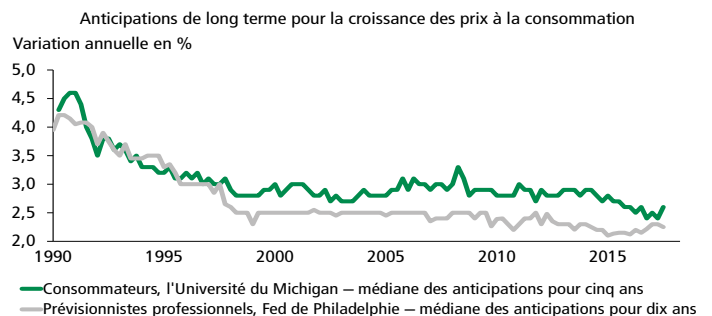
Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Anticipations d'inflation

Les anticipations d'inflation sont demeurées relativement stables tout au long de la dernière décennie. Une partie du crédit revient à la Fed qui a su ancrer les anticipations de long terme des ménages et des professionnels depuis la seconde moitié des années 1990 (graphique 14).

- Effet récent : stable
- Effet prochain : stable

GRAPHIQUE 14 Les anticipations inflationnistes demeurent toujours très stables



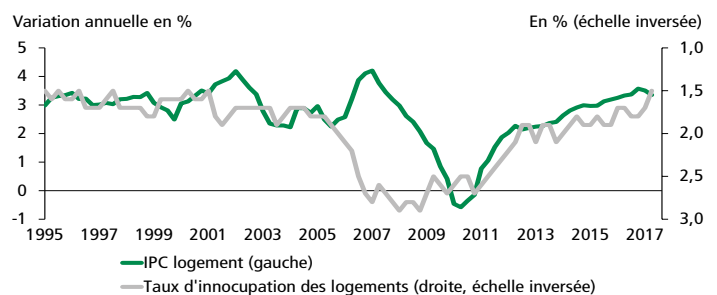
Sources : Université du Michigan, Réserve fédérale de Philadelphie et Desjardins, Études économiques

Les prix du logement

Au cours des années 2000, en pleine bulle immobilière, les prix du logement contribuaient de façon positive à l'inflation de façon soutenue. Puis tout s'est écroulé. L'IPC logement a même diminué en 2009 et en 2010. La relance du marché de l'habitation, qui se caractérise par un taux d'innocuation des logements de moins en moins élevé, a finalement amené des pressions plus fortes sur les prix des maisons, sur l'IPC logement puis sur l'inflation de base (graphique 15). On s'attend à ce que cette pression reste en place, sans toutefois s'accélérer.

- Effet récent : haussier depuis 2012
- Effet prochain : haussier

GRAPHIQUE 15 La demande de logements devrait continuer à alimenter les hausses de prix



Sources : Bureau of Labor Statistics, U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Où s'en va l'inflation aux États-Unis?

La plupart de ces facteurs ont contribué à la faiblesse de l'inflation au cours des dernières années. Ainsi, même si l'économie prenait du mieux, le niveau de sous-utilisation des capacités de production, jumelé aux effets de devises, à la baisse des prix de l'énergie et à la tendance de fond que procure la

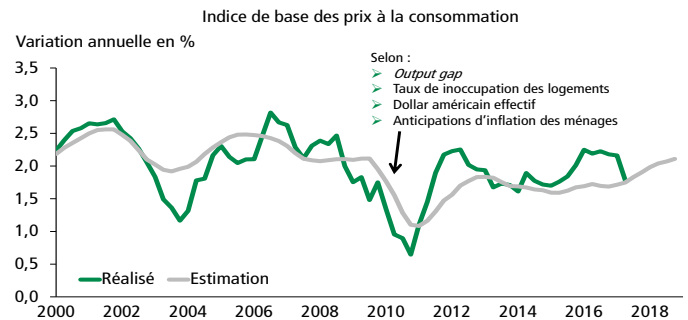
mondialisation et le commerce en ligne, a amené l'inflation totale et l'inflation de base à sous-performer.

Toutefois, les choses pourraient bientôt changer. Ces facteurs baissiers semblent de moins en moins présents et devraient même se retourner. Certes, les effets indéniables de la concurrence internationale et du commerce en ligne devraient rester présents, mais les autres éléments ne tireront plus vers le bas. Une estimation basée sur l'*output gap*, le taux d'inoccupation des logements, la devise et les anticipations des ménages pointe vers une inflation de base plus rapide que celle enregistrée aux États-Unis au cours de l'été 2017 (graphique 16). Elle pourrait même revenir au-dessus de 2 % au cours de la prochaine année. Affectée par les prix de l'énergie, l'inflation totale pourrait s'accélérer davantage, et ce, dès les prochains mois. Toutefois, elle devrait continuer d'osciller autour de 2 % en 2018 (graphique 17). À moyen terme, l'inflation devrait rester assez soutenue, à un peu plus de 2 %, et ce, jusqu'à ce qu'un éventuel essoufflement du cycle économique provoque un nouveau ralentissement.

À l'image de mars 2017, des facteurs non prévus pourraient tromper ces pronostics, mais la tendance de fond devrait tout de même montrer des croissances de prix qui satisferont davantage les membres de la Fed. En ce sens, les taux d'intérêt directeurs devraient continuer d'augmenter graduellement. Comme le présent cycle économique prend de l'âge, les taux d'intérêt directeurs de la Fed devraient culminer à un niveau bien plus bas (environ 2,5 %) que ce que l'on pouvait voir lors des épisodes précédents de resserrement monétaire.

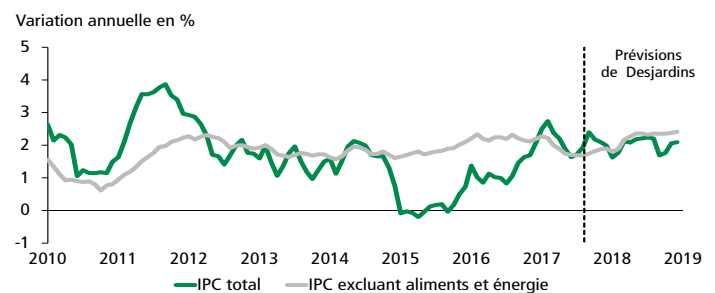
Francis Généreux, économiste principal

GRAPHIQUE 16 La croissance de l'inflation de base devrait s'accélérer un peu en 2018



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 17 L'inflation de base devrait demeurer stable en 2017 et en 2018



IPC : indice des prix à la consommation
Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques