

## La seule constante est le changement

Beata Caranci, première vice-présidente et économiste en chef

août 2024



### Ordre du jour

Au 6<sup>e</sup> siècle, le philosophe grec Héraclite avait raison de penser que rien n'est constant, mais que tout se transforme. Il faisait référence à l'univers et à la vie de façon générale, mais c'est une citation qui s'applique aussi à l'économie.

Après une longue période de surprises positives du côté des données économiques, les marchés commencent à s'ajuster à un changement de paradigme. Le parcours sera encore parsemé de quelques frayeurs jusqu'à ce que les marchés aient davantage confiance dans un scénario d'atterrissage en douceur – et non d'atterrissage brutal – pour l'économie.

De notre point de vue, les événements récents ne remettent pas en cause les prévisions. Des signes évidents d'un ralentissement de l'économie américaine sont une condition nécessaire pour que la Fed réduise les taux d'intérêt. Toutefois, nous devons nous attendre à ce que les marchés soient à l'affût des surprises négatives, en particulier si les mauvaises nouvelles concernent les indicateurs du marché de l'emploi.

Du côté du Canada, la discussion portera principalement sur deux sujets qui ont dominé les questions des clients ce trimestre : l'habitation et la productivité. Ces deux thèmes sont plus imbriqués que ce que l'on pense généralement, et ils pourraient faire persister le désavantage du Canada par rapport à ses homologues sur un horizon à long terme avec notamment un effet sur les prévisions de réduction du taux d'intérêt neutre.

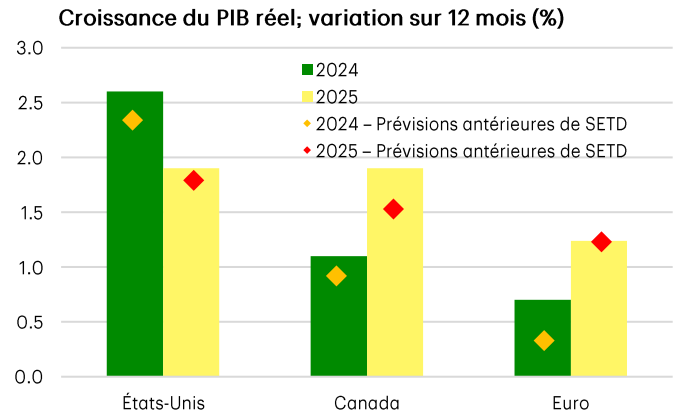
## Les prévisions évoluent largement comme prévu = convergence de la croissance

Passons à l'évolution des prévisions et à la question de savoir si les États-Unis approchent d'une récession – c'est un gros retournement de situation! Nos discussions précédentes ont mis l'accent sur l'exception américaine. Toutefois, au dernier trimestre, j'ai expliqué que la supériorité du rendement économique des États-Unis par rapport aux pays comparables devrait se maintenir pendant deux années entières avant que l'on puisse vraiment parler d'exception.

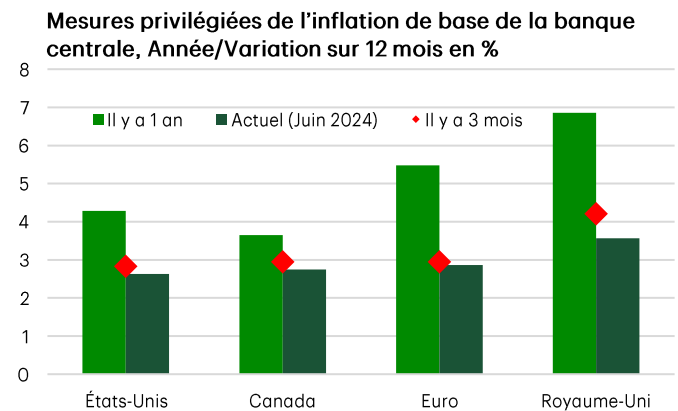
En effet, la dynamique mondiale a tendance à se synchroniser en raison de l'interconnexion des flux commerciaux et des conditions financières. Par conséquent, même si les discussions du marché englobent de plus en plus les risques de récession, je crois que nous arrivons à ce tournant du cycle où la supériorité de la croissance américaine est quelque peu sous pression, mais où nous n'avons pas l'image d'une économie faible.

Notre prévision pour le PIB réel est de 2 % pour le troisième trimestre, tout comme le modèle en temps réel de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta et de la Réserve fédérale américaine de New York. Il ne s'agit pas d'une faible croissance, mais d'un retour tant attendu à la tendance normale. Par rapport au dernier trimestre, nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions, non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour les économies comparables.

À présent, dans le contexte de la synchronisation de la croissance économique, les États-Unis font vraiment figure d'exception, car ils sont les seuls à ne pas avoir amorcé leur cycle de réduction des taux d'intérêt. De plus, alors qu'ils ont le taux directeur le plus élevé, leurs tendances d'inflation ont rattrapé celles des économies comparables. Autrement dit, les conditions minimales sont réunies pour que les États-Unis commencent à abaisser leurs taux dans la foulée de leurs homologues. La contraction de la croissance économique mondiale semble confirmer ce scénario.



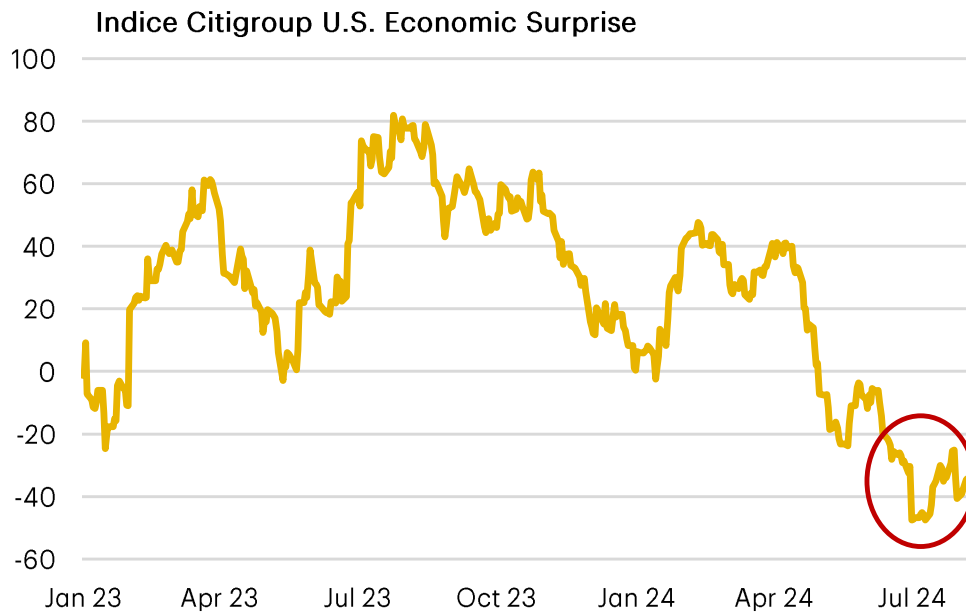
Remarque : Prévisions antérieures de SETD : mars 2024. Source : Bureaux nationaux de la statistique, Services économiques TD.



Remarque : É.-U. – DPC de base, CA - Moyenne de l'IPC tronqué et de l'IPC médian, Euro et R.-U. – IPC hors énergie, aliments, alcool et tabac. Source : Bureaux nationaux de la statistique, Services économiques TD.

## Alors que les données américaines surprennent, l'autre côté du grand livre s'impose également

Cependant, personne ne peut reprocher aux marchés d'être nerveux. Les investisseurs rajustent les attentes en fonction du rendement des données, tandis que les points pivots des cycles économiques s'accompagnent toujours de quelques secousses. Aux États-Unis, les données ont constamment répondu aux attentes les plus optimistes du marché jusqu'à il y a trois mois environ, au moment où les choses ont changé. Il n'est pas surprenant que le dernier trimestre ait été marqué par de fortes fluctuations des taux, des devises et de la volatilité, comme cela se reflète globalement dans l'indice VIX.



Source : Bloomberg, Citigroup, Services économiques TD. Dernière observation: 13 août 2024

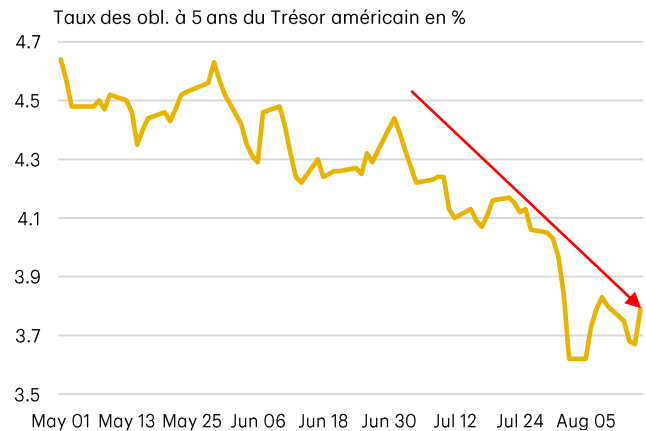
## Les marchés réagissent aux données décevantes

Tant que les marchés ne seront pas rassurés quant au fait qu'un ralentissement ne signifie pas le début d'une récession, nous pourrions voir d'autres journées ou semaines semblables. Les conjectures entourant la prochaine décision de la Fed se répercuteront rapidement sur les taux et le billet vert.

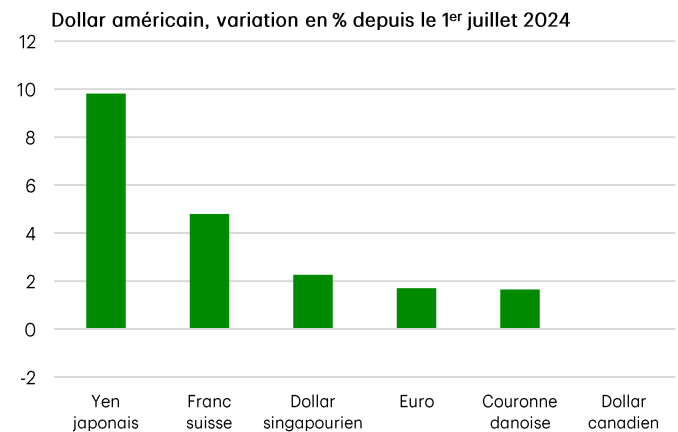
Le dollar américain a fortement progressé au premier semestre de cette année, progressant de 5% sur une base pondérée en fonction des échanges. En peu de temps, sa valeur a chuté de 3%, notamment en raison d'un repli des opérations de portage japonaises, mais pas uniquement. De nombreux autres pays ont été pris au dépourvu par le mouvement à la hausse de la devise, alors que les projections convergeaient vers une plus grande compression des écarts de taux d'intérêt entre les pays dans le contexte d'un ralentissement économique plus synchronisé.

Le huard canadien fait exception. Il a évolué de concert avec le dollar américain et s'est déprécié par rapport aux autres monnaies comparables en raison de l'effet compensatoire de la baisse des prix de l'énergie. Selon nous, il est probable que ces facteurs compensatoires maintiennent la devise dans sa fourchette actuelle de 72 à 76 cents américains.

Toutefois, négocier le dollar américain est rarement une affaire unilatérale. Je ne serais pas surpris que le billet vert retrouve une certaine vigueur d'ici la fin de l'année si les marchés recentrent leur attention sur les facteurs géopolitiques et sur la ruée vers les valeurs refuges. Nous ne savons pas encore ce que l'élection américaine signifiera sur le plan des différends commerciaux, des réductions d'impôt et des engagements géopolitiques pris par les gouvernements antérieurs.



Source : Réserve fédérale américaine, Services économiques TD. Dernière observation : 5 août 2024



Remarque : Données en date du 7 août 2024 Source : Bloomberg et Services économiques TD.

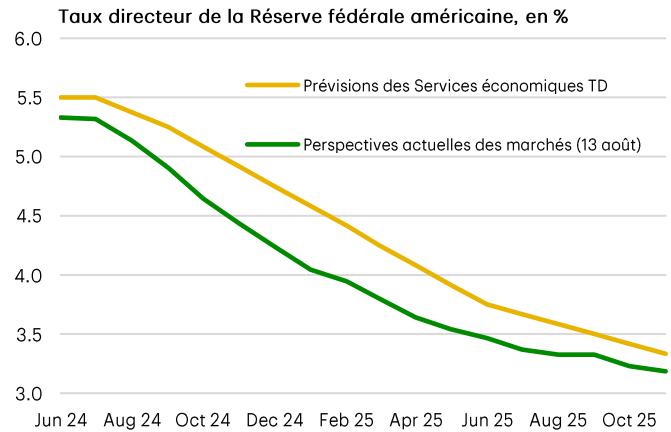
## Les marchés s'attendent à des baisses de taux

En attendant, les marchés ont intégré les réductions des taux américains dans un certain sentiment d'urgence, avec une projection de 100 points de base d'ici la fin de l'année alors que seulement trois réunions de la Fed sont prévues. En bref, les marchés signalent que la Fed est déjà sur pied et qu'elle doit rattraper son retard pour éviter un ralentissement plus prononcé.

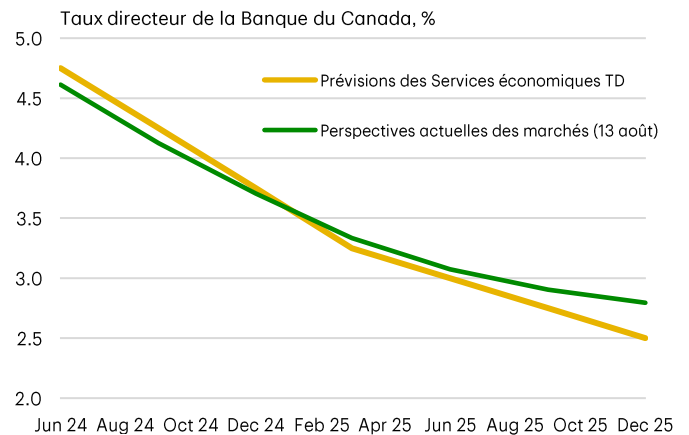
Notre prévision reflète un rythme uniforme de 25 points de base à chaque réunion, à moins d'une urgence liée à une récession imminente. D'un point de vue pratique, la Fed court un risque d'optique et de communication si elle commence par une baisse de taux de 50 points de base, car cela pourrait entraîner des mouvements encore plus prononcés sur l'ensemble de la courbe, bien au-delà de son évaluation des risques économiques.

Les attentes relatives à la Banque du Canada s'élèvent uniformément à 25 points de base pour chacune des trois réunions restantes. Nous sommes assez confiants par rapport à ce point de vue, du fait que le taux a déjà augmenté de 25 points de base lors des deux dernières réunions, ce qui rend tout changement de cap plus difficile. En outre, la Banque du Canada se situe déjà 100 points de base sous les États-Unis, donc elle a moins de pression pour faire un rattrapage.

En fin de compte, tous les grands pays seront engagés dans un assouplissement si la Fed procède à une baisse de taux en septembre. Ensuite, la discussion portera sur l'ampleur de la baisse des taux.



Source : Bloomberg et Services économiques TD.



Source : Bloomberg et Services économiques TD.

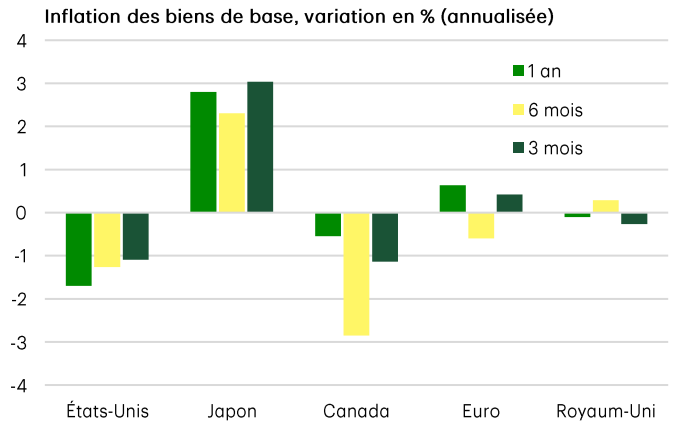
## La réduction agressive des taux est une stratégie risquée en cas d'inflation rebondissante

La réponse est fondée sur les mesures suivantes. Au cours des deux derniers trimestres, la baisse rapide des prix des biens physiques a entraîné un repli de l'inflation (appelée inflation des biens de base). L'élément manquant sur le plan de l'inflation a été un changement décisif dans les prix des services.

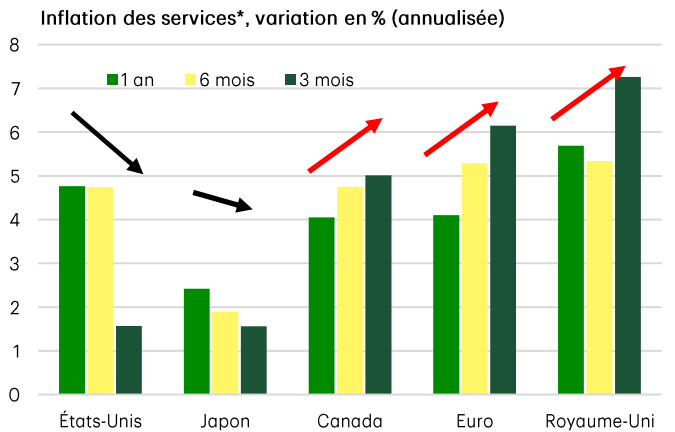
Une baisse lente est en cours, mais les prix globaux des services demeurent élevés partout dans le monde. Idéalement, ces prix devraient décliner d'un point de pourcentage entier par rapport à leur niveau d'aujourd'hui.

Si l'on examine la tendance sur trois mois pour en déduire la direction future, elle a été favorable pour les États-Unis, mais pas pour les autres régions. C'est exactement le contraire qui s'est produit au dernier trimestre, où l'inflation américaine est repartie à la hausse tandis que d'autres pays ont profité d'un mouvement à la baisse. Cela conforte l'idée que la trajectoire des prix des services restera cahoteuse, en raison de la persistance des habitudes de consommation.

Alors pourquoi les banques centrales réduisent-elles leurs taux? L'une des raisons est le fait que la part des prix qui augmentent de 3% ou plus actuellement ne représente que 30% des achats des consommateurs au Canada et aux États-Unis, ce qui est conforme aux tendances historiques.



Source : Bureaux nationaux de la statistique, Services économiques TD. Dernière observation : Juin 2024



\*États-Unis, Canada, Japon – hors accession à la propriété. Source : Bureaux nationaux de la statistique, Services économiques TD. Dernière observation : Juin 2024

## Les tarifs douaniers de Trump en 2018 ont eu un faible impact sur l'inflation, ce qui n'est pas le cas de la proposition tarifaire actuelle

Qu'advient-il de l'inflation si l'ancien président Trump est réélu et que l'administration impose des droits de douane à l'échelle mondiale pouvant atteindre 60 % pour la Chine et 10 % pour les autres pays?

Pour bien comprendre, nous avons examiné le cycle précédent des droits de douane mis en place par M. Trump, qui ont été beaucoup plus mesurés et se sont traduits par une augmentation de l'inflation d'environ 10 points de base. Cela n'a certainement pas été désastreux sur le plan de l'inflation, même si les pays ont riposté en imposant des droits de douane sur les produits américains.

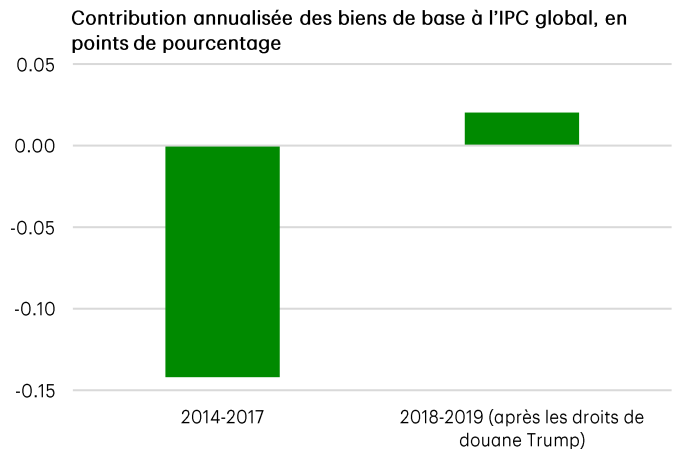
Vous souvenez-vous des droits de douane sur le whisky mis en place par l'UE en 2018? Ces droits de douane de 25 % constituaient des représailles contre les États-Unis qui avaient instauré des droits de douane sur l'acier et l'aluminium. Cela nous rappelle à quel point les taxes de réciprocité étaient encore anecdotiques en 2018 et en 2019, où elles représentaient environ 80 milliards de dollars de nouveaux impôts sur les produits et concernaient à peine 10 % des importations américaines au plus haut de l'activité.

En revanche, la proposition actuelle représenterait plus de 500 milliards de dollars en nouveaux impôts, et encore plus en cas de représailles d'autres pays, ce qui est très probable. Il semble que l'Union européenne soit en train d'élaborer une stratégie en deux étapes, d'abord pour prévenir d'éventuels droits de douane, dans le cadre de négociations, puis au besoin, riposter en imposant des droits de douane ciblés de 50 % ou plus. Le Canada envisage une approche semblable.

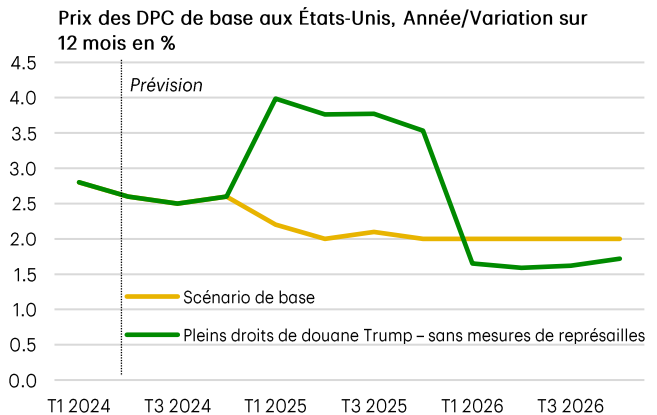
Il ne fait aucun doute qu'une administration Trump imposerait des droits de douane, mais il existe de nombreuses combinaisons d'événements qui pourraient survenir, par exemple ce que les pays finiront par négocier, combien de temps les droits de douane resteront en place, et si des exemptions sont prévues pour éviter des perturbations de la production américaine.

### Entre-temps, nous pouvons nous appuyer sur certaines conclusions :

1. L'envergure de ces mesures entraînerait une forte hausse de l'inflation.
2. Des droits de douane étendus et importants auraient pour effet de réduire la demande de produits étrangers, mais aussi de réduire le revenu réel américain.
3. L'effet sur l'inflation n'empêcherait peut-être pas la Réserve fédérale d'assouplir sa politique, mais limiterait probablement son champ d'action.
  - Par exemple, lorsque les guerres tarifaires ont éclaté en 2019, la Fed a tout de même réduit le taux de 75 points de base en raison de la baisse de la demande intérieure.
  - Le taux directeur est plus élevé cette fois-ci, ce qui augmente la marge de baisse. Toutefois, il pourrait être difficile d'en arriver au taux neutre calculé précédemment (3 %) en l'absence d'une demande intérieure très faible, ce que toute administration voudra évidemment éviter.



Source : Bureau of Labor Statistics, Services économiques TD.

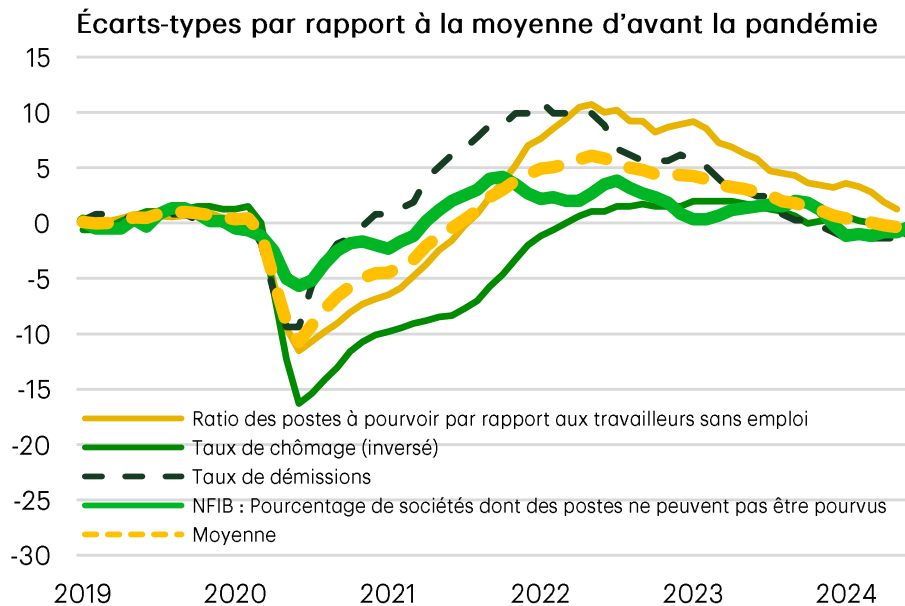


Source : BEA, Oxford Economics, Services économiques TD.

## Powell déclare que le marché du travail se normalise... les marchés craignent le pire

Passons maintenant à la dynamique du marché du travail, qui a ébranlé les marchés au début d'août. Selon les données sur l'emploi de juillet, 114 000 emplois ont été créés, ce qui ne reflète pas vraiment un désastre. Mais c'est déjà du passé, et tout ce qui compte, c'est ce à quoi ressemblera le marché de l'emploi dans les trois ou six prochains mois.

À cet égard, ce graphique illustre un vaste éventail d'indicateurs du marché de l'emploi qui ne laissent aucun doute quant au fait qu'un front plus froid s'est abattu sur les États-Unis. Les indicateurs sont tous revenus aux niveaux normaux d'avant la pandémie, ce qui constitue un argument convaincant pour commencer à ajuster les taux d'intérêt au lieu d'attendre que tous les signaux soient verts du côté de l'inflation. Le fait d'attendre pourrait se traduire par des mesures encore plus énergiques dans le futur si un relâchement trop important s'accumulait dans l'économie.



Source : Bureau of Labor Statistics, NFIB et Services économiques TD.



## Les mesures de soutien fiscal continuent de stimuler l'investissement des entreprises

Regardons au-delà du marché de l'emploi, car il y a beaucoup de choses qui fonctionnent bien dans cette économie et qui aident à contrebalancer les craintes du marché. Cela fait près d'un an que je souligne la résilience des investissements des entreprises. C'est un domaine qui continue de faire progresser les prévisions et qui a même gagné de la vitesse au premier semestre de cette année.

Et ce n'est pas le seul : il y a aussi le domaine des investissements publics, à tous les échelons du gouvernement. Les États et les administrations locales ont dépensé la majorité des fonds d'aide pour la COVID, mais de grands investissements sont encore attendus dans le cadre de la loi Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA). Ces fonds n'ont même pas encore atteint leur plein potentiel économique. N'oubliez pas qu'il s'agit de fonds destinés à la reconstruction de routes, de ponts, de chemins de fer, et à l'amélioration de l'accès aux services à large bande, entre autres.

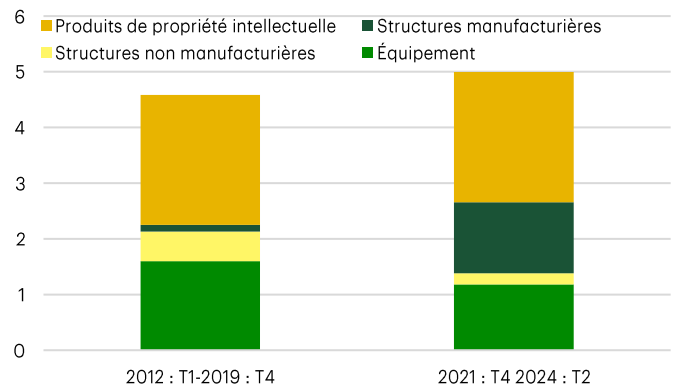
Le CBO estime que ces fonds s'élèveront à environ 60 milliards de dollars en 2025, puis à environ 70 milliards de dollars au cours de chacune des deux prochaines années. À titre de comparaison, 40 milliards de dollars ont été dépensés cette année. Quel que soit le prochain président, il serait compliqué d'annuler ces engagements, à moins de faire voter une loi au Congrès. Bien que M. Trump ait indiqué son intention de limiter les initiatives, de nombreux États républicains utilisent ces fonds et en profitent.

En fin de compte, l'économie bénéficie toujours d'un coup de pouce lié aux investissements, tant dans le secteur privé que dans le secteur public. Toutefois, nous sommes à quelques semaines d'une élection qui obligera les prévisionnistes à revoir leurs points de vue une fois que la nouvelle administration et la composition du Congrès seront connues.

Les marchés seront attentifs à la façon dont le Congrès s'occupera du déficit et de la dette. S'il ne le fait pas, cela risque d'entraîner une majoration de taux plus élevée à mesure que les programmes seront exécutés. Cela minerait le coût du capital et des investissements.

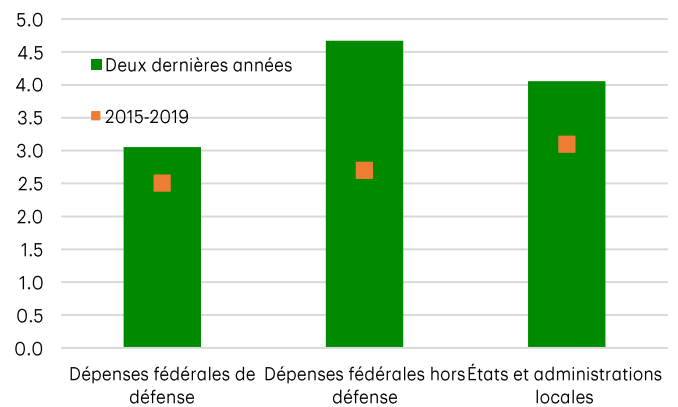
Les clients demandent souvent : quand les déficits et les dettes seront-ils traités comme des sujets importants aux États-Unis? J'aimerais qu'il y ait une réponse précise, au lieu de dire : ce thème deviendra important quand les marchés le décideront à cause des conditions financières trop punitives. C'est ce qu'il faut pour pousser les gouvernements à prendre des décisions difficiles, et souvent impopulaires sur le plan politique.

Contributions aux investissements réels des entreprises, points de pourcentage annualisés



Source : Bureau of Economic Analysis et Services économiques TD.

Variation annualisée en %



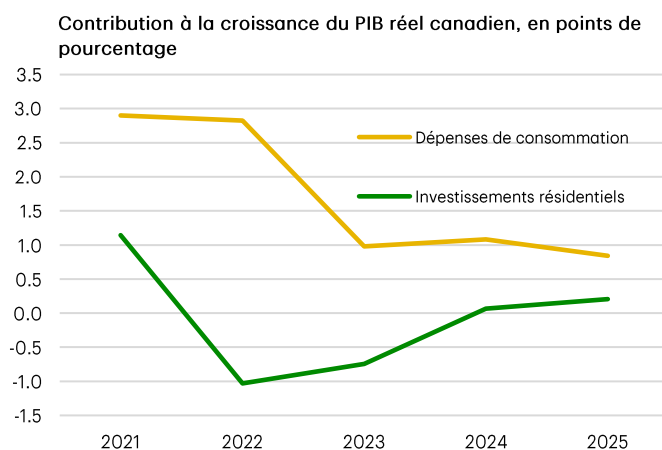
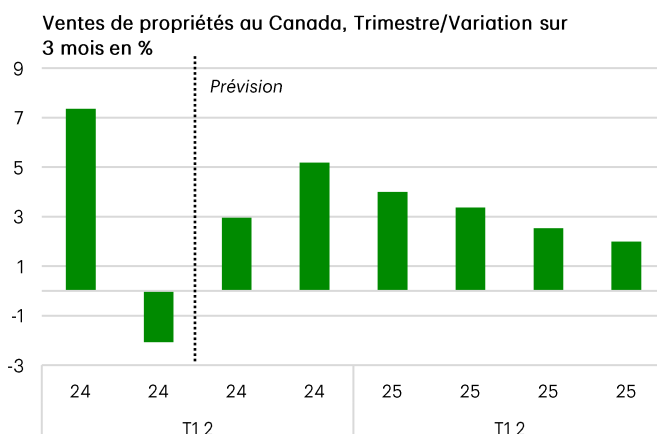
Source : Bureau of Economic Analysis et Services économiques TD.

## La reprise de l'immobilier devrait soutenir la croissance économique du Canada

Passons au Canada en commençant par les forces contraires exercées par l'habitation et la productivité, qui caractérisent le Canada aux yeux des investisseurs étrangers et des clients nationaux.

Comme vous l'avez vu au début de la présentation, l'économie se maintient à environ 1 % cette année, après avoir évité de justesse une récession technique à la fin de l'année dernière se traduisant par un léger repli. Toutefois, les choses ont changé au premier semestre de cette année. La consommation s'est redressée, probablement sous l'effet de la forte croissance démographique.

Le message de conclusion est que l'économie n'a pas sombré et qu'elle est maintenant prête à tirer parti de la baisse des taux d'intérêt, en particulier dans le secteur de l'habitation. À ce propos, nous avons revu à la hausse nos prévisions d'activité dans le secteur de l'habitation en 2025, à la suite de la rapide réévaluation des taux obligataires. Le secteur de l'habitation, qui constituait un frein important pour l'économie, devrait devenir de plus en plus favorable



## Les cadeaux de mise de fonds stimulent la demande et les prix des acheteurs d'une première maison

La baisse des taux hypothécaires contribuera plus ou moins à atténuer les problèmes d'abordabilité, mais ne rétablira pas les niveaux d'avant la pandémie. De plus, d'autres facteurs pourraient entraîner un rebond des ventes et des prix plus important que prévu.

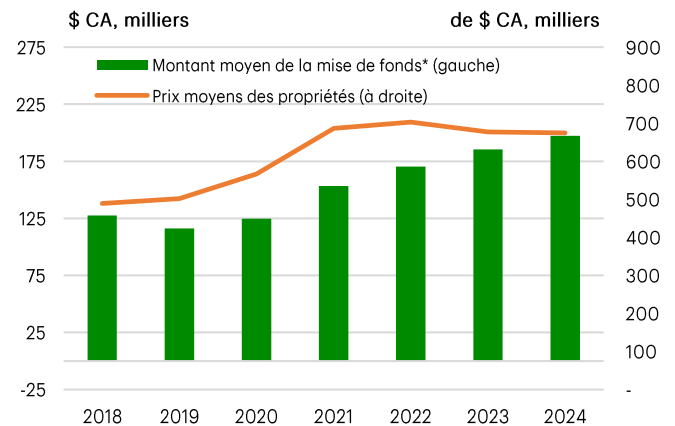
L'un de ces facteurs ressort de la recherche que nous avons effectuée en 2022, qui montre que l'habitation est un important véhicule d'accumulation de richesse, ce qui, en fin de compte, avantage les enfants des parents propriétaires. Ces enfants profitent d'un transfert de patrimoine qui les aide à devenir propriétaires.

Ce graphique montre les mises de fonds provenant de donations aux acheteurs d'une première propriété. Plus du tiers des acheteurs d'une première propriété reçoivent des donations, leur âge moyen est de 32 ans, et ces fonds ont suivi le rythme des prix des maisons. Depuis 2018, les prix des propriétés ont augmenté de 40% et les donations utilisées dans les mises de fonds ont augmenté de 55%.

Par conséquent, de nombreux facteurs devront être pris en compte par la banque centrale pour évaluer l'impact de la politique monétaire sur le marché de l'habitation :

- Il y a l'impulsion habituelle liée à la baisse des coûts de remboursement de la dette
- Puis il y a l'impulsion de la demande accumulée associée à la croissance démographique historique du Canada
- Mais il y a aussi une autre impulsion puissante provenant des transferts de richesse, qui atténue le problème d'abordabilité pour une grande proportion des acheteurs.
- Enfin, il y a une croissance démographique. Le nombre de personnes âgées de 30 à 34 ans a augmenté de 12% au cours des trois dernières années, comparativement à seulement 4% au cours des trois années précédant la pandémie. Il s'agit de l'âge clé pour accéder à la propriété.

En termes simples, la demande accumulée est difficile à mesurer et elle pourrait être beaucoup plus élevée que nous le pensons.

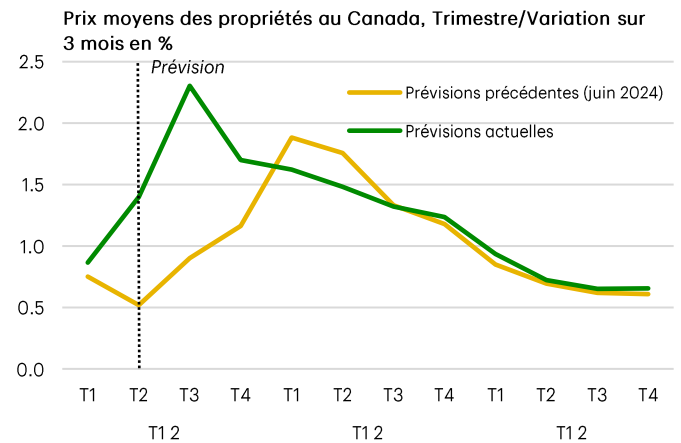
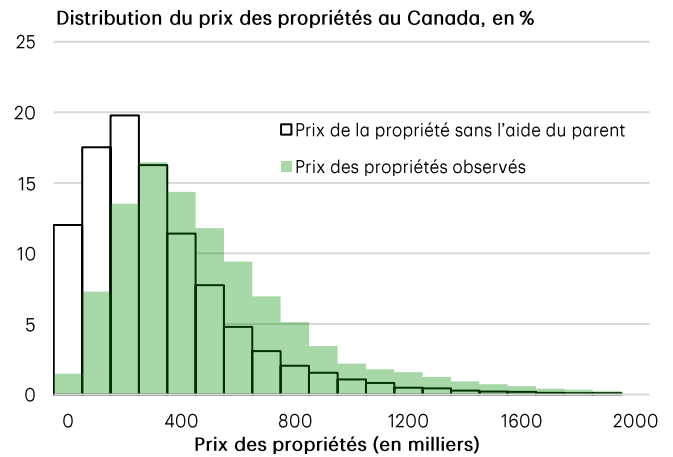


\* Moyenne des acheteurs d'une première propriété dont la mise de fonds a été financée par donation uniquement. Source : Association canadienne de l'immeuble, Services économiques TD.

## Le printemps enroulé qui en est venu à définir le marché du logement au Canada

Dans quelle mesure « l'avantage parental » peut-il influencer sur les prix? Ces données proviennent d'un document de travail de la Banque du Canada sur les prêts hypothécaires cosignés par un parent. Parmi les 11 % de prêts hypothécaires cosignés par un parent, 74 % de ces propriétaires seraient contraints d'acheter une propriété d'un prix médian inférieur de 34 % s'ils n'avaient pas le soutien de leurs parents. Ce graphique de droite montre comment la structure des prix se déplacerait sans ce soutien.

Par conséquent, même si nous avons ajusté nos prévisions en fonction d'une baisse des taux qui stimulerait la demande en début de période, nous pourrions tout de même avoir de bonnes surprises au fil de l'année 2025. Si cela se produit, cela pourrait limiter la Banque du Canada dans sa politique de retour à un taux neutre que nous estimons à 2,50% environ, parce que ce n'est pas aussi simple que de mesurer l'impulsion directe attribuable aux taux d'intérêt.



## Les risques structurels s'aggravent au Canada : La baisse de la productivité nécessite Des taux d'intérêt plus bas

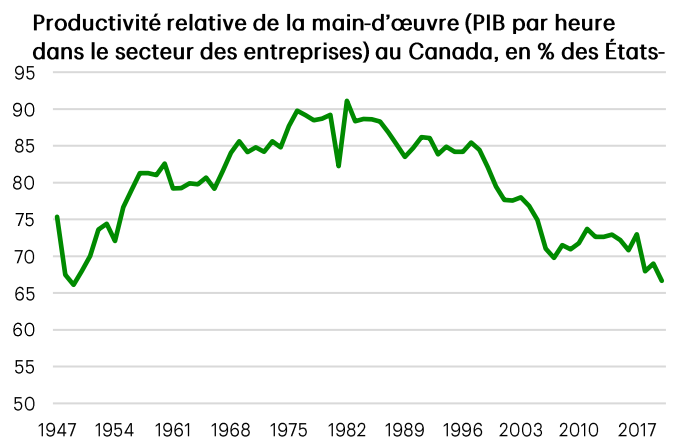
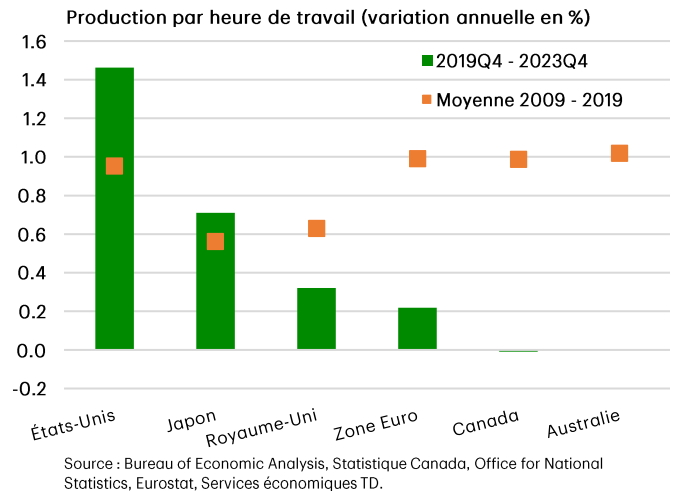
Vous vous demandez peut-être comment cela pourrait être lié à la faible productivité du Canada. Commençons par le paysage général, avec ces graphiques qui décrivent l'ampleur du problème.

Malheureusement, le terme « productivité » est mal perçu. Quand les gens l'entendent, ils l'interprètent comme moins de personnes pour faire plus de travail. Il devient difficile pour les décideurs de promouvoir ce concept auprès des Canadiens, sans parler des sacrifices financiers à faire et des ajustements à apporter aux politiques pour trouver des solutions. Mais une productivité saine définit la mesure dans laquelle une économie est dynamique, résiliente et prospère. De plus, pour les populations vieillissantes engagées dans des programmes de santé publique et des régimes de retraite, il est essentiel de maintenir des services publics de qualité.

Les sociétés qui investissent au Canada doivent donc être attentives à ce problème, surtout s'il est de plus en plus difficile d'attirer des dollars étrangers et si une nouvelle administration américaine donne au Canada l'apparence d'un environnement plus risqué sur le plan politique pour les sociétés qui cherchent à accéder aux marchés des États-Unis.

Les travailleurs canadiens doivent être vigilants, car leur niveau de vie en 2023 était inférieur à celui de 2014 selon le PIB par habitant. Et ce n'est pas une coïncidence si le déclin des salaires réels médians coïncide avec une chute de la productivité.

C'est pourquoi la première sous-gouverneure de la Banque du Canada a déclaré qu'il était temps de briser le tabou du problème de productivité au Canada. Jamais au cours de ma carrière je n'ai vu autant de clients poser des questions à ce sujet. Le temps est venu pour les décideurs de s'attaquer au problème. Mais cela pourrait nécessiter un changement structurel dans la façon dont nous faisons croître notre économie.



## La baisse de la productivité dans le secteur de la construction pèse sur le Canada en attirant plus de ressources

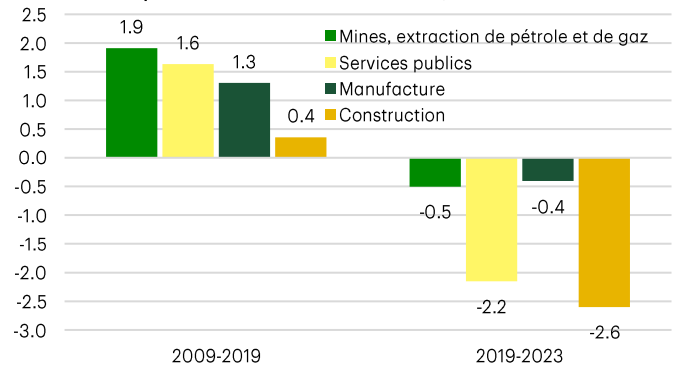
Les Services économiques TD publieront dans environ deux semaines un rapport complet sur la productivité, mais entre-temps, ces graphiques répondent à la question de savoir pourquoi le problème s'est aggravé depuis la pandémie. Nous nous concentrons sur les quatre dernières années seulement et sur ce qui se passera si la situation persiste trois ou quatre années de plus.

Lorsqu'on fait une répartition de la productivité de la main-d'œuvre par secteur d'activité, il est évident que le problème est largement présent dans le secteur des biens depuis 2019. Nombreux sont ceux qui signalent le secteur du pétrole et du gaz, étant donné que ce secteur a soutenu la productivité de la main-d'œuvre dans le passé en raison de son intensité de capital élevée. Depuis la pandémie, le secteur connaît un recul des investissements et de la part de production. Dans le cadre de la transition énergétique, l'abandon de ce secteur devrait continuer de peser sur la croissance de la productivité.

Toutefois, un défi dont on parle moins est l'accent mis par le Canada sur les investissements en construction, où la productivité est constamment plus faible que dans d'autres secteurs. Cela est vrai non seulement pour les quatre dernières années, mais aussi de tout temps. Le problème n'est pas propre au Canada. La productivité du secteur de la construction est en crise dans tous les pays, y compris aux États-Unis. Toutefois, les effets sont amplifiés au Canada en raison de l'ampleur disproportionnée des ressources affectées au secteur.

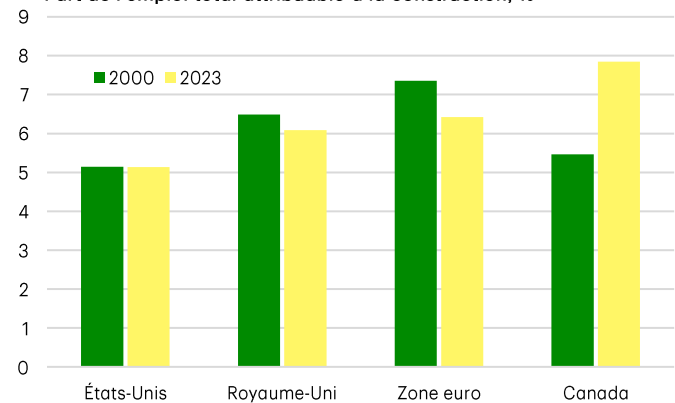
De nombreux facteurs entrent en jeu en dehors des barrières couramment mentionnées, comme la lourdeur réglementaire et la complexité des processus de délivrance de permis. L'une d'elles est la part disproportionnée de très petites entreprises, dont le quart emploie moins de 20 personnes. Les petites entreprises sont plus lentes que les grandes à adopter de nouvelles techniques et technologies. Toutefois, il est difficile de promouvoir un regroupement des entreprises. Les décideurs devraient réfléchir à une structure incitative pour encourager la croissance en vue d'une taille plus grande, ce qui n'est pas l'objectif habituel des politiques canadiennes.

Croissance annuelle moyenne de la productivité de la main-d'œuvre par secteur canadien des biens\*, %



\*À l'exclusion de l'agriculture, de la foresterie, de la chasse et de la pêche.  
Source : Statistique Canada, Services économiques TD.

Part de l'emploi total attribuable à la construction, %



Source : Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics (UK), Office statistique de l'Union européenne (Eurostat), Statistique Canada, Services économiques TD

## Le Canada est également moins performant dans les secteurs de haute technologie

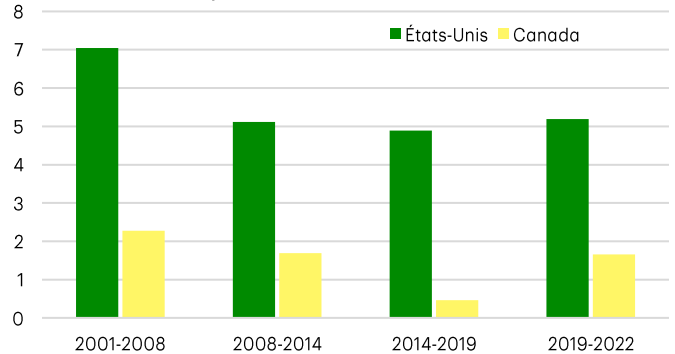
D'un autre côté, il y a des secteurs plus avancés en technologie qui contribuent à la croissance de la productivité canadienne, mais pas autant que dans les pays comparables comme les États-Unis, parce que ces entreprises sont moins représentées et ont généralement une taille et une portée plus limitées.

Comme le montrent ces graphiques, certains défis sont anciens, par exemple le retard du Canada dans l'adoption des technologies de l'information et de la communication. Un secteur absent de ce graphique est celui des finances, qui a nettement surpassé son homologue des États-Unis au cours de la dernière décennie et pendant la pandémie.

Actuellement, le concept économique du Canada vise à consacrer plus de ressources à la construction au cours des cinq prochaines années, ce qui amplifiera un secteur à la productivité faible, et il n'est pas certain que les secteurs à forte productivité voient leur part augmenter.

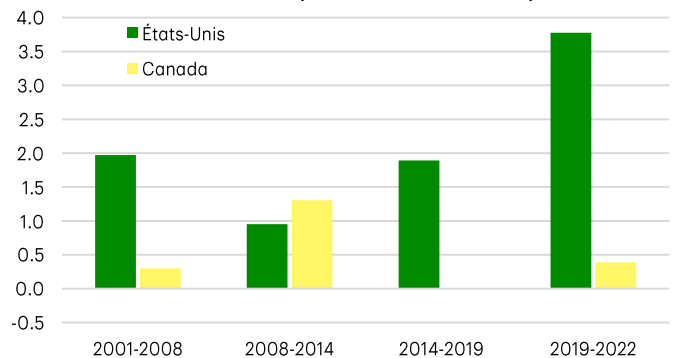
La grande question est maintenant de savoir ce que cela pourrait signifier pour la politique monétaire ?

Croissance annuelle moyenne de la productivité de la main-d'œuvre dans les secteurs de l'information et de la culture (y compris les télécommunications), %



Source : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Services économiques TD.

Croissance annuelle moyenne de la productivité de la main-d'œuvre dans le secteur des services professionnels et techniques, %



Source : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Services économiques TD.

## Que se passe-t-il si les hypothèses financières commencent à intégrer une faible productivité ?

Plus la faiblesse de la productivité persiste, moins nous pouvons écarter certains facteurs en tant qu'effets ponctuels ou anomalies, et plus le problème risque d'être intégré aux hypothèses financières.

Notre prévision de base suppose un retour à une croissance de la productivité de 1% pour les trois prochaines années, malgré une moyenne de -0,5% au cours des trois dernières années. Si nous supposons plutôt une modeste remontée à un niveau de zéro, cela signifie un taux d'intérêt neutre et une croissance économique tendancielle beaucoup plus faibles.

De plus, un élargissement persistant de l'écart de taux d'intérêt par rapport aux États-Unis pourrait pénaliser encore plus la monnaie. C'est donc toujours hypothétique, mais du domaine du possible, et nous devons examiner cela de plus près si nous ne constatons pas de rebond convaincant de la productivité l'an prochain.

		Scénario de base	Scénario de productivité zéro
<b>Moyenne 2025-2027</b>	Tendance du PIB	De 1,7 à 2,0 %	De 0,7 à 1,0 %
	Taux directeur neutre	De 2,25 à 2,50 %	De 1,25 à 1,50 %
	Équilibre \$ CA/\$ US	76 - 78 cents américains	68 - 70 cents américains



## Risques politiques : Une leçon de la présidence Trump sur les tarifs douaniers

Alors j'ai couvert certains des risques structurels au sein de l'économie, et je terminerai sur les risques politiques qui pourraient découler de l'élection américaine.

Peu importe qui accédera à la présidence en novembre, le commerce mondial devra composer avec une Amérique axée sur la politique industrielle et l'autosuffisance. Ce qui compte, c'est de savoir si la nouvelle administration

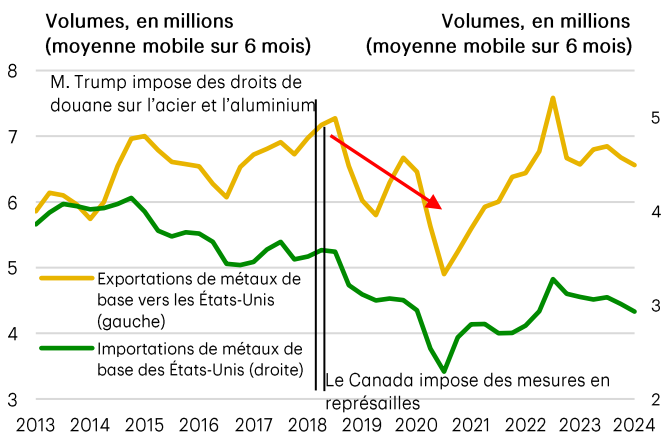
décidera de tout faire toute seule ou si elle veut travailler avec ses alliés dans le cadre d'initiatives de sélection stratégique.

Une administration Trump représente un risque plus important pour les flux commerciaux du Canada, compte tenu des déclarations sur les droits de douane de 10% et de l'intérêt à revoir l'AEUMC lorsque l'accord sera à l'étude en juillet 2026, même si une administration Harris pourrait aussi chercher à obtenir certaines modifications.

Comme je l'ai mentionné plus tôt, les prévisions de répercussions économiques seront toujours désastreuses si des droits de douane sont imposés soudainement et à grande échelle, mais il existe des antécédents permettant d'évaluer cette logique et l'ampleur des effets à en attendre. Les droits de douane antérieurement imposés par M. Trump sur le Canada ont porté sur des produits stratégiques comme le bois d'œuvre, l'acier et l'aluminium. Par conséquent, ces mesures n'ont pas eu une portée capable de miner considérablement le commerce total, mais elles ont eu un effet négatif sur les segments visés.

Ce graphique montre un exemple de droits de douane imposés par M. Trump, soit 25 % sur l'acier et 10 % sur l'aluminium, qui ont été maintenus pendant un an (de mai 2018 à mai 2019). Pendant cette période, le Canada a riposté par des droits de douane appliqués aux importations américaines d'acier et d'aluminium.

Comme l'illustre la flèche rouge, les volumes d'importations et d'exportations ont immédiatement diminué des deux côtés. Aucun rebond ne s'est produit avant la levée des droits de douane, puis le rebond a été interrompu par la pandémie. Cela montre que des droits de douane généraux imposés à de nombreux et importants secteurs auraient des effets à plus grande échelle et entraîneraient immédiatement une revue à la baisse de nos prévisions économiques. Cette répercussion est accentuée par le fait que depuis la rédaction de l'AEUMC en 2020, le Canada a accru ses échanges commerciaux et, par conséquent, sa dépendance économique à l'égard des États-Unis.



Source : Statistique Canada, Services économiques TD. Dernière observation : T12024.

**Pour terminer, revenons à la citation : rien n'est constant, mais tout se transforme. Nous entrons dans une période de changements qui vont au-delà des décisions et du contrôle des banques centrales et de la politique monétaire.**

## Avis de non-responsabilité

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.