

## Des questions? Nous avons les réponses

Aborder les sujets liés aux perspectives économiques et financières

### Auteurs contributeurs

Beata Caranci, économiste en chef | 416-982-8067

Leslie Preston, directeur général | 416-983-7053

Derek Burleton, économiste en chef adjoint | 416-982-2514 Andrew Hencic, économiste principal | 416-944-5307

James Orlando, CFA, économiste principal | 416-413-3180 Vikram Rai, économiste principal | 416-923-1692

Thomas Feltmate, économiste principal | 416-944-5730

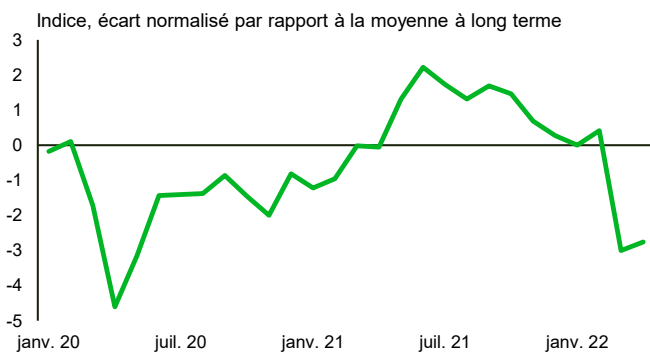
19 mai 2022

Ce rapport, présenté sous forme de foire aux questions, aborde les problèmes et les risques relevés par la clientèle en ce qui a trait aux perspectives économiques et financières. Les sujets pour nous tenir occupés ont été nombreux ce trimestre-ci. Nous avons commencé par examiner les conséquences de la guerre en Ukraine, de l'inflation élevée et des hausses de taux plus importantes des banques centrales sur nos perspectives. Ensuite, nous nous sommes intéressés à l'évolution des tensions dans la chaîne d'approvisionnement, à une éventuelle stagnation et au risque que les hausses mises en œuvre par les banques centrales déclenchent une récession. Enfin, nous nous sommes tournés vers les répercussions sur les perspectives des secteurs de la consommation et de l'habitation ainsi que sur la façon dont la politique budgétaire au Canada pourrait complexifier la tâche de la Banque du Canada cette année.

### Questions et réponses

1. [Donner une chance à la paix : comment les perspectives mondiales évoluent-elles?](#)
2. [L'impact au Canada et aux États-Unis est-il différent?](#)
3. [Pourquoi le Canada a-t-il récemment obtenu un rendement supérieur à celui des États-Unis?](#)
4. [Comment les tensions dans les chaînes d'approvisionnement se sont-elles transformées?](#)
5. [Stagflation? J'ai lu les nouvelles aujourd'hui... ouf!](#)
6. [Le point d'ancrage des attentes en matière d'inflation est-il menacé?](#)
7. [Les hausses de taux des banques centrales entraîneront-elles une récession?](#)
8. [L'inflation et les taux élevés ébranleront-ils les consommateurs canadiens et américains?](#)
9. [Les hausses rapides de taux risquent-elles de mettre à mal le marché immobilier au Canada et aux États-Unis?](#)
10. [En quoi la politique budgétaire canadienne complique-t-elle le travail de la Banque du Canada?](#)

**Graphique 1 : Effondrement des attentes des consommateurs européens au début de la guerre**



Remarque : Indice fondé sur la confiance des consommateurs à l'égard de la situation économique générale au cours des 12 prochains mois.  
Source : Commission européenne et Services économiques TD. Dernière observation :

## 1. Donner une chance à la paix : comment les perspectives mondiales évoluent-elles?

- Les perspectives mondiales se sont détériorées depuis la mise à jour du dernier trimestre. La guerre a continué de bouleverser les prix des produits de base, exacerbant les préoccupations à l'égard de l'approvisionnement. L'Europe est un important importateur de produits énergétiques. La hausse des prix agit ni plus ni moins comme une taxe pour les ménages et les entreprises. Comme prévu, les pays membres de l'Union européenne cherchent à compenser ces hausses et à diminuer la pression sur les ménages, certains programmes de soutien totalisant plusieurs milliards d'euros ayant été dévoilés. La façon dont les gouvernements entendent financer ces programmes varie grandement. En Allemagne, les autorités devraient augmenter leurs emprunts d'environ 40 milliards d'euros pour compenser les répercussions économiques de la guerre. L'Italie haussera le taux d'impôt qui a été instauré en janvier sur les bénéfices exceptionnels des sociétés énergétiques pour financer son programme de soutien.
- Après un bref répit, d'autres perturbations de la chaîne d'approvisionnement se sont produites. Un arrêt de production chez plusieurs fabricants automobiles allemands en raison d'une incapacité à importer des faisceaux de câblage électrique sur mesure d'Ukraine témoigne des nouveaux défis. Les délais de livraison des fournisseurs dans l'ensemble de la zone euro sont de nouveau prolongés, les légères améliorations qui avaient été constatées jusqu'en février n'ayant pas tenu.
- Le secteur des services, qui offre une protection contre les répercussions économiques de la guerre, profite de la reprise post-Omicron, en particulier dans les

grandes destinations touristiques. Certains pays, comme la Grèce, enregistrent déjà des niveaux records de touristes.

- La résilience des consommateurs sera mise à l'épreuve, car la hausse rapide du coût de la vie réduit le revenu réel. Comme si ce n'était pas suffisant, le resserrement de la politique monétaire augmentera les coûts du service de la dette. Malgré la vigueur de l'économie dans certains secteurs, les événements récents minent considérablement la confiance des consommateurs, ce qui devrait avoir un impact sur les dépenses (graphique 1).
- Outre la guerre, le ralentissement économique en Chine force une réévaluation des perspectives de croissance. Les données d'avril montrent un ralentissement de la croissance des exportations en raison de l'inflation en hausse et des dépenses des consommateurs de plus en plus tournées vers les services dans les économies avancées qui freinent la demande de biens, tandis que les importations chinoises sont stables pour un deuxième mois d'affilée. De plus, certains signes indiquent que les mesures de confinement liées à la COVID-19 en Chine nuisent à la demande intérieure, les ventes au détail de mars s'étant contractées par rapport à l'année précédente pour la première fois depuis août 2020. De plus, les données officielles de l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services indiquent une contraction en mars et en avril.
- La dépendance de l'Europe aux importations d'énergie combinée aux autres liens économiques avec l'Ukraine et la Russie ainsi que les liens d'exportation avec la Chine (en particulier dans le cas de l'Allemagne) laissent la région plus vulnérable aux facteurs qui favorisent une situation de stagflation qu'en Amérique du Nord à l'approche du deuxième semestre de cette année. En effet, la croissance dans la zone euro devrait être légèrement inférieure à 3 % cette année, alors qu'on s'attendait avant la guerre à une croissance de 4 %.

## 2. L'impact au Canada et aux États-Unis est-il différent?

- Pour les États-Unis et le Canada, les effets de la guerre se sont surtout fait sentir dans les données sur l'inflation. La hausse des prix des aliments et de l'énergie a fait passer le taux d'inflation globale à 8,5 % et à 6,7 % sur 12 mois aux États-Unis et au Canada, respectivement. Près de la moitié de cette hausse est attribuable à l'augmentation des prix des aliments et de l'énergie. Comme en Europe, l'impulsion inflationniste

a eu l'effet d'une surtaxe sur les ménages, grugeant une partie du revenu disponible et réduisant probablement certaines dépenses discrétionnaires à court terme. Aux États-Unis, de récents sondages commencent à appuyer ce point de vue, les ménages indiquant qu'ils envisagent de réduire leurs sorties au restaurant, annuler des vacances ou même retarder l'achat d'une maison ou d'une voiture si les pressions actuelles sur les prix persistent.

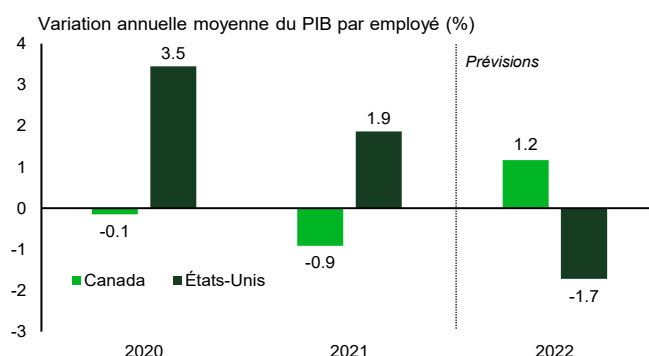
- Heureusement, le marché de l'emploi de chaque côté de la frontière demeure incroyablement serré. Une intensification significative des pressions sur les salaires s'en est suivie récemment, atténuant quelque peu l'érosion du pouvoir d'achat, situation qui diffère de l'expérience européenne. Les salaires ont augmenté de 5,5 % sur 12 mois aux États-Unis et de 3,3 % sur 12 mois au Canada. Les ménages conservent également une épargne excédentaire importante comme niveau de protection supplémentaire. Il faut savoir cependant que les salaires plus élevés et les pressions élevées sur les prix vont au bout du compte ralentir les dépenses. En fait, les données mensuelles sur les dépenses de consommation aux États-Unis montrent déjà des signes de ralentissement, les dépenses pour les véhicules automobiles, l'ameublement des ménages et les vêtements et chaussures ayant diminué en mars.
- Ce n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle. Il est nécessaire de freiner la demande intérieure pour contenir les forces inflationnistes rampantes. Contrairement à ce qui se passe en Europe, les mesures des prix au Canada et aux États-Unis montrent que les pressions sur les prix ne sont plus confinées aux secteurs de l'alimentation et de l'énergie depuis un certain temps.
- Les dépenses de consommation pour les services aux États-Unis ont fait bonne figure, l'assouplissement des restrictions liées à la COVID-19 ayant favorisé une certaine normalisation des habitudes de consommation. Les dépenses de consommation pour les services au Canada ont augmenté moins rapidement en raison des mesures sanitaires prolongées et plus sévères mises en place au cours de l'hiver, mais une tendance similaire semble se dessiner. Il y a un point commun entre les deux économies : si la hausse des prix force les consommateurs à faire des choix difficiles au cours des prochains mois, les ménages accorderont probablement la priorité aux dépenses de consommation pour les services plutôt qu'aux dépenses discrétionnaires liées à l'acquisition de biens.

- Enfin, le Canada et les États-Unis sont des producteurs nets de produits énergétiques de base, ce qui crée un autre niveau de protection économique. Toutefois, cette situation alimente les variations régionales. Par exemple, même si de nombreuses entreprises doivent composer avec des coûts d'intrants plus élevés, les entreprises des secteurs du pétrole, de l'agriculture et des mines rapportent toutes un profit inattendu. Au Canada, on constate déjà un accroissement de l'embauche en Alberta. L'incidence est également évidente dans les budgets provinciaux, où la hausse des recettes fiscales dans les provinces dont l'économie est axée sur les produits de base améliore considérablement les perspectives budgétaires.

### 3. Pourquoi le Canada a-t-il récemment obtenu un rendement supérieur à celui des États-Unis?

- Au premier semestre de cette année, la croissance de l'économie canadienne devrait se situer dans une fourchette trimestrielle comprise entre 4 % et 6 %, comparativement à une croissance très faible aux États-Unis. Selon les estimations, les deux économies affichaient une demande excédentaire à la fin de 2021, ce qui indique que la demande au Canada sera encore plus marquée. C'est surprenant étant donné que l'économie canadienne a fait face à des restrictions plus importantes et plus sévères en lien avec la COVID par rapport à son voisin du sud.
- L'un des facteurs de différenciation entre les deux économies a été la croissance supérieure au Canada en matière d'emploi et sa capacité à inciter les 25 à 54 ans à réintégrer le marché du travail en nombre record. Au Canada, le taux de participation de ce groupe de base de travailleurs a augmenté de 1,1 point de pourcentage

**Graphique 2 : Croissance de la productivité de la main-d'œuvre aux États-Unis durant la pandémie et la reprise, recul de celle du Canada**



Source : BEA, BLS, Statistique Canada et Services économiques TD.

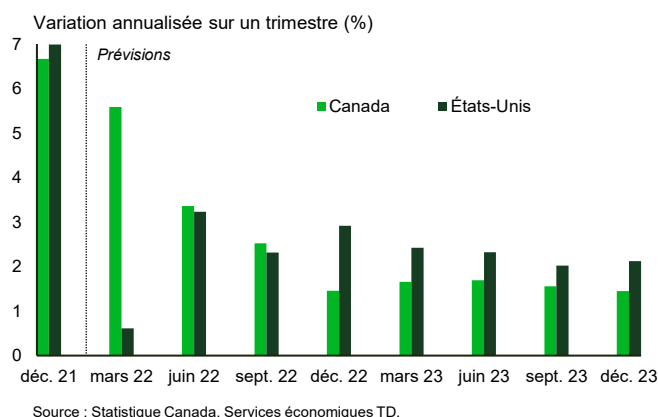
(à 88,4 %) par rapport à son niveau d'avant la pandémie. Aux États-Unis, en revanche, le taux de participation au sein du même groupe d'âge était en baisse de 0,6 point de pourcentage en avril (à 82,4 %). Avant la pandémie, le Canada affichait déjà la plus forte participation de la main-d'œuvre, et cet écart s'est élargi depuis.

- Il s'agit d'une tendance de longue date de la source de croissance économique une fois un repli terminé. Pour stimuler les gains de production, le Canada a tendance à compter davantage sur la croissance de l'emploi, tandis que les États-Unis ont tendance à refléter des hausses plus importantes de productivité (PIB par travailleur) (graphique 2). Même si cela a aidé l'économie canadienne à renouer plus rapidement avec le plein emploi dans le passé, ce n'est pas nécessairement une bonne nouvelle du point de vue de la prospérité à long terme. Les écarts de productivité de la main-d'œuvre entre le Canada et les États-Unis ont tendance à s'élargir autour des cycles économiques.
  - Il semble également que la demande réprimée des ménages canadiens est plus forte qu'aux États-Unis en matière de services et peut-être même de biens.
  - Au Canada, les dépenses de consommation en biens ont augmenté à un rythme annuel de 5 % en 2021. En comparaison, la croissance des dépenses en biens aux États-Unis a été beaucoup plus élevée, à 12 %, soit près de quatre fois le rythme annuel moyen enregistré au cours de la décennie précédant la pandémie. Étant donné que les dépenses en biens sont tellement excessives par rapport à celles du Canada, la rotation des biens en faveur des services a moins d'effet sur les prévisions.
- De plus, les dépenses dans les services au Canada sont probablement plus favorables à court terme. Au cours des deux dernières années, les dépenses en services n'ont augmenté que de 3 %, en partie en raison des restrictions gouvernementales plus importantes et plus étendues. L'année en cours se dessine comme un rééquilibrage : les dépenses en services devraient progresser d'environ 5 %, tandis que les dépenses en biens devraient croître à un taux plus modeste de 1 %.
- Les dépenses du gouvernement américain sont un troisième élément qui nuit à la croissance cette année. De son côté, les différents paliers gouvernementaux au Canada continuent de stimuler l'économie (voir

la [question 10](#) plus en détail). Nous estimons que les nouvelles dépenses nettes annoncées dans les budgets provinciaux et fédéral ajouteront environ un demi-point de pourcentage à la croissance du PIB réel dans une économie qui affiche déjà une avance par rapport aux États-Unis. En 2022, les dépenses publiques canadiennes augmenteront à un rythme soutenu de 3,2 %, comparativement à une croissance faible ou nulle aux États-Unis.

- Enfin, les deux pays se sont comportés différemment en ce qui a trait à la demande et à la construction de logements, malgré un mouvement parallèle des taux d'intérêt. L'investissement résidentiel au Canada pèse deux fois plus que dans l'économie américaine. Cela rend naturellement la dynamique de croissance au Canada plus vulnérable lorsque l'humeur des investisseurs à l'égard du marché immobilier se détériore. Toutefois, nous avons déjà écrit sur la résilience du Canada, en partie en raison de la croissance importante de la population et des nombreux niveaux de règles macroprudentielles qui atténuent le risque immédiat qui découle habituellement des fortes fluctuations des taux d'intérêt. Par conséquent, on estime que les investissements résidentiels aux États-Unis ont nui à hauteur de 0,1 point de pourcentage à la dynamique de croissance au premier semestre de cette année, comparativement à une baisse de 0,3 point de pourcentage au Canada.
- Enfin, le Canada devrait profiter de la demande croissante pour ses exportations. Les exportations représentent environ 30 % du PIB canadien et les biens représentent 80 % des exportations. Nous prévoyons une croissance à deux chiffres des exportations au cours

**Graphique 3 : Comparaison de la croissance au Canada et aux États-Unis**



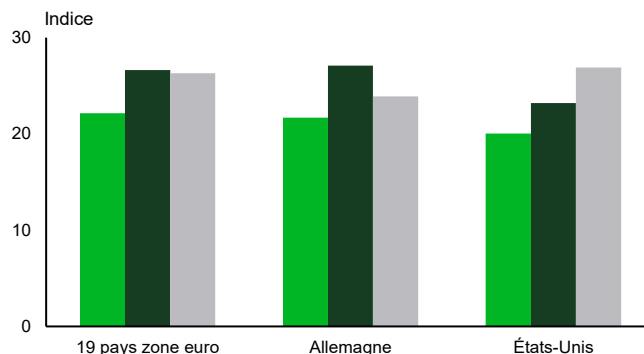
des deux prochains trimestres, la demande de matières premières et de produits manufacturés canadiens était sur le point d'augmenter. Cette dynamique a déjà été mise en évidence par les données récentes, les exportations de marchandises canadiennes vers les États-Unis ayant augmenté de près de 13 % (en dollars nominaux, annualisés) au cours des trois premiers mois de 2022. Au cours de la même période, les importations canadiennes en provenance des États-Unis n'ont pratiquement pas bougé. Étant donné le rôle que le Canada joue pour combler le manque d'approvisionnement en produits de base causé par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

#### 4. Comment les tensions dans les chaînes d'approvisionnement se sont-elles transformées?

- La première vague de problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement a frappé à de très nombreux endroits dans le monde, les restrictions liées à la pandémie ayant forcé la fermeture des producteurs et la rupture abrupte du maillon transport. Ces restrictions ont ensuite été suivies d'une hausse sans précédent de la demande de biens durables (principalement aux États-Unis), ce qui a entraîné un décalage entre l'offre et la demande. Les conteneurs se sont retrouvés coincés dans des endroits où ils n'étaient pas nécessaires, tandis que le secteur de l'automobile se plaignait d'une énorme sous-estimation du besoin de semi-conducteurs.
- Depuis, les pressions sur les chaînes d'approvisionnement sont devenues plus localisées et nuancées. La production automobile nord-américaine a rebondi par rapport aux creux de l'année dernière, mais tire toujours de l'arrière. Les fabricants américains offrent généralement de meilleures conditions de livraison aux fournisseurs, les ports ayant accru leur capacité (en prolongeant leurs heures d'ouverture). Plus important encore, la demande pour les biens dans les économies avancées a commencé à diminuer, les dépenses des consommateurs pour les services s'étant intensifiés. Le déplacement de la demande est nécessaire pour réduire la pression sur les fabricants et les réseaux logistiques. Ce changement dans les dépenses de consommation améliorera également la résilience, car d'autres chocs toucheront les plus petites pièces du casse-tête de la consommation, ce qui limitera les répercussions inflationnistes à l'échelle de l'économie.

- Cela dit, les deux chocs en Ukraine et en Chine représentent une menace nouvelle pour les liens économiques mondiaux. Comme nous l'avons déjà mentionné, le premier choc a déjà forcé les fabricants d'automobiles européens à fermer temporairement leurs portes. Dans la zone euro (et en Allemagne en particulier), les délais de livraison s'allongent de nouveau rapidement, tandis que l'inflation sur le coût des intrants s'accélère.
- De plus, quelques catégories de produits se démarquent par un resserrement important de l'offre et de la demande. L'Ukraine était un important producteur de néon – un intrant important dans la production des semi-conducteurs. Les sociétés détenaient des réserves de ce gaz avant la guerre, mais plus le conflit perdure, plus désespérée sera la recherche d'autres sources d'approvisionnement.
- Le début de la guerre a également fait grimper les prix du blé, l'Ukraine et la Russie étant d'importants exportateurs mondiaux. Le risque d'une nouvelle hausse des prix plane sur l'économie, car les prix des engrais aux États-Unis ont augmenté de plus de 70 % depuis mai dernier et d'environ 170 % depuis 2019. Les prix ont bondi en même temps que les coûts du gaz naturel et les inquiétudes à l'égard de l'approvisionnement en minerais de la Russie et du Belarus. Une utilisation réduite d'engrais pour contrôler les coûts risque de réduire les rendements agricoles à l'avenir, ce qui renforcera le cycle inflationniste des prix des aliments.
- Un facteur qui pèse sur les chaînes d'approvisionnement et qui n'a pas beaucoup changé est la politique zéro COVID de la Chine. Même si la Chine cherche à atténuer les arrêts de production qui avaient atteint des

Graphique 4 : Les délais de livraison des fournisseurs dans la zone euro s'améliorent peu



Remarque : Un délai de livraison inférieur à 50 indique que les délais de livraison des fournisseurs s'allongent.

Source : S&P Global et Services économiques TD.

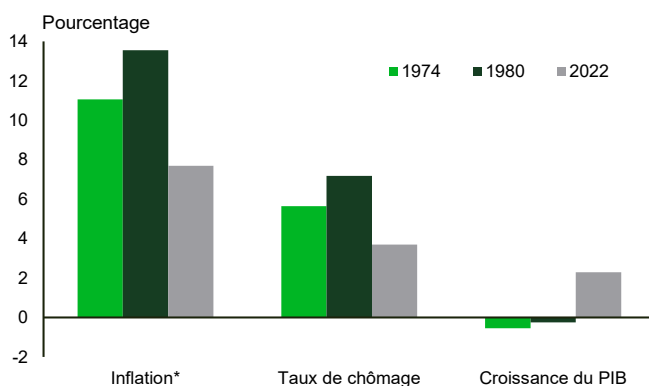
sommets au plus fort de la pandémie, les politiques nationales continuent de créer des tensions. Les problèmes logistiques qui ont été signalés prolongent les délais de livraison des fournisseurs et font croître les stocks de produits finis. Les ports en Chine sont de nouveau aux prises avec des retards.

- Cette fois cependant, certaines sociétés ont été en mesure de s'adapter. Les exportations du Vietnam ont été remarquablement robustes, ce qui donne à penser qu'une substitution de produits est en cours pour répondre à la demande mondiale dans le contexte des mesures de confinement prônées par la Chine. Si l'on ajoute le fléchissement de la demande de biens dans les économies avancées en faveur des services, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement devraient avoir des répercussions globales plus modestes qu'auparavant.

## 5. Stagflation? J'ai lu les nouvelles aujourd'hui... ouf!

- Lire la presse économique ces jours-ci peut certainement susciter de l'anxiété. On y trouve des titres comme : « Le choc mondial de la stagflation de 2022 : jusqu'où ira-t-il? », « Bonjour, Stagflation », « Les liquidités sont les grandes gagnantes dans un marché dicté par les craintes de stagflation ».
- Le terme « stagflation » est souvent utilisé de nos jours, mais il ne provient pas de la théorie économique, et sa définition ne fait pas consensus. Le terme a été créé en 1965 par le chancelier de l'Échiquier du Royaume-Uni pour décrire une période marquée par des taux de chômage et d'inflation élevés au pays.

**Graphique 5 : 2022 ne ressemble pas aux années 1970 ou au début des années 1980**



\* Inflation mesurée par l'IPC, variation sur 12 mois en pourcentage.  
Source : Services économiques TD.

- Le concept est apparu parce que cette période ne cadrerait pas avec le modèle keynésien, selon lequel il existe une relation inverse entre le taux de chômage et l'inflation – c'est-à-dire que lorsque le taux de chômage est élevé, l'inflation est faible, et vice versa. Son utilisation pour décrire le contexte actuel est paradoxale. Les taux de chômage aux États-Unis et au Canada sont à des niveaux incontestablement bas, tandis que l'inflation est élevée, ce qui correspond précisément aux principes de l'économie keynésienne (graphique 5). Certains considèrent que le « stag » de stagflation signifie une faible croissance économique; effectivement, les États-Unis semblent afficher une croissance pour le premier semestre plutôt faible. Toutefois, celle-ci affichait une très forte expansion à la fin de 2021 et est maintenant freinée par une normalisation dans le rythme d'accumulation des stocks et un ralentissement des exportations nettes. La demande intérieure sous-jacente – bien que plus modeste qu'aux premiers jours de la reprise – est toujours résiliente et dépasse la tendance.
- Nous nous attendons également à ce que les pressions inflationnistes diminuent durant les prochains trimestres du fait de la baisse des prix des produits de base, des répercussions de l'année de base, du resserrement de la politique monétaire et des contraintes de capacité sur la croissance qui devraient atténuer les pressions exercées sur la demande dans de nombreux secteurs. Au Canada, l'indice des prix à la consommation (IPC) global devrait culminer au deuxième trimestre en atteignant 6,4 % pour revenir à 4,7 % d'ici le quatrième trimestre, ce qui est nettement supérieur à la cible de la Banque du Canada. De même, l'inflation mesurée par l'IPC aux États-Unis a probablement atteint un sommet au premier trimestre. Nous sommes d'avis qu'elle diminuera légèrement, tout en restant élevée à 6,3 % au quatrième trimestre de 2022, et qu'elle reviendra dans la zone de confort de la Réserve fédérale américaine d'ici la fin de 2023.
- Étant donné que l'inflation demeurera obstinément élevée malgré le ralentissement, les médias pourraient parler de stagflation pendant un certain temps, d'autant plus que les moteurs de l'économie se normalisent par rapport à un rythme de croissance qui se rapproche de 2 % (ou qui pourrait être inférieur à ce taux). Toutefois, nous préférons nous en tenir à l'application traditionnelle, qui nécessite un taux de chômage plus élevé et croissant. C'est la véritable mesure du risque pour l'économie.

## 6. Le point d'ancrage des attentes en matière d'inflation est-il menacé?

- Étant donné que l'inflation atteint des sommets inégalés depuis des décennies dans le monde, il est surprenant que les attentes à moyen et à long terme demeurent raisonnablement stables. Certes, des sondages menés auprès des entreprises et des consommateurs pointent vers une inflation de plus de 3 % au cours des deux prochaines années, mais la croyance selon laquelle les banques centrales pourront contenir l'inflation demeure forte. Les prix des marchés indiquent que les attentes d'inflation sur un horizon de 5 à 10 ans sont stables à environ 2,5 %, taux supérieur à la moyenne depuis 2015, mais conforme aux attentes moyennes avant cette période.
- Les prix des marchés indiquent que l'inflation aux États-Unis pour les cinq prochaines années ne diffère pas fortement des projections de mars de la Réserve fédérale américaine (la Fed). La tendance centrale projetée par les membres du Federal Open Market Committee à la réunion de mars était un taux d'inflation supérieur à 3 % en moyenne pour les trois prochaines années, comparativement aux prix des marchés pour une inflation de 3 % et plus au cours des cinq prochaines années.
- Les attentes inflationnistes en hausse cette année coïncident avec une hausse substantielle des attentes à l'égard du taux des fonds fédéraux, un affaiblissement des conditions financières sur les marchés des obligations et des actions et une révision à la baisse des perspectives de croissance en Europe et en Chine. Selon notre interprétation, les marchés s'adaptent à deux facteurs : 1) un contexte externe moins favorable que prévu et 2) une prise de conscience à l'égard de la politique monétaire et de la nécessité d'opérer un resserrement des conditions financières plus important que prévu. À mesure que cette dynamique évolue, un processus circulaire se met en place pour aider à ancrer les attentes d'inflation à long terme. Il va sans dire que le rythme de la croissance économique doit ralentir par rapport à la tendance actuelle pour atténuer les risques d'inflation.

## 7. Les hausses de taux des banques centrales entraîneront-elles une récession?

- Selon un certain nombre de données prospectives clés ou de mesures du risque, il n'est pas question d'une récession imminente. La courbe des taux présente une pente positive, les indicateurs comme les indices ISM

sont bien ancrés en territoire d'expansion et le marché de l'emploi est extrêmement serré. Toutefois, la plus grande menace qui pèse sur le cycle en ce moment est sans doute la spéculation accrue dans les médias et les milieux d'affaires. En effet, celle-ci peut nuire aux habitudes de dépenses et accroître la volatilité des marchés, ce qui aboutirait à la dynamique la moins souhaitable.

- L'histoire regorge d'exemples où les hausses de taux d'intérêt par les banques centrales ont plongé l'économie dans une récession. Il existe certainement un risque constant que le cycle de hausses rapides des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine (Fed) durant les prochains mois renverse la courbe des taux de façon persistante, alors que les participants au marché signalent leur inquiétude à l'égard de la résilience de l'économie.
- Les banques centrales sont sur la corde raide : elles doivent faire en sorte que la croissance de l'économie glisse sous la tendance de façon à contenir l'inflation, tout en évitant une contraction complète. Comme la croissance tendancielle est estimée à près de 2 %, la marge d'erreur est incroyablement faible.
- Pour ralentir l'économie, les taux augmenteront considérablement dans un délai plutôt court. À l'heure actuelle, les marchés s'attendent à ce que la Fed relève les taux de 250 points de base (pdb) cette année seulement, alors qu'il a fallu quatre ans au Federal Open Market Committee pour les relever de 225 pdb au cycle de resserrement précédent! Autrement dit, d'ici la fin de l'année, la politique des taux devrait passer d'une approche très expansionniste à une approche résolument restrictive. Étant donné les retards entre le moment où les taux d'intérêt sont transmis et celui où ils sont pris en compte par l'économie en général, le temps laissé par les décideurs d'une hausse à l'autre ne sera pas suffisant pour en évaluer les répercussions. Le facteur « temps » est particulièrement important puisque le taux neutre vers lequel les banques centrales se dirigent est une estimation d'une variable non observée. Elle n'est généralement connue qu'une fois qu'elle a été franchie, selon le niveau de faiblesse économique. La probabilité est donc plus grande qu'une erreur de politique se transforme en récession.
- Plusieurs facteurs devront jouer en faveur de la Fed, et une récession n'est pas une hypothèse inéluctable. On estime que les ménages américains ont des économies excédentaires de 2 500 milliards de dollars et que leur patrimoine net s'est apprécié de 30 % par rapport aux

niveaux d'avant la pandémie; il faudra bien plus qu'une correction du marché boursier pour leur nuire. La demande d'emploi doit nécessairement ralentir pour atténuer la dynamique inflationniste axée sur la hausse des salaires. Mais ici aussi il existe une forme de protection en raison de l'inversion de la dynamique, car les besoins en main-d'œuvre des employeurs dépassent actuellement de 1,9 fois la disponibilité des travailleurs. De plus, ce cycle présente toujours une demande accumulée de services, ce qui est inhabituel comparativement aux autres cycles économiques.

- Toutefois, supposons qu'il n'y aura pas d'atterrissage en douceur. Le terme « récession » est utilisé à toutes les sauces, et les analystes qui en font l'usage le définissent rarement de façon appropriée. Il ne faut pas oublier qu'il y a une grande nuance à faire entre les événements de 2008 et ceux du cycle de 2001. Comme le cycle économique des États-Unis n'est pas soumis à l'effet de levier excessif et aux actifs financiers risqués de 2008, une erreur de politique donnerait probablement lieu à une récession mineure, étant donné que les ménages américains sont beaucoup mieux placés pour résister aux pressions. En fait, comme la croissance économique doit atteindre un équilibre inférieur à sa capacité pour atténuer les pressions inflationnistes, si elle devait à peine dépasser sa cible et stagner en territoire légèrement négatif pendant une courte période, cela devrait accélérer le rééquilibrage.

## 8. L'inflation et les taux élevés ébranleront-ils les consommateurs canadiens et américains?

- Les ménages américains et canadiens ont profité d'une amélioration notable et généralisée de leur bilan durant la pandémie. La faiblesse des taux d'intérêt, le report des versements de prêt, l'important soutien budgétaire du gouvernement, l'épargne et le patrimoine accumulés ont tous entraîné une amélioration des indicateurs de risque financier. Les taux de défaillance ont diminué pour l'ensemble des produits financiers et le nombre de ménages devenus insolubles a aussi chuté bien en deçà de la moyenne d'avant la pandémie.
- Malgré cela, la confiance des consommateurs s'est affaiblie au Canada et aux États-Unis durant les dernières semaines, l'inflation élevée et la hausse des taux d'intérêt ayant miné l'optimisme des ménages. Il ne fait aucun doute que les dépenses de consommation réelles diminueront pendant les prochains trimestres en raison de l'érosion du pouvoir d'achat. Par exemple,

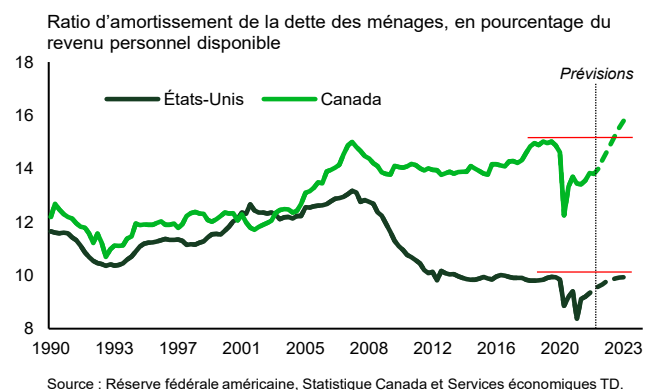
selon les estimations de la Banque du Canada, comparativement à une inflation de 2 %, les Canadiens devraient déboursier 2 000 \$ de plus par année si l'inflation atteint 5 %.

- Par ailleurs, nous nous attendons à ce que la hausse des taux d'intérêt fasse augmenter le coût annuel du service de la dette d'environ 2 800 \$ US par ménage aux États-Unis et de 2 400 \$ CA par ménage au Canada d'ici 2023. Toutefois, par rapport au revenu disponible, les familles américaines devraient avoir plus de facilité que les familles canadiennes à gérer cette augmentation (graphique 6). Compte tenu de ces difficultés, les indicateurs de rendement du crédit (c.-à-d. les taux de défaillance) ont probablement atteint leur creux et devraient commencer à s'apprécier durant les prochains mois. Heureusement, les ménages doivent relever ces défis dans un marché du travail vigoureux. Dans la mesure où la situation se maintient, la plupart des emprunteurs devraient pouvoir respecter leur calendrier de paiements dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, comme ce fut le cas durant la période 2017-2018.

## 9. Les hausses rapides de taux risquent-elles de mettre à mal le marché immobilier au Canada et aux États-Unis?

- Le marché de l'habitation aux États-Unis a été frappé par un ajustement rapide. Le taux moyen des prêts hypothécaires à taux fixe sur 30 ans est actuellement d'environ 5,30 %, ce qui représente une hausse de 225 points de base par rapport à la même période l'an dernier et le taux le plus élevé depuis août 2009. En réaction, le nombre de demandes de prêts hypothécaires a

**Graphique 6 : Les ménages dépenseront davantage pour le remboursement de leur dette durant les prochains mois**

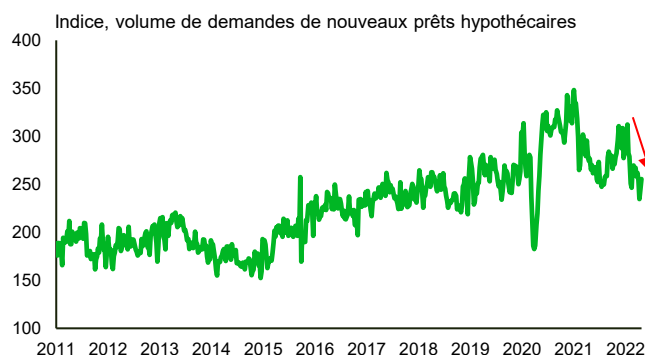




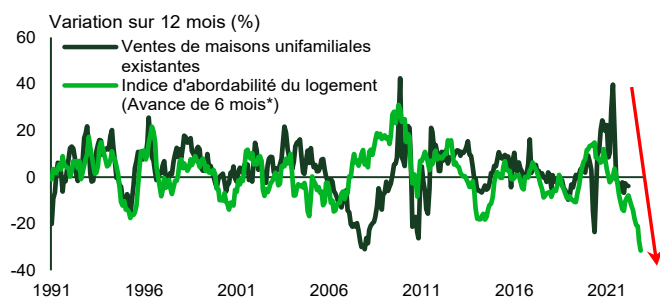
diminué (graphique 7). Le paiement hypothécaire typique pour une maison unifamiliale à prix médian a augmenté d'environ 50 % par rapport à il y a un an, surpassant de loin la croissance du revenu. Nous estimons que l'abordabilité du logement a chuté au niveau de 2006 et que plusieurs indicateurs témoignent de cette baisse (p. ex., maisons neuves en vente, maisons à vendre, demandes de prêts hypothécaires). Il semble également qu'un nombre croissant (mais encore limité) de vendeurs ont commencé à baisser le prix de vente demandé (selon les données de Redfin).

- Le marché a déjà commencé à fléchir, et cette tendance se poursuivra au cours des prochains trimestres (graphique 8). Notre scénario de base mis à jour reflète une baisse d'environ 15 % des ventes de maisons par rapport au sommet atteint au quatrième trimestre de l'année dernière. Toutefois, le resserrement de l'offre combiné à des stocks sur le marché de la revente qui restent près des niveaux les plus bas jamais enregistrés

**Graphique 7 : Baisse des demandes de nouveaux prêts hypothécaires aux États-Unis en raison de la hausse des taux d'intérêt**



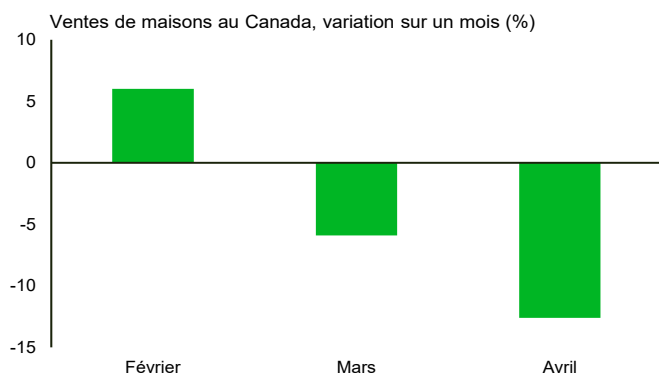
**Graphique 8 : La baisse de l'abordabilité du logement aux États-Unis pointe vers un recul des ventes de maisons**



devraient contribuer à maintenir le ralentissement de la croissance des prix des maisons à un plancher, ce ralentissement devant fléchir jusqu'à un taux à un chiffre comparativement au taux à deux chiffres atteint récemment.

- Nous avons également envisagé un scénario distinct dans le cadre duquel les mesures mises de l'avant par la Fed pour contrer l'inflation nécessiteraient une hausse de 50 points de base supplémentaires par rapport à notre base de référence. Ce contexte de hausse plus marquée des taux d'intérêt aurait pour effet de retirer du marché d'autres acheteurs en raison d'une nouvelle réduction de l'abordabilité. En revanche, la possibilité que la demande continue de s'affaiblir et que les prix diminuent pourrait aussi encourager les vendeurs réticents à faire le saut et à procéder à l'inscription de leur maison. Cette situation permettrait d'atténuer davantage le déséquilibre entre l'offre et la demande et de limiter légèrement la croissance des prix des maisons. Les activités des investisseurs doivent également être surveillées de près. L'an dernier, les investisseurs immobiliers ont acheté près d'une maison sur sept sur l'ensemble du territoire américain, soit le nombre le plus important depuis au moins 20 ans. Dans les marchés affichant une forte croissance des prix, comme Atlanta, Charlotte et Miami – trois villes sur la côte est – les achats de maisons par les investisseurs immobiliers ont connu une augmentation spectaculaire, soit le quart de toutes les ventes conclues en 2021. Contrairement aux personnes qui achètent à plus long terme, les investisseurs sont moins susceptibles de conserver leurs biens lorsque la dynamique de croissance faiblit. Ainsi, la forte présence des investisseurs sur un marché peut accentuer les pressions à la hausse sur les prix, mais également les pressions à la baisse. En bref, les régions qui affichent une plus forte présence d'investisseurs pourraient subir une baisse plus marquée des prix si les taux d'intérêt élevés ou le ralentissement de l'activité économique remettent en question les attentes de rendement à l'égard de ces actifs immobiliers.
- Au Canada, les marchés de l'habitation ont commencé à ralentir en raison de la hausse des taux. Les ventes de maisons ont chuté de 5 % en mars (d'un mois à l'autre), tandis que le prix moyen des maisons chutait de 1,5 %. Les données préliminaires des chambres immobilières donnent à penser que la correction s'est intensifiée en avril (graphique 9). Le mois dernier, les ventes d'habitations ont diminué par rapport au mois précédent à Calgary et à Vancouver, et plongé de près de 30 %

**Graphique 9 : La hausse des taux pèse sur la demande de logements**



Source : Chambres immobilières locales et Services économiques TD.

à Toronto. Cette dernière région semble être l'exception ici, car les conditions de l'offre et de la demande pointent vers des marchés qui favorisent davantage les acheteurs, les prix moyens ayant reculé de 6,4 % au cours du mois. En revanche, les marchés sont demeurés assez serrés à Calgary et à Vancouver, où la croissance des prix semble avoir été plus forte. La surchauffe du marché immobilier à Toronto qui est plus importante que dans les autres régions n'est pas une grande surprise – il s'agit d'un des effets de l'engouement rapide que ce marché a connu et qui a été classé parmi les plus chers au Canada ces derniers mois.

- Nos prévisions de base mises à jour reflètent une baisse de 15 % des ventes de maisons au Canada au quatrième trimestre de cette année en raison de la hausse des taux d'intérêt, avant de rattraper le terrain perdu en 2023. Il s'agit d'une baisse plus prononcée que celle qui est prévue aux États-Unis. Cette baisse reflète des conditions d'abordabilité beaucoup plus défavorables au Canada.
- Le prix moyen des maisons reflétera naturellement cette baisse de la demande pour diminuer d'environ 5 % au quatrième trimestre de cette année. Ce dernier chiffre est stimulé par une forte hausse de 9 % (non annualisée) au premier trimestre, le prix moyen des maisons au Canada devant diminuer d'environ 15 % (écart entre le prix le plus élevé et le moins élevé). Pour mettre ces données en perspective, disons que le prix moyen des maisons, compte tenu des hausses de prix massives observées pendant la pandémie, demeurerait environ à 25 % au-dessus de son niveau prépandémie. Il ne s'agit pas tant d'une correction de marché que d'un rééquilibrage.

- Soulignons que les prix des unités plus chères ont grimpé beaucoup plus fortement durant la pandémie et que ces prix pourraient donc être plus susceptibles de baisser. Cette situation pourrait exercer des pressions à la baisse sur les prix moyens des maisons, car les opérations effectuées à l'une ou l'autre extrémité du spectre des prix ont des répercussions sur ces prix. Nous observons déjà des signes de ce phénomène. Par exemple, le prix moyen d'une maison a diminué en mars (sur un mois), mais les prix de référence (qui ne tiennent pas compte de l'influence de ces facteurs sur la composition) ont augmenté. Par ailleurs, en avril, le prix moyen des maisons dans le plus important marché au Canada (Toronto) a chuté de 6,4 % par rapport au mois précédent, tandis que la chute des prix de référence a été beaucoup moins importante.
- Notre point de vue de base tient compte du fait que la Banque du Canada et la Réserve fédérale américaine ont clos l'année avec un taux directeur à 2,5 %, soit le taux directeur situé au point médian de la fourchette neutre pour les deux banques centrales. Toutefois, il est plausible de penser que la BdC et la Fed augmenteront encore plus leurs taux d'intérêt si l'inflation demeure plus élevée que prévu. Dans un scénario où les taux directeurs atteindraient la limite supérieure de la fourchette neutre (c.-à-d. 3 %) d'ici la fin de l'année, la baisse des ventes au quatrième trimestre pourrait être d'environ 4 points de pourcentage plus élevés en 2022 et la croissance moyenne des prix des maisons pourrait être réduite de 2 points de pourcentage supplémentaires. On assisterait toutefois à une hausse plus marquée des ventes et des prix des maisons l'an prochain, selon le scénario de taux plus élevés, après une baisse plus prononcée en 2022.

## 10. En quoi la politique budgétaire canadienne complique-t-elle le travail de la Banque du Canada?

- Les engagements de dépenses supplémentaires ont été un élément clé des plans budgétaires du gouvernement fédéral et des gouvernements provinciaux au cours de la présente saison des budgets. Les provinces devraient considérablement augmenter leurs dépenses dans les secteurs des soins de santé et de l'éducation au cours des prochaines années. De nombreuses provinces promettent également un allègement fiscal pour les ménages. Celles-ci vantent le fait que cet allègement viendra contrer les conséquences de l'inflation sur le revenu des ménages, mais il ne sera pas nécessairement limité

aux ménages à faible revenu qui sont les plus durement touchés par l'inflation élevée. L'histoire ne s'arrête pas là. Les engagements en matière d'infrastructures (en particulier au niveau provincial) devraient aussi contribuer à la croissance.

- Les engagements en matière de dépenses retarderont le retour à un excédent. En effet, le déficit combiné des quatre grandes provinces et du gouvernement fédéral devrait totaliser 0,7 % du produit intérieur brut (PIB) d'ici l'exercice 2024-2025 (contre 2,9 % en 2021-2022). Parallèlement, les importantes dépenses en infrastructures feront en sorte que le ratio de la dette nette au PIB combiné du gouvernement fédéral et des quatre grandes provinces ne s'améliorera pas de façon significative à moyen terme.
- Somme toute, nous estimons que l'ensemble des mesures provinciales et fédérales bonifieront la croissance d'environ 0,5 point de pourcentage en 2022. Il s'agirait d'un coup de pouce important dans toute situation, mais encore plus dans une conjoncture marquée par des contraintes de capacité et des sommets inflationnistes inégalés depuis des décennies. Lorsque les décideurs prennent des décisions contradictoires, cela peut complexifier le travail de la Banque du Canada qui cherche à stabiliser les dynamiques de l'économie

au moyen de son seul outil, plutôt brutal, soit les taux d'intérêt. Même si le Canada comporte un plus grand risque concernant l'endettement des ménages que ses voisins du Sud et qu'il est généralement considéré comme un pays qui applique une politique de taux d'intérêt légèrement plus faible ou neutre, il est possible que la Banque du Canada doive être plus audacieuse que ses homologues de la Réserve fédérale américaine pour lutter plus énergiquement contre la vague de relance. C'est le défi inhérent aux cycles de resserrement. La banque centrale et les gouvernements ont pris rapidement des mesures de relance lorsque l'économie s'est dégradée sous l'effet de la pandémie, mais on observe généralement plus de lenteur à l'autre bout d'un cycle lorsque des mesures de soutien moins importantes sont nécessaires.

## 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.