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
Derek Burleton, économiste en chef adjoint | 416-982-2514
James Orlando, CFA, économiste principal | 416-413-3180
Leslie Preston, directeur général | 416-983-7053
Thomas Feltmate, économiste principal | 416- 944-5730
Andrew Hencic, économiste principal | 416-944-5307

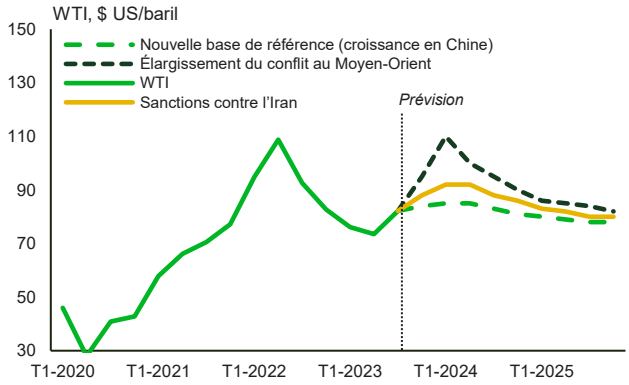
22 novembre 2023

Les marchés des titres à revenu fixe ont connu de fortes fluctuations ces derniers mois, les marchés s'étant ajustés à la nouvelle normalité à l'égard des taux obligataires à long terme. Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a atteint un sommet de 16 ans en octobre, principalement en raison de la réévaluation de la prime à l'échéance. Depuis, les taux sont redescendus par rapport à leurs sommets, mais contribuent toujours au resserrement des conditions financières et font une partie du travail de la Réserve fédérale américaine (Fed). Malgré tout, l'économie américaine est un modèle de résilience. Un ralentissement est inévitable, mais le rendement supérieur de l'économie américaine par rapport à celle des autres pays devrait demeurer un thème clé. En revanche, l'économie canadienne montre des signes évidents d'essoufflement, car les taux d'intérêt élevés se répercutent sur le secteur de l'habitation et sur les ménages fortement endettés. Malheureusement, l'inflation n'a pas suivi, ce qui représente un défi particulier pour la Banque du Canada dans un contexte de ralentissement économique et laisse entrevoir d'autres hausses de taux. Nous doutons que la Banque du Canada aille de l'avant, mais nous croyons tout de même que la Fed doit continuer d'envisager cette possibilité. Nous explorons ces thèmes dans notre plus récente liste de questions et abordons d'autres sujets, comme la recrudescence de l'instabilité géopolitique.

Questions et réponses

1. Que signifie la recrudescence de l'instabilité géopolitique pour les produits de base et les perspectives économiques?
2. Qu'est-ce qui a dicté l'évolution des taux obligataires à l'échelle mondiale ces derniers mois?
3. La nouvelle question pour la Fed consiste désormais à déterminer combien de temps les taux resteront élevés?
4. Pourquoi les États-Unis surpassent-ils les autres pays?
5. Le Canada est-il déjà en récession?
6. Comment les consommateurs canadiens supporteront-ils le poids des taux d'intérêt élevés?
7. Le Canada se dirige-t-il vers une correction encore plus marquée des prix des logements?
8. Quelles répercussions le relèvement des taux d'intérêt aura-t-il sur l'immobilier américain?
9. Combien de carburant reste-t-il aux consommateurs américains?
10. L'inflation ralentit-elle de la même façon au Canada et aux États-Unis?

Graphique 1 : Scénarios relatifs au prix du pétrole



Source : Services économiques TD.

Q1. Que signifie la recrudescence de l'instabilité géopolitique pour les produits de base et les perspectives économiques?

Le ralentissement de la croissance économique mondiale a été largement conforme aux attentes, l'effet retardé des taux d'intérêt élevés s'étant répercuté sur la demande intérieure et ayant freiné l'inflation. Bien que les autorités chinoises aient récemment accru les dépenses en infrastructures financées par les déficits pour assurer un plancher à l'économie, elles se traduisent par une hausse modeste de nos prévisions de croissance mondiale en 2024 (2,7 % contre 2,6 % auparavant).

Toutefois, la conjoncture mondiale est certainement devenue plus difficile sous le poids d'une autre guerre. Le bilan humain du conflit entre Israël et Gaza est bouleversant, mais jusqu'à présent, les répercussions sur l'économie mondiale ont été limitées. L'instabilité géopolitique dans la région se répercute généralement sur l'économie mondiale par l'intermédiaire des marchés pétroliers et d'une hausse de la prime de risque sur les prix. À ce propos, après avoir grimpé en flèche, les prix du pétrole ont fléchi, les efforts diplomatiques ayant permis de limiter l'escalade de la violence dans les régions avoisinantes. En fait, les marchés pétroliers ont de nouveau priorisé un ralentissement de la croissance économique au sein des pays développés comme principal facteur de l'évolution des prix du pétrole, ce qui a fait redescendre le momentum autour de 75 $.

Cela dit, l'existence et la persistance même du conflit accroissent le profil de risque du pétrole et des perspectives économiques mondiales (graphique 1). L'escalade peut prendre de nombreuses formes, notamment le resserrement des sanctions imposées par les États-Unis sur les exportations de pétrole iranien, jusqu'à un conflit régional plus large limitant la circulation dans le détroit d'Ormuz, une voie de circulation pour près de 20 % du pétrole mondial. En cas de conflit régional de plus grande envergure, nous estimons que les prix moyens du pétrole pourraient dépasser 110 $ le baril pendant un trimestre (demeurant au-dessus de 100 $ pendant la majeure partie de l'année prochaine). En revanche, les contraintes du côté de l'offre domineraient la possibilité d'une baisse de la demande, et l'inflation connaîtrait une accélération de plus d'un point de pourcentage au début de l'année prochaine.

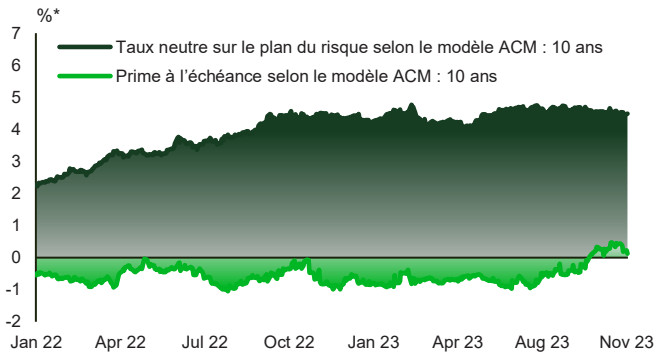
Outre le pétrole, le secteur des produits de base dans son ensemble devrait être relativement peu touché par le conflit entre Israël et le Hamas. Les produits de base autres que le pétrole ont évolué dans une fourchette étroite au cours des derniers mois, les investisseurs tentant d'évaluer les perspectives pour l'année prochaine. Les préoccupations à l'égard de la demande mondiale continuent de limiter les hausses, tandis que les contraintes d'offre et les stocks limités constituent un plancher.

Q2. Qu'est-ce qui a dicté l'évolution des taux obligataires à l'échelle mondiale ces derniers mois?

Même si la Fed n'a pas relevé son taux directeur depuis juillet, le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans a continué d'augmenter au cours des mois suivants pour atteindre 5 % en octobre, un sommet de 16 ans (comparativement à 4 % en juillet). Depuis, les taux ont quelque peu diminué, mais ils restent élevés. Cette situation a amené de nombreux investisseurs à craindre qu'une nouvelle hausse puisse anéantir l'espoir d'un atterrissage en douceur.

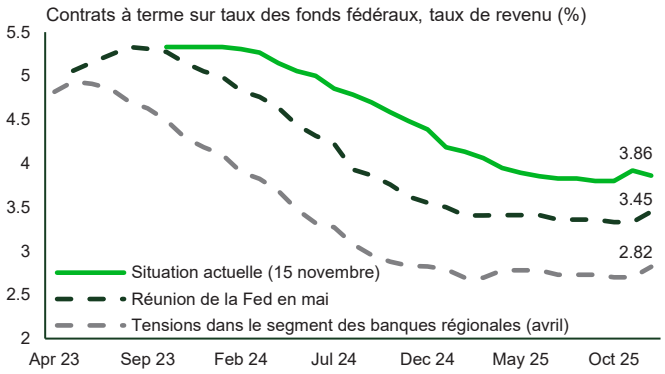
L'évolution des taux dépend de deux facteurs principaux : 1) la trajectoire prévue du taux directeur de la Fed et 2)

Graphique 2 : Les attentes de la Fed sont le principal facteur qui influe sur les obligations américaines à 10 ans, mais la prime à l'échéance augmente



*Fin de la période. Source : Réserve fédérale de New York, Services économiques TD.
Dernière observation : 7 novembre 2023

Graphique 3 : Les marchés reflètent maintenant les attentes quant au maintien des taux plus élevés plus longtemps



Source : Bloomberg et Services économiques TD.

la prime à l'échéance pour les titres assortis de versements fixes. Entre le moment où la Fed a amorcé le relèvement de son taux directeur au début de 2022 et celui où elle a décrété sa dernière hausse, le taux des obligations du Trésor à 10 ans a augmenté de plus de 200 points de base (pdb). Cette augmentation est presque entièrement imputable au déplacement vers le haut de la trajectoire prévue du taux des fonds fédéraux (élevés plus longtemps). Mais depuis juillet, la trajectoire prévue de la Fed s'est stabilisée, tandis que la prime à l'échéance est devenue le moteur de l'évolution du taux à 10 ans (graphique 2).

Les primes à l'échéance augmentent lorsque les investisseurs estiment que le risque de hausse de la trajectoire future des taux des obligations à long terme est élevé, en raison peut-être de la perception d'une hausse de la volatilité de l'inflation, de hausses de taux inattendues de la Fed, voire du risque de défaillance du gouvernement américain. Bien qu'il soit impossible de savoir lequel de ces facteurs a le plus contribué à l'augmentation de la prime à l'échéance ces derniers mois, nous croyons que tous les facteurs entrent en jeu et offrent un fondement logique.

C'est l'une des raisons pour lesquelles nos prévisions de taux ont augmenté au cours de la dernière année. Nous restons d'avis que la Fed devra réduire les taux d'intérêt en 2024, ce qui entraînera un mouvement vers le bas de la trajectoire prévue du taux des fonds fédéraux, mais les risques liés à la prime à l'échéance persisteront. Par ailleurs, même si la banque centrale maintient son engagement à ancrer l'inflation à 2 %, la conjoncture géopolitique a modifié le paradigme économique pour faire fluctuer davantage l'inflation et les taux d'intérêt que dans les années précédant 2019, notamment en raison de facteurs comme la rotation des chaînes d'approvisionnement mondiales en réaction aux guerres, la mise en œuvre de la transition climatique et d'autres priorités en matière de sécurité. Si l'on ajoute à cela la trajectoire insoutenable des finances publiques américaines et la hausse des primes des obligations du Trésor à long terme, les taux devraient rester élevés par rapport à l'histoire récente (voir le rapport).

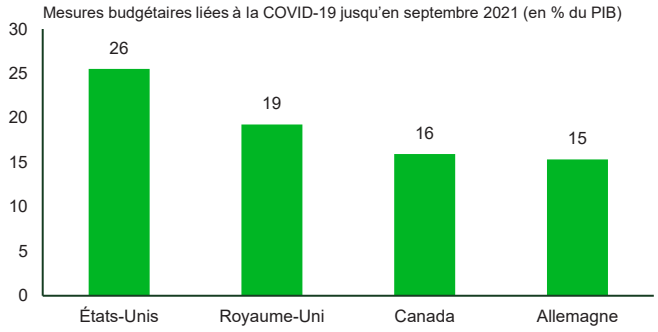
Q3. La nouvelle question pour la Fed consiste désormais à déterminer combien de temps les taux resteront élevés?

Lorsque la Fed a mis à jour ses prévisions économiques en septembre, elle a créé des remous en tablant sur un taux directeur « élevé plus longtemps ». Non seulement prévoyait-elle une nouvelle hausse des taux d'ici la fin de l'année, mais elle a aussi laissé entrevoir un taux directeur de 5 % ou plus l'an prochain. Depuis, les membres de la Fed ont montré moins d'empressement à décréter une autre hausse, mais ils adhèrent toujours à l'idée de taux élevés plus longtemps. Comme nous le soutenons fréquemment, ce ton ferme est nécessaire pour éviter un assouplissement prématuré des conditions financières.

C'est encore plus important maintenant que l'économie a pris de la vitesse ces derniers mois. Les dépenses de consommation ont surpassé les attentes les plus optimistes, ce qui nous a incités à réviser à la hausse nos prévisions à court terme. La Fed a indiqué que l'inflation avait diminué par rapport à ses sommets, malgré la résilience de l'économie, mais il reste à déterminer si l'inflation pourra revenir à la cible de 2 % de la banque centrale si les risques qui pèsent sur la croissance de la demande dépassent les attentes et exercent des pressions sur la capacité de l'économie. À ce stade, la Fed pourrait encore justifier une nouvelle hausse des taux en décembre ou en janvier si les conditions financières deviennent plus souples qu'elle le voudrait. Par la suite, l'orientation de la politique dépendra de la capacité de l'économie à montrer que les taux d'intérêt contribuent à réduire considérablement les gains d'emploi, ce qui reste une condition nécessaire pour maintenir l'inflation à 2 %. Selon nous, cela devrait se produire au second semestre de 2024, ce qui laisse entrevoir un taux directeur s'établissant aux environs de 4,75 % à la fin de l'année. Le taux resterait en territoire restrictif, et la majorité des baisses de taux en vue de sa normalisation est prévue pour 2025 (graphique 3).

La Banque du Canada ne dispose pas d'une période aussi longue. Le PIB stagne déjà depuis le printemps, à cause de la faiblesse des dépenses de consommation, du marché immobilier et du ralentissement du marché de l'emploi.

Graphique 4 : Les mesures de relance liées à la COVID-19 ont été beaucoup plus importantes aux États-Unis que dans les autres pays comparables



Comprend les dépenses supplémentaires ou les revenus non touchés, mais pas le soutien en matière de liquidités ni le passif éventuel. Source : Moniteur des finances publiques du FMI et Services économiques TD.

La structure du marché hypothécaire canadien le rend plus sensible aux taux d'intérêt que celui de son voisin du Sud, et c'est exactement ce qui se produit. Le rendement inférieur de l'économie canadienne et le retard qu'accuse le taux directeur de la Banque du Canada continueront d'accroître les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis. À son tour, le huard pourrait subir davantage de pressions à la baisse au cours des prochains trimestres.

Q4. Pourquoi les États-Unis surpassent-ils les autres pays?

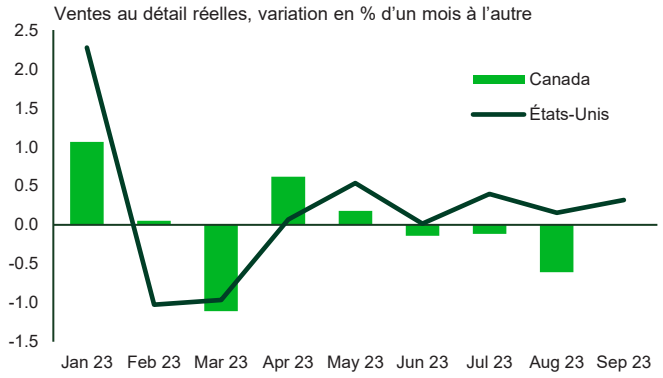
Au troisième trimestre, l'économie américaine a progressé au rythme annualisé exceptionnel de 4,9 % par rapport au trimestre précédent et devrait inscrire une croissance de 2,4 % pour l'ensemble de 2023. Elle surpasse ainsi de loin tous les autres pays du G7 et affiche une performance comparable à celle qu'elle avait enregistrée en 2019, même si le taux des fonds fédéraux est 2,5 fois plus élevé. Quelques facteurs favorisent cette performance supérieure. Le premier et le plus important est un consommateur que rien n'arrête. Au cours de deux des trois derniers trimestres, les dépenses de consommation ont augmenté d'un peu moins de 4 %, soit près du double du rythme de croissance tendanciel. Les ménages continuent de puiser dans l'épargne excédentaire, soutenue par une solide croissance des salaires dans un marché du travail historiquement serré (pour en savoir plus, reportez-vous à la question 9). En fait, un article publié récemment par la Fed montre que le degré d'accumulation et la diminution subséquente de l'épargne excédentaire ont été beaucoup plus importants aux États-Unis que dans la plupart des autres économies avancées. Les États-Unis ont mis en place certaines des mesures de soutien budgétaire les plus importantes durant la pandémie et ont aussi été l'un des seuls pays du G7 à envoyer de l'argent directement aux ménages, que leur situation d'emploi ait été touchée ou non par la pandémie (graphique 4). Pour les ménages, ce gain fortuit a atténué le choc causé par l'inflation élevée et la hausse des coûts d'emprunt.

Les ménages américains ont également profité du fait que leur structure hypothécaire est très différente de celle de la plupart des autres pays. Parce que les Américains sont habituellement nombreux à obtenir des prêts hypothécaires à taux fixe de 30 ans, les propriétaires sont à l'abri d'une hausse des taux d'intérêt. Les dettes hypothécaires représentent les deux tiers de l'endettement global des ménages. Par ailleurs, on estime que 14 millions d'emprunteurs, soit le tiers des soldes hypothécaires impayés, ont refinancé leurs emprunts entre le deuxième trimestre de 2020 et le quatrième trimestre de 2021 à des taux extrêmement bas. En plus de réduire leurs versements hypothécaires mensuels, les emprunteurs ont utilisé le refinancement pour monnayer la valeur nette de leur propriété, libérant ainsi de l'argent à dépenser. La situation est bien différente dans les autres économies avancées, où le fardeau de la dette est plus élevé et où les prêts hypothécaires sont habituellement renégociés plus souvent, exposant ainsi les propriétaires à des frais d'intérêt plus élevés plus tôt dans le cycle économique, ce qui crée un obstacle important aux dépenses des ménages.

Au-delà de la consommation, les investissements des entreprises sont demeurés étonnamment robustes tout au long du cycle de resserrement. Cette situation est attribuable en grande partie aux généreuses mesures incitatives contenues dans les lois adoptées à la fin de 2022 visant la transition vers une économie verte, le rapatriement de la production de semi-conducteurs et l'amélioration des infrastructures américaines. Bien que d'autres pays aient mis en place des incitatifs fiscaux et des subventions pour être concurrentiels dans des secteurs similaires, ils n'ont pu rivaliser avec les généreuses mesures incitatives offertes aux États-Unis.

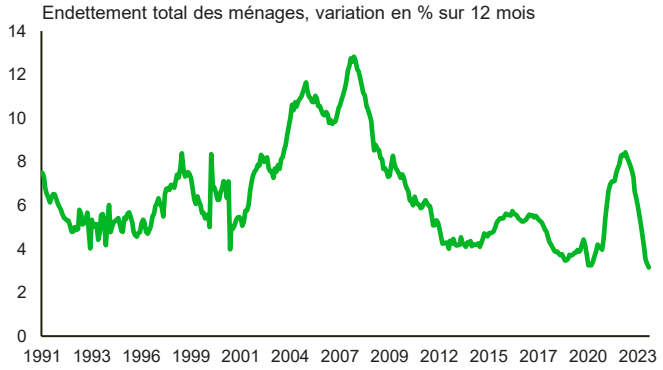
Ces initiatives n'empêchent pas les taux d'intérêt de porter leurs fruits, mais elles ralentissent leur transmission, ce qui crée des décalages plus longs et plus variables qu'au cours des cycles passés. En fait, certains signes de dynamique de fin de cycle sont à l'œuvre. Plus précisément, la hausse des taux de défaillance pour l'ensemble des produits témoigne des difficultés financières des ménages, tandis qu'un nombre croissant de travailleurs cherchent à occuper plus d'un emploi. De plus, le pouvoir d'établissement des prix des entreprises s'estompe, et il devient plus difficile de transmettre la hausse des coûts, alors que les coûts des intrants (de la

Graphique 5 : Les consommateurs canadiens se heurtent à un mur



Source : Statistique Canada, Services économiques TD.

Graphique 6 : La croissance de l'endettement des ménages canadiens fait du surplace



Source : Statistique Canada, Services économiques TD.

main-d'œuvre) demeurent élevés. Cette contraction des marges bénéficiaires des entreprises devrait s'intensifier au cours des prochains trimestres, et provoquer un ralentissement plus prononcé de l'embauche ainsi que des pressions haussières sur le taux de chômag. La croissance économique devrait ralentir et s'établir à 1,4 % en 2024, avant de revenir à son rythme de croissance tendanciel de 1,8 % en 2025.

Q5. Le Canada est-il déjà en récession?

Il est courant pour les analystes de signaler qu'une économie est en récession lorsqu'elle enregistre deux contractions trimestrielles de suite du PIB. En fait, le Canada pourrait afficher un tel résultat lorsque les données du troisième trimestre seront publiées à la fin du mois. Toutefois, le pays ne serait toujours pas en récession. Pour ce faire, trois conditions doivent être remplies : l'ampleur, la portée et la durée. Concernant l'ampleur, la croissance s'est établie au taux annualisé de -0,2 % au deuxième trimestre de 2023 par rapport au trimestre précédent et devrait frôler 0 % au troisième trimestre. La croissance légèrement négative du PIB est statistiquement peu significative et peut facilement être révisée au cours des mois suivants. Par ailleurs, le nombre des emplois a augmenté d'au moins 26 000 par mois. Une économie n'est pas en récession lorsqu'elle affiche un nombre net de nouveaux emplois. La faiblesse du PIB est en partie imputable à des facteurs idiosyncrasiques, comme les feux de forêt et les grèves, plutôt qu'à une récession.

Le deuxième facteur est la portée. Celle-ci fait aussi ressortir l'importance de la faiblesse économique qui se répercute sur le marché du travail. Mais même ici, une mise en contexte du point de vue historique est utile. En 2015, la chute des prix du pétrole a durement frappé l'emploi dans l'Ouest canadien. Le PIB s'est contracté pendant deux trimestres d'affilée. Mais ce recul n'a pas été considéré comme une récession, puisque le choc ne s'est pas propagé aux autres provinces. À l'heure actuelle, 50 % des secteurs, qui représentent 60 % de l'ensemble de l'économie, ont enregistré une croissance positive du PIB depuis le début du deuxième trimestre. Au cours de la même période, 60 % des secteurs ont créé des emplois. En période de récession, ce pourcentage tombe habituellement à seulement 20 %.

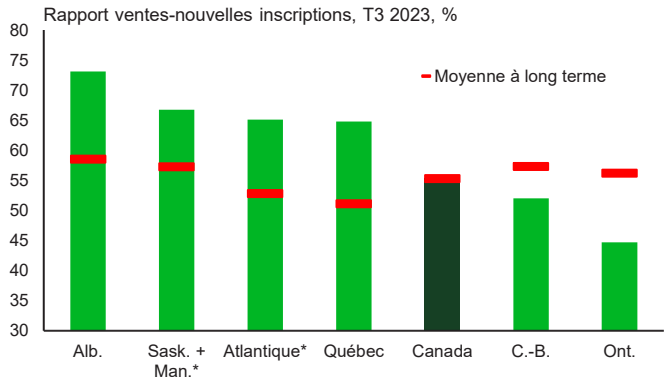
Le dernier facteur est la durée. Indubitablement, la croissance économique a été faible pendant deux trimestres. Mais deux trimestres de faible croissance n'équivalent pas à deux trimestres de croissance nettement négative qui affectent un important groupe de secteurs. Les exigences en matière d'ampleur et de portée sont souvent remplies avant que la durée entre en jeu.

Bien que le Canada ne soit pas en récession, il manifeste clairement des signes de faiblesse et le risque ne peut être écarté pour 2024. Déjà, nos prévisions laissent peu de marge d'erreur, puisque la croissance du PIB devrait être de 0,5 % en 2024, ce qui représente un fort ralentissement par rapport au rythme déjà faible de 1,2 % enregistré cette année.

Q6. Comment les consommateurs canadiens supporteront-ils le poids des taux d'intérêt élevés?

Les consommateurs canadiens ressentent davantage les effets de la hausse des taux d'intérêt que leurs voisins américains. Les dépenses de consommation ont ralenti ou ont stagné au deuxième trimestre. Cette situation était attribuable en partie à divers facteurs spéciaux, mais le troisième trimestre ne nous redonne pas l'espoir d'un rebond (graphique 5). Les consommateurs canadiens, lourdement endettés, ont fortement réagi à la hausse des coûts

Graphique 7 : La faiblesse du marché national de l'habitation découle principalement de l'Ontario et de la Colombie-Britannique



Remarque : valeur plus élevée = resserrement du marché. * Moyenne simple.
Source : Association canadienne de l'immeuble et Services économiques TD.

d'emprunt, ralentissant leur rythme d'emprunt à environ 3 % en rythme annualisé ces derniers mois (graphique 6). À l'exception d'une courte période au début de la pandémie, il s'agit de la plus faible croissance de la dette depuis le début des années 1980.

Même si nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt redescendent de leurs sommets l'an prochain, leur diminution sera probablement lente (reportez-vous à la question 2). Les 38 % de ménages canadiens qui ont un prêt hypothécaire continueront de ressentir les effets de la hausse des taux d'intérêt lorsque viendra le moment de renouveler leur prêt hypothécaire. Selon la Banque du Canada, environ 50 % des prêts hypothécaires contractés avant le début du relèvement des taux d'intérêt seront assujettis à des hausses de 1,5 à 3,5 points de pourcentage des taux par rapport au taux auquel leur prêt leur a été octroyé. Pour le ménage moyen ayant un prêt hypothécaire, l'augmentation cumulative des versements sera de 28 % d'ici la fin de 2024. Nous estimons que la hausse des versements hypothécaires a déjà réduit les dépenses de consommation réelles d'environ 1,5 % en 2023 et que celles-ci diminueront encore de 0,1 % à 0,4 % par année de 2024 à 2027. C'est un facteur déterminant qui explique nos perspectives anémiques à l'égard des dépenses de consommation, qui seront inférieures à celles observées aux États-Unis à moyen terme.

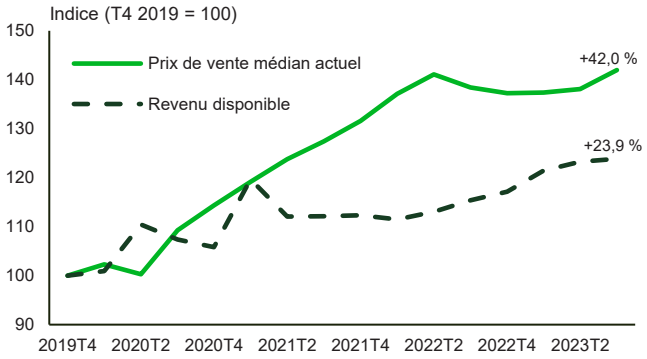
Toutefois, en l'absence d'un repli marqué du marché de l'emploi, le cycle de renouvellement des prêts hypothécaires ne devrait pas déclencher une crise économique. De plus, environ 70 % des prêts hypothécaires contractés au cours des cinq dernières années ont fait l'objet de simulations de crise liée au revenu, ce qui met en confiance. Enfin, contrairement aux Américains, les Canadiens disposent encore de dépôts excédentaires de 140 G$ dans des produits à terme moins liquides. Cette situation porte à croire que les Canadiens ont mis de l'argent de côté en prévision d'une hausse des remboursements de dette. Le fait de mettre à profit ces économies pour contrebalancer tout choc imminent des revenus en atténuerait les effets et favoriserait un cycle de renouvellement ordonné.

Q7. Le Canada se dirige-t-il vers une correction encore plus marquée des prix des logements?

En septembre, nous prévoyions une baisse d'environ 5 % du prix moyen des logements au Canada par rapport à leur niveau du troisième trimestre d'ici au début de l'année prochaine. Nous avons dû amplifier cette baisse pour l'établir autour de 10 %. Ce changement est principalement attribuable à deux facteurs. Le premier est la révision à la hausse de nos prévisions relatives aux taux obligataires. Le deuxième est l'assouplissement plus prononcé que prévu des marchés de l'habitation en Colombie-Britannique et en Ontario. Le rapport ventes-nouvelles inscriptions de l'Ontario, qui s'établissait à 63 % en mai, a chuté à x % en octobre. Il s'agit de son plus bas niveau depuis le milieu des années 1990, lorsque l'Ontario était aux prises avec une correction profonde et prolongée du marché de l'habitation (graphique 7). Une hausse soudaine de l'offre explique en grande partie la détérioration du rapport, à laquelle a contribué la baisse prolongée des ventes.

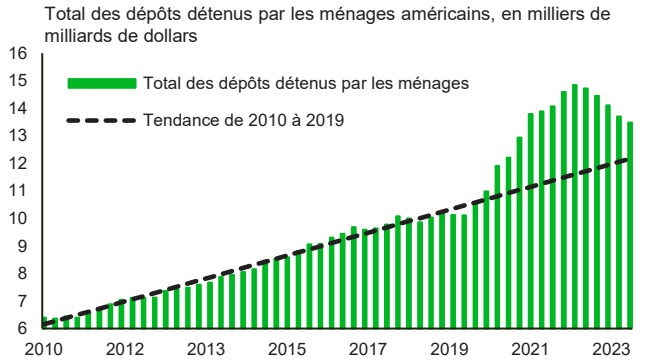
Toutefois, il convient de mettre les choses en perspective. Un recul de 10 % du prix moyen des logements signifierait tout de même une hausse de 15 % par rapport aux niveaux d'avant la pandémie. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada abaisse les taux d'intérêt vers la fin du deuxième trimestre de l'année prochaine,

Graphique 8 : La hausse du prix des logements aux États-Unis a surpassé les revenus



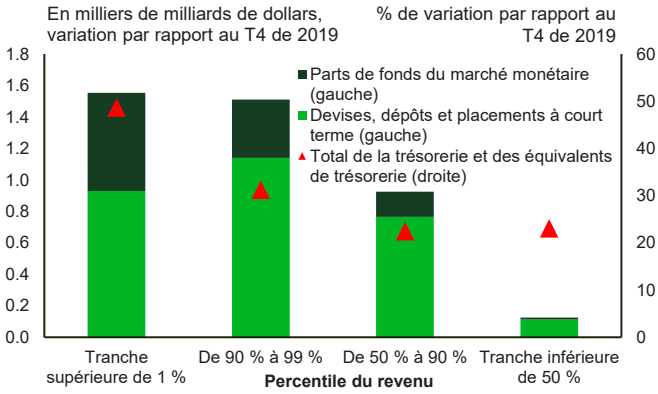
Dernière observation : Troisième trimestre de 2023. Source : National Association of Realtors, Bureau of Labor Statistics, Services économiques TD.

Graphique 9 : Les dépôts en espèces des ménages américains sont encore supérieurs à la tendance



Remarque : Données au deuxième trimestre de 2023. Source : Réserve fédérale américaine et Services économiques TD.

Graphique 10 : La plupart des liquidités restantes sont détenues par ceux dont les revenus sont plus élevés



Remarque : Données pour le deuxième trimestre de 2023. Source : Réserve fédérale américaine et Services économiques TD.

ce qui éviterait un recul plus prononcé. De plus, la forte croissance démographique atténue le potentiel de baisse des prix. Enfin, la situation de l'Ontario et de la Colombie-Britannique diffère de celle du reste du Canada, où d'autres provinces ont profité du resserrement des marchés et d'une meilleure abordabilité. Plus important encore, nous nous attendons à ce que les marchés de l'emploi fléchissent (sans rompre) sous le poids des coûts d'emprunt élevés, soutenant la demande et limitant les ventes forcées.

La possibilité d'une croissance plus faible ou de taux d'intérêt plus élevés que prévu représente un important risque de baisse pesant sur les perspectives. En revanche, il est possible que la hausse de 16 % des nouvelles inscriptions au troisième trimestre se résorbe davantage que nous le prévoyons. Dans un scénario où les nouvelles inscriptions fléchiraient modestement au premier semestre de l'année prochaine (par rapport au léger gain que nous prévoyons), le prix moyen des logements au Canada diminuerait tout de même, mais ce recul serait plus modeste d'environ un point de pourcentage.

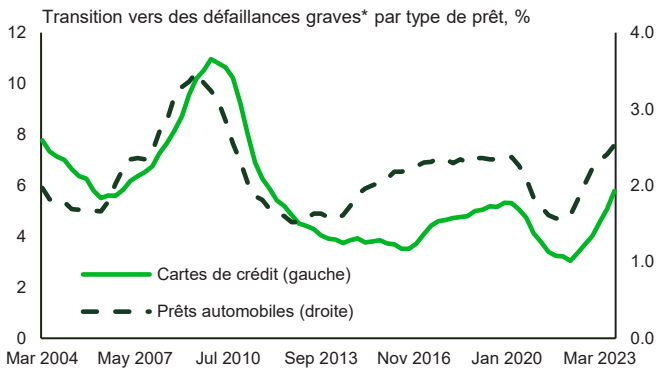
Q8. Quelles répercussions le relèvement des taux d'intérêt aura-t-il sur l'immobilier américain?

L'augmentation des taux des obligations du Trésor a fait grimper les taux hypothécaires d'environ un point de pourcentage au-dessus du niveau où ils s'établissaient avant la dernière hausse de la Fed en juillet. Par conséquent, les reventes de logements ont reculé de 2,7 % entre juillet et septembre, atteignant leur plus bas niveau en treize ans. L'abordabilité s'est détériorée sous l'effet combiné de la hausse des taux hypothécaires et de l'appréciation des prix des logements au cours des trois dernières années qui a largement surpassé la croissance des revenus (graphique 8). Malgré l'effet d'assèchement de la demande, d'importantes contraintes d'offre maintiennent les prix à des niveaux élevés.

De nombreux propriétaires ont des prêts hypothécaires dont le taux est près de la moitié du taux en vigueur. Cette situation crée un obstacle financier pour ceux qui souhaitent déménager et ralentit les inscriptions. Malheureusement, il est peu probable que le marché des logements neufs offre un répit, car les coûts de financement élevés pèsent aussi sur la construction résidentielle. Les mises en chantier de propriétés unifamiliales et multifamiliales ont reculé ces derniers mois, frôlant les niveaux d'avant la pandémie. Cette nouvelle, qui serait bonne pour de nombreux autres indicateurs, l'est moins pour l'offre de logements neufs, étant donné que la population a augmenté de 2 % depuis et que les inscriptions sur le marché de la revente ont plongé d'environ 38 %.

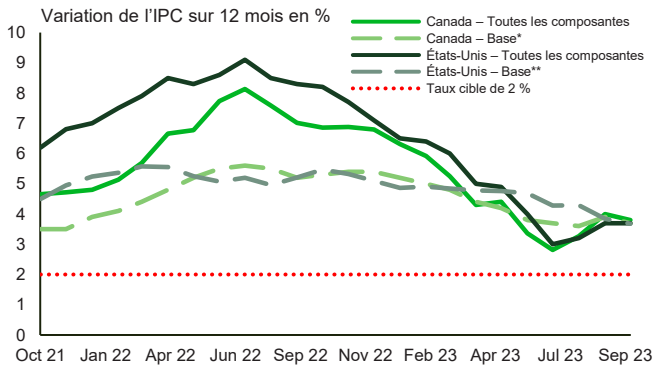
Bien que les taux hypothécaires aient récemment diminué,

Graphique 11 : Hausse des soldes de cartes de crédit et de prêts auto gravement en souffrance aux États-Unis



Remarque : * Plus de 90 jours de retard. Source : Réserve fédérale de New York, Services économiques TD.

Graphique 12 : Convergence des taux d'inflation au Canada et aux États-Unis



* IPC-tronq ** DPC, moins les aliments et l'énergie. Source : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada et Services économiques TD.

une nouvelle baisse devrait être limitée à court terme, car la Fed cherche à se prémunir contre un rebond de l'inflation. Par conséquent, l'offre sur le marché de la revente devrait rester faible et la construction de logements neufs, limitée, de sorte que les prix devraient conserver leurs gains pour l'instant. Toutefois, à mesure que le marché de l'emploi ralentira en 2024, nous nous attendons à ce que les prix commencent à céder du terrain, clôturant l'année en baisse de 2,5 % au quatrième trimestre par rapport au quatrième trimestre précédent.

Q9. Combien de carburant reste-t-il aux consommateurs américains?

Étonnamment, ils ont encore des réserves, ce qui pourrait nous inciter à réviser nos prévisions à la hausse. Comme nous l'avons vu à la question 4, les consommateurs américains ont déjà joué un rôle déterminant dans cette performance supérieure au cours des derniers trimestres. Il ne faut toutefois pas négliger les risques découlant du relèvement le plus prononcé des taux d'intérêt en 40 ans et d'un contexte géopolitique de plus en plus préoccupant. Jusqu'à présent, les dépenses ont été soutenues par trois piliers : la diminution des économies réalisées durant la pandémie, la robustesse du marché de l'emploi et des gains salariaux réels en découlant ainsi que l'accès au crédit. Ces facteurs favorables affichent une vigueur moindre et, dans certains cas, changent de direction.

On estime que les consommateurs disposent toujours d'une « épargne excédentaire » (calculée comme la différence entre les revenus et les dépenses dépassant la tendance d'avant la pandémie) d'un peu plus de 800 G$ au troisième trimestre de 2023, ce qui représente une baisse de près de 65 % par rapport au sommet atteint au deuxième trimestre de 2021. Cette épargne excédentaire devrait s'épuiser d'ici le milieu de 2024. Si nous évaluons plutôt l'épargne excédentaire à l'aide des dépôts bancaires, son montant est plus élevé, soit environ 1 300 milliards de dollars. Mais là encore, le rythme de sa diminution laisse entrevoir un épuisement d'ici au deuxième trimestre de 2024 (graphique 9). Ce coussin est aussi concentré du côté des ménages fortunés (graphique 10) peu enclins à épuiser leur épargne et leur patrimoine. Ainsi, même si le puits n'est pas à sec, l'incidence de la distribution et du montant de l'épargne excédentaire devrait s'estomper avec le temps. Si l'on prend aussi en compte l'absence d'une demande accumulée et le contexte économique incertain, l'épargne excédentaire pourrait ne pas donner lieu à des dépenses aussi robustes à l'avenir.

Le resserrement du marché du travail représente la deuxième source de pouvoir d'achat des consommateurs. Son effervescence a récemment diminué, mais il demeure suffisamment robuste pour soutenir une solide croissance du revenu. Les salaires horaires moyens et l'indice du coût de l'emploi montrent tous les deux que les travailleurs reçoivent encore des augmentations de salaire, même si elles ne sont pas aussi importantes que l'an dernier. Cela devrait continuer d'être le cas, à moins d'une détérioration marquée du marché du travail. Malgré tout, les dépenses de consommation ont surpassé la croissance des revenus ces derniers mois, ce qui pourrait en contraindre certaines personnes à réduire leurs dépenses malgré les gains salariaux.

Le troisième facteur favorisant les dépenses de consommation, soit le crédit, subit de toute évidence des pressions, et les vents ont changé de direction. Les données de la Fed de New York montrent que les soldes de cartes de crédit ont fortement augmenté au troisième trimestre, les consommateurs ayant recours au crédit pour stimuler les dépenses. Au même moment, les banques resserraient leurs critères d'octroi du crédit (comme le révélait l'enquête de la Fed auprès des responsables du crédit des grandes banques [SLOOS]). L'aspect le plus inquiétant est la hausse des taux de défaillance, en particulier pour les cartes de crédit et les prêts automobiles, ce qui donne à penser que certains consommateurs sont de plus en plus surendettés. Si la hausse des taux de défaillance sur les prêts automobiles a ralenti ces derniers trimestres, celle des taux de défaillance sur les cartes de crédit s'est accélérée. Par conséquent, les taux de transition vers les défaillances graves (plus de 90 jours) pourraient encore augmenter pour les cartes de crédit et les prêts automobiles (graphique 11).

En fin de compte, l'état satisfaisant du marché de l'emploi

signifie qu'il reste de l'essence dans le réservoir des consommateurs pour leur permettre de continuer à dépenser, mais l'impulsion des dépenses est contrecarrée par les prix élevés et le solde croissant des dettes, ainsi que les paiements d'intérêts connexes. De plus, on s'attend à ce que les taux d'intérêt élevés fassent encore plus sentir leurs effets au cours des prochains mois. En somme, nous pensons que les consommateurs seront en mesure de tirer leur épingle du jeu sans réduire leurs dépenses, mais l'impulsion donnée à la croissance économique devrait s'atténuer chaque trimestre.

Q10. L'inflation ralentit-elle de la même façon au Canada et aux États-Unis?

Pendant la majeure partie de la dernière année, nous avons souligné à quel point l'inflation s'est beaucoup mieux comportée au Canada qu'aux États-Unis. Non seulement l'indice des prix à la consommation (IPC) global au Canada a atteint un sommet inférieur à celui des États-Unis, mais l'inflation a davantage diminué au Canada jusqu'en juin 2023 (graphique 12). Depuis, les taux d'inflation globale ont convergé des deux côtés de la frontière.

Auparavant, la différence au chapitre de l'inflation des logements expliquait en grande partie les écarts entre les deux pays. En raison des méthodes utilisées aux États-Unis pour calculer le prix des loyers, l'inflation des logements est demeurée à un niveau élevé. Toutefois, maintenant que les loyers augmentent rapidement au Canada et que les frais d'intérêts hypothécaires atteignent des niveaux records, les prix des logements ont convergé avec ceux des États-Unis. Parallèlement, l'inflation des prix des aliments et de l'énergie au Canada a surpassé les hausses de prix observées au pays de l'Oncle Sam.

Pour ce qui est de l'inflation de base, la mesure préférée de la Fed, soit l'inflation de base selon les dépenses personnelles de consommation, a fléchi à environ 3 % en septembre. C'est à ce niveau que se situe l'IPC de base du Canada depuis mai 2023. Et à en juger par l'évolution de l'inflation au Canada, l'inflation aux États-Unis se maintiendra probablement à ce niveau pendant un certain temps, et ce, en raison de deux facteurs. Premièrement, les prix des biens de base ont déjà fortement diminué. Demandez à quiconque cherche à acheter des meubles : il est possible de décrocher des aubaines. Le problème, c'est que les prix des produits, qui avaient flambé au moment de la pandémie, ont maintenant fait l'objet d'une correction complète, ce qui laisse peu de place à une nouvelle poussée baissière. Deuxièmement, les hausses d'inflation passées maintiennent les salaires autour de 5 % dans les deux pays, ce qui exerce des pressions sur les prix des services. En effet, l'inflation des services au Canada devrait s'établir à 4 % sur 12 mois, tandis que l'inflation des biens de base se rapproche de 2 % sur 12 mois. Compte tenu de ces tendances, nous nous attendons à ce que l'inflation globale comme l'inflation de base au Canada et aux États-Unis demeurent supérieures à 3 % pour le reste de 2023 et au début de 2024. Il n'est donc pas surprenant que la Fed et la Banque du Canada prônent l'idée de « taux élevés plus longtemps »!

Disclaimer

This report is provided by TD Economics. It is for informational and educational purposes only as of the date of writing, and may not be appropriate for other purposes. The views and opinions expressed may change at any time based on market or other conditions and may not come to pass. This material is not intended to be relied upon as investment advice or recommendations, does not constitute a solicitation to buy or sell securities and should not be considered specific legal, investment or tax advice. The report does not provide material information about the business and affairs of TD Bank Group and the members of TD Economics are not spokespersons for TD Bank Group with respect to its business and affairs. The information contained in this report has been drawn from sources believed to be reliable, but is not guaranteed to be accurate or complete. This report contains economic analysis and views, including about future economic and financial markets performance. These are based on certain assumptions and other factors, and are subject to inherent risks and uncertainties. The actual outcome may be materially different. The Toronto-Dominion Bank and its affiliates and related entities that comprise the TD Bank Group are not liable for any errors or omissions in the information, analysis or views contained in this report, or for any loss or damage suffered.