

## Note trimestrielle d'information économique

### Auteurs contributeurs

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

Derek Burleton, économiste en chef adjoint | 416-982-2514

James Marple, directeur général | 416-982-2557

Rishi Sondhi, économiste | 416-983-8806

Omar Abdelrahman, économiste | 416-734-2873

Sohaib Shahid, économiste principal | 416-982-2556

Leslie Preston, économiste principale | 416-983-7053

Sri Thanabalasingam, économiste principal | 416-413-3117

Admir Kolaj, économiste | 416-944-6318

James Orlando, économiste principal | 416-413-3180

3 juin 2021

Chaque trimestre, les Services économiques TD publient une série de questions et réponses portant sur des sujets pertinents concernant les perspectives économiques. La séance d'information de ce trimestre commence par les progrès dans la lutte contre la pandémie à l'échelle mondiale et en Amérique du Nord. On examine ensuite l'évolution de la politique budgétaire, les marchés de l'habitation, les prix des produits de base et l'inflation, ainsi que les perspectives financières.

### Questions et réponses

1. [Les cas de COVID-19 se stabilisent dans les économies avancées, mais sont en forte hausse dans les marchés émergents. Quelles en sont les conséquences pour l'économie mondiale?](#)
2. [Comment progresse la distribution des vaccins en Amérique du Nord et à l'échelle mondiale?](#)
3. [Comment les perspectives économiques des États-Unis ont-elles évolué depuis mars?](#)
4. [Quelles sont les répercussions possibles des plans d'action jumelés de Biden?](#)
5. [Comment l'économie canadienne se comporte-t-elle devant une troisième vague difficile?](#)
6. [Quand peut-on s'attendre à une normalisation des marchés de l'habitation aux États-Unis et au Canada?](#)
7. [Quelle est l'incidence des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales sur les États-Unis et le Canada?](#)
8. [Se dirige-t-on vers un supercycle des produits de base?](#)
9. [Les pressions inflationnistes seront-elles soutenues?](#)
10. [Comment les banques centrales réagissent-elles à la perspective d'une hausse de l'inflation?](#)
11. [Le dollar canadien peut-il encore s'apprécier?](#)

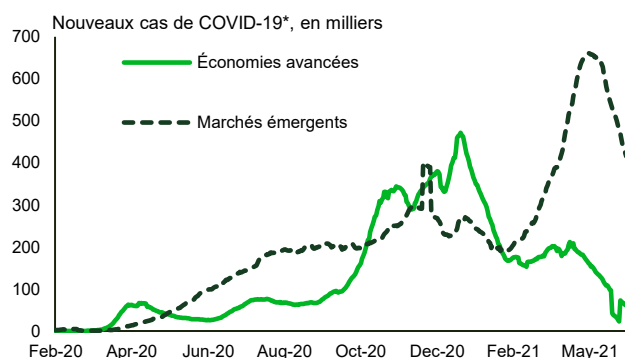
## Q1. Les cas de COVID-19 se stabilisent dans les économies avancées, mais sont en forte hausse dans les marchés émergents. Quelles en sont les conséquences pour l'économie mondiale?

- Étant donné que les nouveaux cas diminuent dans la plupart des économies avancées, la réouverture de l'activité économique est de plus en plus au centre des préoccupations. La plupart des économies avancées devraient connaître une croissance solide au deuxième semestre de cette année, grâce à la distribution généralisée des vaccins et aux politiques de soutien.

En Europe, le début lent de la campagne de vaccination (à l'extérieur du Royaume-Uni) a permis à une troisième vague du virus de frapper dans plusieurs pays. Celle-ci semble maintenant s'estomper. De plus, le fonds de relance de l'UE entrera en vigueur au cours de l'été, ce qui raffermira la reprise.

- Par ailleurs, malgré le soutien des installations COVAX, les taux de vaccination des marchés émergents sont nettement inférieurs à ceux des économies avancées, ce qui a entraîné de fortes hausses des cas, qui n'ont plafonné que récemment (graphique 1). Au Brésil et en Inde, la vague actuelle du virus s'est révélée être la pire à ce jour, submergeant les systèmes de soins de santé et incitant les autorités à introduire de nouvelles restrictions et des mesures de confinement. Ces pays seront probablement les plus lents à se rétablir. Or, comme le Brésil et l'Inde sont des puissances régionales, leur ralentissement influera aussi sur le rétablissement d'autres pays de la région.
- La Chine – la seule grande économie à avoir enregistré une croissance positive l'an dernier – a terminé sa reprise

Graphique 1 : Les cas diminuent dans les économies avancées et ont enfin atteint un plafond dans les marchés émergents



\*Moyenne mobile sur 7 jours.

Sources : OWID et Services économiques TD. Dernière observation: 1 juin 2021.

en V. La croissance chinoise est maintenant en baisse, les autorités ayant délibérément resserré la politique monétaire afin d'orchestrer un retour à une trajectoire plus équilibrée. Le ralentissement en Chine, qui n'est pas une surprise, faisait partie du plan d'action naturel. Les économies de l'Europe et de l'Amérique du Nord obtiendront sûrement les mêmes résultats, une fois qu'elles auront atteint le même stade de reprise qu'en Chine.

- Les risques économiques sont plus équilibrés qu'il y a quelques mois. Le maintien des restrictions, les nouveaux variants du virus, la réticence à se faire vacciner et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement demeurent les principaux risques de baisse de la croissance à court terme. Toutefois, la production et la distribution de vaccins font de solides progrès. Cette situation, conjuguée aux politiques de soutien additionnelles dans certaines grandes économies et à l'épargne excédentaire, offre un contrepoids positif.

## Q2. Comment progresse la distribution des vaccins en Amérique du Nord et à l'échelle mondiale?

- À l'échelle mondiale, la vaccination s'est intensifiée en Europe, mais reste nettement inférieure à celle de l'Amérique du Nord, car seulement 32 % de la population européenne ont été vaccinés jusqu'à maintenant. Ailleurs, la distribution de vaccins dans la plupart des pays émergents reste faible (les Émirats arabes unis et le Chili sont des exceptions notables) et continue d'accuser du retard par rapport aux économies avancées. Au rythme actuel, il faudra attendre au moins jusqu'au milieu de 2022 pour que la plupart des marchés émergents vaccinent 70 % de leur population. Certains marchés émergents à faible revenu pourraient même devoir attendre jusqu'au début de 2023 pour atteindre cette cible.
- De plus, on craint maintenant que certains marchés émergents doivent recommencer la vaccination, selon les vaccins auxquels ils ont eu accès. Les Seychelles étaient considérées comme le pays le plus vacciné au monde, 72 % de sa population étant entièrement vaccinés. Pourtant, le nombre de nouveaux cas d'infection a bondi au début de mai, et on a dû réimposer un confinement. Le gouvernement des Seychelles et l'OMS ont déclaré que la majorité des personnes ayant obtenu un résultat positif n'avaient pas été vaccinées ou n'avaient reçu qu'une seule dose. Malgré tout, alors que des tests sont effectués, on soupçonne que les vaccins Sinopharm et AstraZeneca administrés aux Seychelles

offrent moins de protection, en particulier contre certaines souches comme celle détectée pour la première fois en Afrique du Sud. C'est l'une des raisons pour lesquelles l'Afrique du Sud a cessé d'utiliser le vaccin AstraZeneca.

- Aux États-Unis, l'opération s'est concentrée sur les vaccins à ARNm, dont la distribution rapide a atteint un sommet de plus de 3,2 millions de doses administrées quotidiennement au début d'avril (graphique 2). Bien que le taux de vaccination ait diminué depuis à environ 1,0 millions de personnes par jour, l'administration Biden maintient son objectif de donner au moins une dose à 70 % des adultes américains d'ici le 4 juillet.
- Jusqu'à présent, 41 % de la population américaine ont été entièrement vaccinés et près de la moitié a reçu au moins une dose. Maintenant que les populations plus âgées et plus impatientes de se faire vacciner l'ont été, le processus nécessitera de plus grands efforts. Les États sont déjà en train d'assouplir leurs restrictions, ce qui pourrait avoir pour effet involontaire de réduire l'urgence parmi la population non encore vaccinée, compte tenu, en particulier, des signes manifestes d'un ralentissement important de la propagation du virus.

Selon un sondage effectué à la fin d'avril, la proportion d'Américains non vaccinés qui seraient prêts à être vaccinés était de 36 %, soit le chiffre le plus faible parmi les économies avancées. D'autres rapports soulignent que la volonté de se faire vacciner varie considérablement à l'intérieur du pays, des États comme Hawaï, la Californie, Washington ainsi que ceux dans le Nord-Est étant fortement en faveur de la vaccination, tandis que le reste du pays y l'est généralement moins. Ces différences à

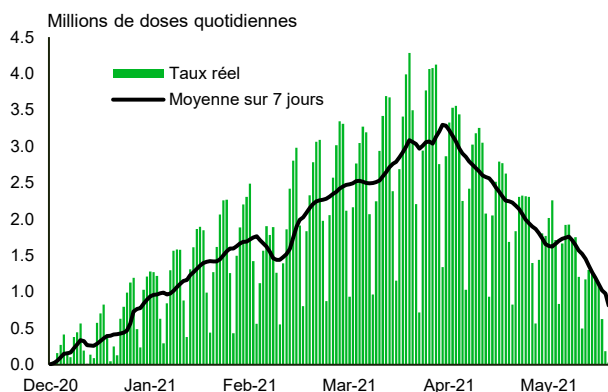
l'échelle du pays constituent un obstacle à l'atteinte de l'immunité collective et expliquent les efforts déployés pour offrir des incitations économiques à la vaccination. Par exemple, l'Ohio a annoncé une loterie hebdomadaire d'un million de dollars pour les personnes vaccinées au cours des cinq semaines suivantes, et d'autres États offrent des billets à des parties de baseball ou d'autres cadeaux pour attirer les gens.

- Le plan de vaccination du Canada a suivi une stratégie consistant à promettre moins et à obtenir plus de résultats. Après un début d'année d'une lenteur pénible, le taux de vaccination d'une première dose de 60 % au Canada est maintenant supérieur à celui de x,x % aux États-Unis (graphique 3).

Toutes les provinces, à l'exception du Manitoba, ont récemment publié des plans de réouverture. Le plan de l'Ontario se démarque, représentant l'approche la plus conservatrice. La première étape du plan commence le 14 juin. Certains fournisseurs de services pourraient ne pas ouvrir avant la fin juillet, au plus tôt. Par conséquent, le redressement de l'économie ontarienne jusqu'à son niveau d'emploi d'avant la crise pourrait prendre plus de temps.

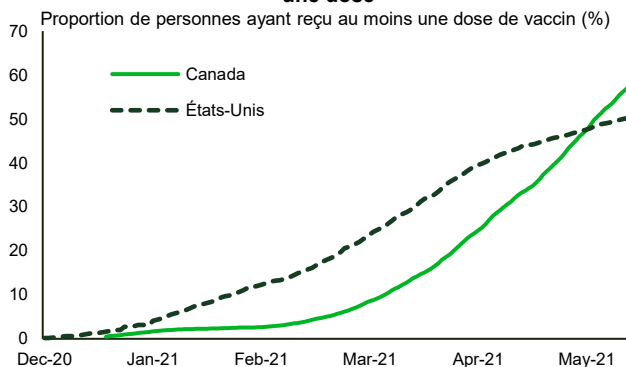
- Par rapport aux États-Unis, le Canada accuse un retard dans l'administration de la deuxième dose (6,0 % contre 41 %) en raison du délai plus grand entre les doses, qui peut aller jusqu'à quatre mois. Selon les lignes directrices officielles, tous les adultes disposés à se faire vacciner le seront entièrement d'ici au début de l'automne. Toutefois, comme le Canada s'attend à recevoir de 48 à 50

**Graphique 2 : Le taux de vaccination aux États-Unis a atteint un sommet au début d'avril et a diminué depuis**



Sources : CDC et Services économiques TD.

**Graphique 3 : Le Canada dépasse les États-Unis pour ce qui est de la proportion de la population ayant reçu au moins une dose**



Sources : OWID et Services économiques TD. Dernière observation : 1 juin 2021.

millions de doses cumulatives d'ici à la fin de juin, la progression pourrait être plus forte que prévu.

- De plus, la réticence à se faire vacciner semble être moins fréquente au Canada. Selon les données de l'Imperial College sur le comportement à l'égard de la COVID-19, 21,1 % de la population adulte non vaccinée du Canada refuseraient de recevoir un vaccin si on le leur offrait, comparativement à un taux de 28,2 % aux États-Unis. Par conséquent, le Canada pourrait acquérir plus facilement une immunité collective, à condition d'appliquer une stratégie plus tactique en ce qui concerne la réouverture des frontières avec les pays qui ne remplissent pas cette exigence.

### Q3. Comment les perspectives économiques des États-Unis ont-elles évolué depuis mars?

- L'économie américaine a dépassé nos attentes durant le premier semestre. Grâce à deux séries de mesures de relance budgétaire et à l'accélération de la vaccination, le PIB réel a effectué un départ fulgurant au premier trimestre et a atteint un taux annualisé (6,4 %) supérieur à notre prévision pour mars (5 %). La progression de l'activité économique surpasse de plus de 1 % le chiffre que nous avons prévu antérieurement pour la première moitié de l'année.
- La consommation a été le principal facteur de cette croissance, les dépenses ayant grimpé de 11 % au premier trimestre, propulsées par un bond de 49 % dans la consommation de biens durables. Les généreuses mesures de soutien du revenu du gouvernement ont permis aux consommateurs de continuer à dépenser malgré le taux de chômage élevé. Et, compte tenu des restrictions imposées aux services, ils ont réorienté leur consommation vers les produits qui étaient accessibles, qu'il s'agisse de meubles, d'appareils électroniques ou même de maisons.
- Les investissements des entreprises dans des produits d'équipement et de propriété intellectuelle ont également poursuivi leur croissance impressionnante (+15 %). Le matériel informatique et les logiciels pour entreprise ont été l'un des secteurs les plus florissants de la reprise.
- Nous nous attendons à ce que le sursaut de la demande, associé à une plus grande liberté de mouvement, se poursuive au deuxième trimestre, stimulé par la dernière série de paiements de 1 400 \$. Les ménages ont accumulé des économies excédentaires de plus de 2 000 milliards de dollars en mars et seront en mesure de

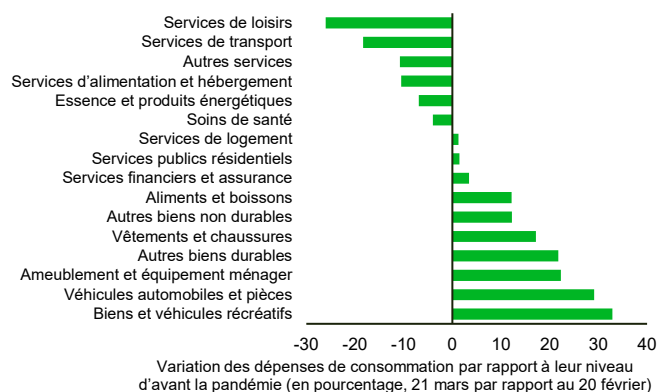
continuer à dépenser lorsque l'économie redémarrera. Toutefois, les achats de biens céderont probablement la place aux achats de services, à mesure que les restrictions seront assouplies (graphique 4). Nous prévoyons que les dépenses consacrées aux services enregistrent une croissance à deux chiffres au deuxième trimestre. Globalement, la croissance des dépenses de consommation devrait dépasser les 13 % et faire grimper le PIB réel de 11 % au deuxième trimestre civil.

- Bien que cette croissance puisse anticiper en partie celle que nous avons projetée pour le deuxième semestre de l'année, nous prévoyons une croissance de 7,0 % en 2021 (contre 5,7 % en mars) et de 4,5 % en 2022. Cette révision à la hausse de la croissance est l'une des raisons expliquant notre décision d'avancer la date prévue du premier relèvement de taux par la Fed, en nous écartant considérablement de son cadrage prospectif actuel (voir la question 10).

### Q4. Quelles sont les répercussions possibles des plans d'action jumelés de Biden?

- Le président Biden a présenté son programme d'action « Build Back Better » (reconstruire en mieux) en consacrant quelque 4 000 milliards de dollars sur 10 ans à toute une série de mesures touchant les infrastructures, la recherche et le développement, l'éducation et la garde d'enfants. L'administration estime que ce programme de dépenses ambitieux sera financé sur une période de plus de 15 ans par des hausses de l'impôt des sociétés et des contribuables à revenu élevé (voir le tableau 1 ci-dessus). Il est peu probable que les plans soient adoptés tels quels, même dans le cadre du processus de réconciliation, mais nous avons dans l'idée qu'un élément important sera intégré au cours des prochains mois.

**Graphique 4 : On s'attend à une réorientation des dépenses vers les services durement touchés**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Services économiques TD.

- Contrairement au plan de sauvetage américain récemment promulgué, qui avait pour but de stimuler l'économie à court terme pour compenser les dommages causés par la pandémie, les politiques du dernier plan de M. Biden visent à accroître la capacité de production de l'économie américaine à long terme au moyen d'investissements dans le capital humain et physique.
- Comme nous l'avons mentionné, et selon le moment choisi, ces plans pourraient bonifier légèrement la croissance du PIB à compter de 2022, mais, étant donné le peu de détails disponibles et les changements qui y seront probablement apportés, toute estimation ponctuelle serait hautement incertaine à ce stade. Selon une fourchette très approximative, les plans pourraient ajouter de 0,3 à 0,5 point de pourcentage à la croissance du PIB en 2022 et un peu plus en 2023 et en 2024. Par la suite, un certain freinage budgétaire se produirait lorsque les dépenses d'infrastructure, après avoir atteint un sommet, diminueraient progressivement.

Au sein des dépenses publiques, les dépenses d'infrastructure ont généralement un effet multiplicateur parmi les plus élevés, mais les projets de ce genre prennent du temps à planifier et à exécuter. Les infrastructures stimulent l'économie non seulement pendant la phase de construction, mais également, comme on l'espère, en augmentant la productivité à moyen terme.

- À moyen terme, le plan destiné aux familles américaines (« American Family Plan ») pourrait relever le taux de participation des femmes au marché du travail, grâce à l'effet combiné des mesures de soutien du revenu sous la forme d'un congé parental rémunéré et du financement direct des services de garde. Les États-Unis ont été à la traîne des autres pays développés au cours des 20 dernières années, de sorte que le taux de participation des femmes au marché du travail était le plus faible parmi les pays du G7 avant la pandémie. Par exemple, si les États-Unis avaient le même taux de participation des mères que le Canada, ils compteraient 4,7 millions de mères de plus sur le marché du travail. Bien que le plan destiné aux familles américaines puisse faire avancer la participation des mères au marché du travail, il est peu probable qu'il comble à lui seul l'écart avec le Canada et d'autres pays. Selon ce plan, les congés de maternité ou parentaux aux États-Unis demeureraient de loin les moins généreux au sein du G7, se limitant à seulement 12 semaines (confor-

mément à la Family and Medical Leave Act de 1993). Le Royaume-Uni, qui offre 39 semaines de congé payé, arrive au deuxième rang à ce chapitre.

## Q5. Comment l'économie canadienne se comporte-t-elle devant une troisième vague difficile?

- Les problèmes entraînés à court terme par la troisième vague de la pandémie ont forcé les provinces à renouveler et à resserrer les restrictions imposées aux activités. À la fin de mars et au début d'avril, de grandes provinces comme l'Ontario, la Colombie-Britannique et le Québec ont adopté des mesures pour limiter l'exploitation des entreprises non essentielles et la mobilité des résidents.

Les données économiques en témoignent, le PIB reculant d'environ 0,8 % et le nombre total d'heures travaillées diminuant de 2,7 % en avril par rapport au mois précédent, la plus forte baisse depuis avril 2020 (graphique 5).

Au fur et à mesure que les vaccins contreront le virus, on s'attend à ce que les provinces assouplissent progressivement leurs restrictions. Toute baisse subie au deuxième trimestre devrait être compensée par une solide remontée au troisième trimestre.

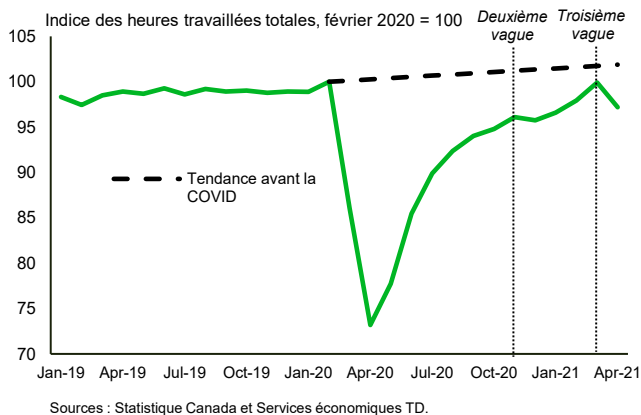
- L'économie canadienne s'est adaptée aux restrictions, ce qui atténue globalement les répercussions économiques négatives. À la fin de 2020 et au début de 2021, le momentum a été plus fort que prévu, malgré les restrictions accrues à l'égard des entreprises dans les grandes provinces. Les derniers budgets du gouvernement fédéral et des gouvernements provinciaux offrent également de solides mesures de soutien à l'échelle du pays.

Au dernier trimestre de 2020, le PIB a fait un gain considérable de 9,3 % (taux annualisé), et il a offert une performance tout aussi impressionnante au premier trimestre, soit 5,6 %.

Les gouvernements fédéral et provinciaux ont annoncé de nouvelles dépenses d'environ 150 milliards de dollars au cours des trois prochaines années. Les deux tiers de ces dépenses, soit 100 milliards, proviendront du fédéral. Comme aux États-Unis, le calendrier et l'effet multiplicateur de ces dépenses sont incertains, mais les nouvelles mesures budgétaires fédérales et provinciales pourraient se traduire par une hausse supplémentaire de 0,3 à 0,6 point de pourcentage du PIB réel cette année et de 0,4 à 1,0 par la suite (voir le rapport).



**Graphique 5 : La troisième vague a entraîné une baisse du nombre total d'heures travaillées en avril**



## Q6. Quand peut-on s'attendre à une normalisation des marchés de l'habitation aux États-Unis et au Canada?

- Les ventes de maisons aux États-Unis ont atteint un sommet en 14 ans vers la fin de l'année dernière, mais elles ont considérablement diminué depuis. Le thème dominant est la pénurie de stocks.
- Les stocks de maisons à vendre se chiffrent actuellement à un peu plus d'un million, ce qui représente un creux record et une baisse de près de 30 % par rapport à l'an dernier. L'offre limitée a entraîné une forte appréciation du prix des maisons, et les principaux paramètres sur 12 mois sont tous à deux chiffres (graphique 6).
- L'augmentation du prix des maisons aux États-Unis a continué de s'accélérer à l'échelle nationale selon l'indice des prix CoreLogic, mais un petit nombre d'États en sont la source principale. Dans la plupart des États, cependant, les augmentations des prix des logements ont ralenti depuis la fin de l'année dernière.

Les constructeurs ont accéléré la construction de maisons, ce qui devrait offrir un répit quant à la progression des prix. Toutefois, la hausse des coûts des intrants représente un autre défi. Par exemple, les coûts du cuivre et du bois d'œuvre ont monté en flèche; à cause de la cherté du bois d'œuvre, notamment, une maison unifamiliale neuve coûte environ 36 000 \$ de plus en moyenne. La conjoncture de marché tendue accroît la probabilité que les coûts soient transférés aux consommateurs.

De plus, comme la tendance des taux hypothécaires est à la hausse, les problèmes d'accessibilité risquent de se faire sentir davantage au cours des prochains

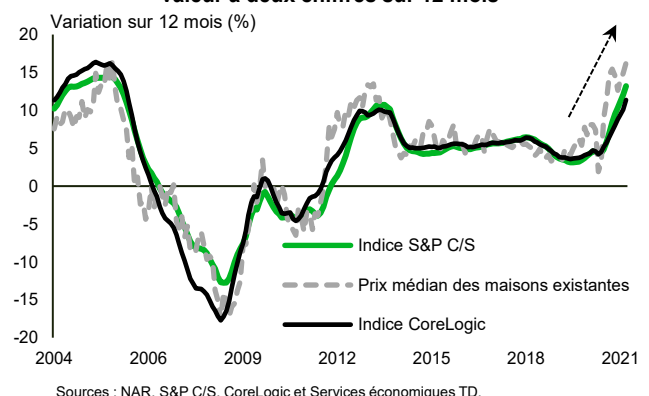
trimestres. Il pourrait en résulter une réorientation d'une partie de la demande vers le marché locatif, en particulier chez les ménages à faible revenu et les personnes dont l'emploi nécessite d'être présent physiquement dans une zone urbaine densément peuplée (p. ex., celles qui travaillent dans les secteurs des loisirs et de l'hôtellerie). Les données sur la location et la recherche d'appartements en ligne indiquent déjà l'émergence d'une demande de logements locatifs plus conforme au schéma habituel dans les centres urbains.

- Au Canada, nous affirmons depuis longtemps que le rythme effréné de l'activité immobilière est insoutenable. Après d'autres sommets atteints par les ventes et les prix au premier trimestre, les chiffres ont fortement diminué en avril.

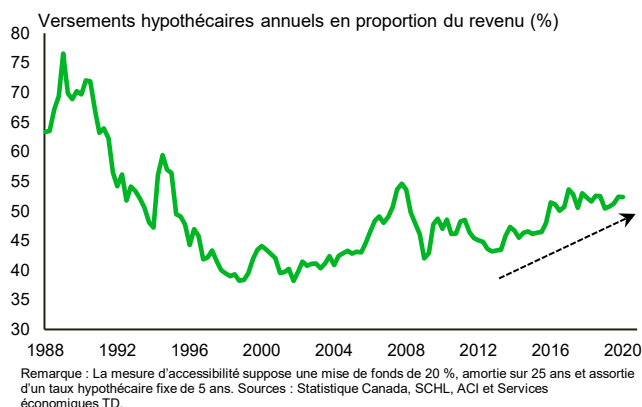
Au Canada, les ventes d'habitations ont fléchi de 13 % en avril, sous l'effet des fortes baisses en Colombie-Britannique et en Ontario. La chute de la demande s'est également fait sentir sur le prix moyen des maisons, qui a diminué de 4 % au cours du mois. Toutefois, une grande inconnue est la mesure dans laquelle la troisième vague de la pandémie a eu une incidence négative sur ces données, et le résultat pourrait s'avérer temporaire.

Même après leur baisse en avril, les ventes et les prix sur ces marchés demeurent exceptionnellement élevés. Au cours des prochains mois, les données indiqueront plus clairement si le repli d'avril n'était qu'une pause ou le début de la tendance au ralentissement.

**Graphique 6 : Toutes les principales mesures des prix des maisons ont bondi pour atteindre une valeur à deux chiffres sur 12 mois**



**Graphique 7 : L'accessibilité au logement se détériore au Canada**



- Pour le deuxième semestre de 2021, nous continuons de prévoir une baisse des ventes d'habitations en raison du resserrement des règles de simulation de crise, de la diminution de l'accessibilité (graphique 7) et de la légère hausse des taux d'intérêt. Toutefois, les prix des maisons devraient rester robustes, en particulier sur le marché des maisons isolées, compte tenu des stocks structurellement limités et de l'amélioration attendue sur le marché du travail.

## Q7. Quelle est l'incidence des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales sur les États-Unis et le Canada?

- Les coûts d'expédition élevés et les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement mondiales entraînent des retards de production chez les fabricants américains, freinent la production et exercent une pression à la hausse sur les prix à la consommation, juste au moment où la demande pour ces produits a bondi. Étant donné le caractère mondial des chaînes d'approvisionnement, jusqu'à ce que la pandémie se résorbe partout dans le monde, ce genre de pénuries et de perturbations risque de persister.

Un exemple bien connu est la pénurie mondiale de semi-conducteurs, qui freine la production de véhicules automobiles aux États-Unis depuis le début de l'année. Les assemblages de véhicules automobiles se sont légèrement améliorés en mars, mais ils restent inférieurs d'environ 13 % à leur niveau moyen des six mois précédant la pandémie. Parallèlement, la demande des consommateurs pour les véhicules a fortement rebondi, ce qui a fait chuter le ratio des stocks de détail par rapport aux

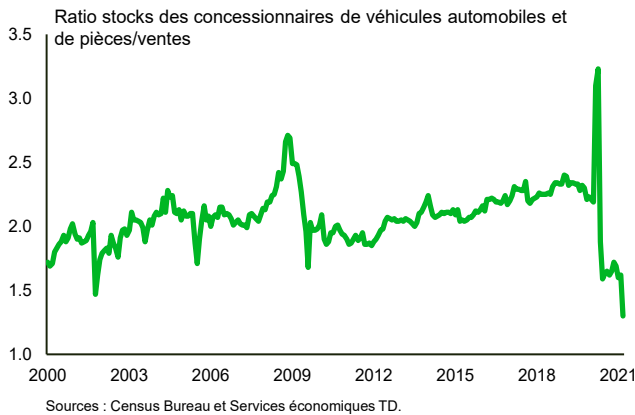
ventes à un très bas niveau (graphique 8). Si les problèmes de production persistent, cela pourrait réduire le rythme des ventes de véhicules à l'avenir.

- Les prix des véhicules neufs ont augmenté plus tôt au cours de la pandémie, mais leur progression n'est que de 1,6 % par rapport aux niveaux d'avant la pandémie (février 2020). Par contre, les prix des véhicules d'occasion ont grimpé de plus de 20 % depuis le début de la pandémie, tendance probablement attribuable à la nouvelle offre limitée chez les concessionnaires ainsi qu'au refus des consommateurs de modifier leurs marques et leurs modèles préférés.

Plusieurs sociétés américaines ont annoncé des hausses de prix en réponse à l'augmentation des coûts des matières premières. Par exemple, le fabricant d'électroménagers Whirlpool augmentera progressivement de 5 % à 12 % ses prix au moins jusqu'à la fin de juin. De son côté, le conglomerat américain Proctor & Gamble a déclaré que ses hausses de prix se situeraient entre 5 % et 10 % et qu'elles entreraient en vigueur à la mi-septembre. Ainsi, la question n'est pas de savoir « si », mais « quand » ces éléments nouveaux se répercuteront sur l'inflation selon l'IPC.

- Par ailleurs, les entreprises sont déjà en train de réduire leur dépendance aux chaînes d'approvisionnement mondiales. Cela les rendra moins vulnérables, mais pourrait aussi avoir pour effet de faire augmenter les prix à moyen et à long terme pour elles-mêmes et pour les consommateurs. Cela pourrait aussi rendre les exportateurs moins concurrentiels.
- Il en va de même pour le Canada. La pénurie mondiale de semi-conducteurs a entraîné un ralentissement de la production dans le secteur de l'automobile. Depuis décembre 2020, les ventes des fabricants de véhicules automobiles et de pièces de rechange ont chuté de 14 % et de 7 % respectivement.
- Les fabricants puisent dans leurs stocks existants pour faire face à ces pénuries d'intrants. Les stocks du secteur de la fabrication de matériel de transport sont à leur plus bas niveau depuis le milieu de 2019, en raison d'une baisse des stocks restants de matières premières et d'autres fournitures. Il faudra probablement encore plusieurs mois pour résoudre ces problèmes d'approvisionnement. Entre-temps, la réouverture de l'économie risque de continuer à alimenter la pression sur les prix dans ces secteurs.

**Figure 8 : Les stocks des concessionnaires automobiles américains sont à des creux records**



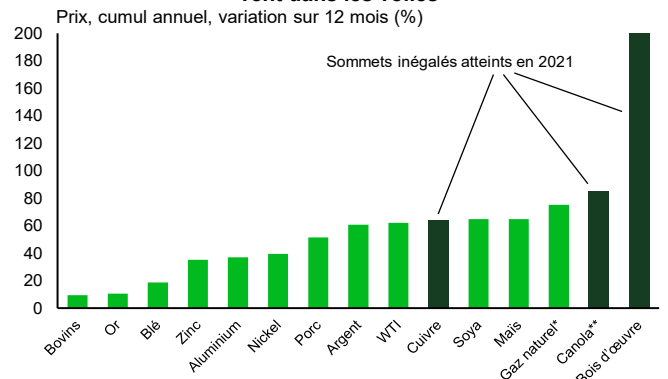
**Q8. Se dirige-t-on vers un supercycle des produits de base?**

- Les marchés des produits de base ont encore le vent dans les voiles (graphique 9). Le cuivre, considéré comme un indicateur de la croissance économique mondiale, a récemment atteint des sommets records à l’instar du bois d’œuvre, du canola, du minerai de fer et du palladium. Cette hausse persistante des prix incite à penser qu’un nouveau supercycle des produits de base est en cours.
- Toutefois, les supercycles des produits de base sont peu nombreux et très espacés. Ils peuvent durer une décennie ou plus et découlent d’une transformation structurelle de la demande à laquelle l’offre tarde à répondre. La demande massive générée par l’industrialisation chinoise est l’élément qui caractérise le supercycle le plus récent, qui a duré du milieu des années 1990 à la fin des années 2000. Cette fois-ci, les mesures de relance budgétaire, le processus de transition vers les énergies propres et le récent sous-investissement dans le secteur des produits de base sont les principaux facteurs qui conduisent à invoquer un supercycle.
- Nous avons le sentiment que, pour la plupart des produits de base, les fluctuations récentes sont attribuables à un décalage temporaire entre l’offre et la demande. Stimulée par l’annonce de mesures de relance budgétaire ambitieuses, la reprise économique mondiale a été beaucoup plus forte que prévu. D’autre part, les contraintes de production et les perturbations des chaînes d’approvisionnement causées par la pandémie continuent de faire grimper les prix. Enfin, des forces financières se sont conjuguées pour amplifier ces déséquilibres. Notamment, la faiblesse du billet vert et

la hausse des attentes d’inflation ont stimulé l’appétit spéculatif pour le complexe des produits de base.

- Dans ce contexte, les forces qui influent sur les prix pourraient effectivement persister jusqu’à la fin de l’année, mais sans que cela remette en question leur nature temporaire. Par exemple, l’OPEP+ réduit progressivement ses quotas de production alors que la demande augmente. Par ailleurs, l’ensemencement et la superficie exploitée devraient réagir à la flambée des prix des cultures. Les marchés de l’habitation aux États-Unis manifestent les signes précurseurs d’un ralentissement, qui atténuera la pression sur les marchés du bois d’œuvre au cours des prochains trimestres, ce qui coïncidera également avec une lente remontée de la production dans les scieries. Tranchant avec ce comportement, la Chine, qui a joué un rôle clé dans le marché haussier des produits de base, a été l’une des premières économies à resserrer ses leviers d’intervention. Une diminution de la demande de produits de base en Chine devrait s’ensuivre.
- Il s’agit là d’une perspective globale, mais certains segments du secteur des produits de base ont souffert d’un sous-investissement qui aura des effets plus persistants. Les marchés du cuivre en sont un bon exemple. Non seulement le métal devrait-il être l’un des principaux bénéficiaires d’une augmentation des dépenses dans les infrastructures vertes, mais l’absence de développement minier ces dernières années entraînera probablement une pénurie à moyen terme. Cela pourrait jeter les bases d’un supercycle du cuivre et de certains métaux de base comparables, surtout si ces plans de relance budgétaire vont de l’avant. Même s’il est encore tôt, on ne peut en dire autant d’autres parties du complexe, comme

**Graphique 9 : Les produits de base ont encore le vent dans les voiles**



\* Les prix du gaz naturel sont les prix au comptant du Henry Hub \*\* Les prix du canola en dollars canadiens sont convertis en dollars américains. Sources : CME, Bloomberg, Random Lengths, WSJ, Solutions FT, EIA, ICE, Réserve fédérale américaine et Services économiques TD.



l'énergie et l'agriculture, où les délais d'exécution des projets d'investissement sont plus courts et où la productivité a augmenté au cours de la dernière décennie.

### Q9. Les pressions inflationnistes seront-elles soutenues?

- C'est la question la plus souvent posée, mais celle à laquelle il est le plus difficile de répondre. Après dix ans d'inflation inférieure à la cible de 2 % de la Fed, la combinaison des mesures de relance budgétaire et monétaire sans précédent et des contraintes d'approvisionnement liées à la pandémie aura presque certainement pour effet de maintenir l'inflation américaine au-dessus de cette cible jusqu'à la fin de l'année et vraisemblablement au-delà. Toutefois, les goulets d'étranglement de l'offre ne dureront pas éternellement et les contraintes du marché du travail devraient diminuer à mesure que la pandémie s'estompera et que les politiques de soutien extraordinaires diminueront. Par-dessus tout, après la montée en flèche de la demande qui accompagnera la réouverture de l'économie, la croissance devrait revenir à la normale et exercer moins de pression à la hausse sur les prix. Il est difficile de déterminer le moment exact où cela se produira, mais aussi longtemps que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées – ce qui semble être le cas –, l'inflation devrait revenir à 2 % à moyen terme.
- En avril, l'inflation selon l'IPC aux États-Unis a augmenté à 4,2 % sur 12 mois, tandis que l'inflation de base (alimentation et énergie exclues) s'est accélérée pour atteindre 3 %, son taux le plus élevé depuis 1996. Toutefois, une partie de la hausse s'explique par le bas niveau des prix d'il y a un an qui servent de point de comparaison (c.-à-d. les effets de l'année de base). Par rapport au niveau des prix d'avant la récession en février 2020, les prix à la consommation de base ont fait un gain modéré de 2,2 %.

Le bond de l'IPC en avril est en grande partie attribuable aux prix des véhicules d'occasion, qui ont augmenté de 10 % durant le mois et représentent plus du tiers de la hausse globale des prix. Il s'agit de la plus forte hausse de prix des véhicules d'occasion jamais enregistrée en un mois.

La demande des consommateurs s'est déplacée rapidement vers les services qui étaient auparavant fermés. En particulier, les secteurs liés aux voyages (billets d'avion, voitures de location, hôtels) ont représenté 22 % de la variation mensuelle en avril. De plus, même si les prix des services de base

sont en train de rattraper leur retard, ils demeurent inférieurs à ce qu'ils auraient été si les tendances d'avant la pandémie s'étaient maintenues.

- Nous prévoyons que les pressions inflationnistes continueront de refléter les disparités entre l'offre et la demande au cours des prochains mois. Alors que les Américains vaccinés commencent à se déplacer dans le pays et à dépenser dans les services, la capacité de plusieurs secteurs ne leur a pas donné la chance d'y répondre. Il faut bien admettre que ces secteurs du tourisme, de l'hôtellerie et de la restauration avaient subi un contrecoup lorsque, après s'être préparés à relancer leurs activités, ils s'étaient heurtés à une nouvelle propagation du virus. Pour que l'offre puisse s'ajuster, il faut donc que les entreprises aient confiance dans la durabilité de cette demande et disposent de suffisamment de temps pour régler la dotation en personnel, l'équipement et les processus.
- Malheureusement, on n'a jamais observé dans le passé, particulièrement depuis que les banques centrales ont commencé à cibler un taux d'inflation, une période où la demande s'est déplacée aussi rapidement entre les biens et les services, en raison des contraintes imposées par une pandémie persistante (fermetures d'écoles et d'entreprises qui, ayant réduit leur personnel, doivent maintenant procéder rapidement à des embauches).

La démobilisation qui a suivi la Deuxième Guerre mondiale a souvent été mentionnée comme exemple d'une période où des changements comparables sont survenus. L'inflation, qui progressait à un rythme à deux chiffres pendant la guerre, a dépassé 10 % en 1947, avant de tomber en territoire négatif en 1949, lorsque l'économie est entrée en récession. L'inflation a été négligeable pendant la majeure partie des années 1950 et 1960, même lorsque la croissance économique a bondi.

L'inflation rapide des années 1970 présente aussi certains parallèles avec la situation actuelle, considérant la contribution du choc de l'offre causé par le prix du pétrole (sur une économie alors beaucoup plus dépendante des ressources qu'aujourd'hui), mais il faut préciser qu'elle suivait une décennie de politiques budgétaires et monétaires qui sont maintenant considérées comme excessivement conciliantes, car les décideurs étaient réticents à réagir au choc de l'offre en resserrant leurs politiques, ce qui a perpétué son impact. L'inflation a finalement été enrayerée par une Réserve fédérale qui s'est

donné pour seul objectif de la réduire, même au détriment de la croissance économique.

- Pour cerner les pressions inflationnistes, en particulier dans le secteur des services, les économistes se tournent habituellement vers l'excédent de main-d'œuvre et les tensions salariales. Comme de nombreuses tendances en temps de pandémie, les signaux sont contrastés.

Du côté des facteurs préoccupants, les emplois vacants se situent à des niveaux records, malgré le chômage élevé, ce qui indique que les employeurs ont de plus en plus de difficultés à pourvoir les postes.

Les tensions salariales semblent plus fortes à l'extrémité inférieure du spectre des salaires. L'indice de croissance des salaires de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta, qui tient compte des changements de composition, montre une accélération des gains salariaux des travailleurs « peu spécialisés » en avril (graphique 10). C'est logique, car bon nombre de ces emplois, qui doivent être exercés en personne, sont devenus plus difficiles et plus dangereux durant la pandémie.

Parmi les facteurs rassurants, beaucoup de travailleurs restent sur la touche, constituant une main-d'œuvre excédentaire qui réintégrera vraisemblablement le marché du travail une fois la pandémie terminée. La sortie hors de la population active durant la pandémie actuelle a été plus importante et plus soudaine qu'au cours de la récession de 2008, et même dans cette situation, la participation s'est rétablie, bien que cela ait pris plusieurs années. Le redressement devrait être plus rapide cette fois-ci. Au fur et à mesure que la crise sanitaire se résorbera, que les écoles rouvriront et que les prestations de chômage accrues expireront, de plus en plus de travailleurs devraient retourner sur le marché du travail, ce qui atténuera la pression à la hausse sur les salaires.

- Au Canada, les pressions inflationnistes ont été modérées jusqu'à maintenant, bien qu'elles se soient accélérées en avril. L'inflation globale des prix à la consommation a augmenté pour s'établir à 3,4 % sur 12 mois en avril, contre 2,2 % en mars, cette hausse étant principalement attribuable aux prix de l'énergie.
- Les prix de base ont aussi augmenté en avril; deux des trois mesures privilégiées par la Banque du Canada, IPC-tronq et IPC-méd, ont atteint 2,3 % en avril, contre 2,1 % en mars. La mesure IPC-comm a également progressé, passant de 1,5 % en mars à 1,7 %.

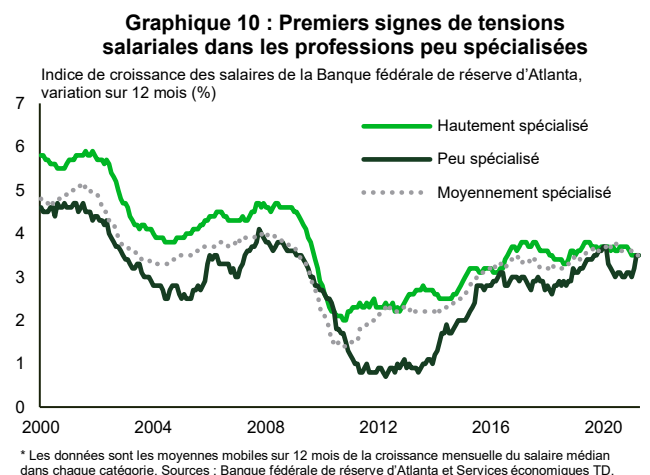
Tout comme aux États-Unis, les pressions exercées sur la chaîne d'approvisionnement, les pénuries de semi-conducteurs et le renforcement de la demande des consommateurs contribuent à la hausse des prix dans certains secteurs de l'économie. Au premier trimestre de 2021, les prix des voitures étaient de 3,1 % plus élevés qu'il y a un an et en hausse de 2,5 % par rapport au quatrième trimestre de 2020. Les prix pourraient augmenter au cours des prochains mois, jusqu'à ce que ces problèmes d'approvisionnement soient réglés.

L'inflation plus faible au Canada est attribuable au fait que l'économie n'a pas été en mesure de rouvrir aussi rapidement qu'aux États-Unis. Il est donc probable que les pressions sur les prix du côté de l'offre ne font qu'attendre leur tour pour se manifester.

Comme aux États-Unis, la réduction des contraintes de la chaîne d'approvisionnement et le retour des travailleurs sur le marché du travail ont de bonnes chances d'atténuer les pressions inflationnistes. De plus, la vigueur du dollar canadien est une force déflationniste qui devrait limiter l'inflation au Canada comparativement à ce qu'elle est aux États-Unis.

## Q10. Comment les banques centrales réagissent-elles à la perspective d'une hausse de l'inflation?

- Comme les données économiques aux États-Unis et au Canada dépassent les attentes, ces économies auront besoin de moins de temps pour se remettre complètement de la pandémie. La Réserve fédérale et la Banque du Canada (BdC) ont répondu à l'afflux de



données positives en révisant à la hausse leurs prévisions économiques pour cette année et au-delà.

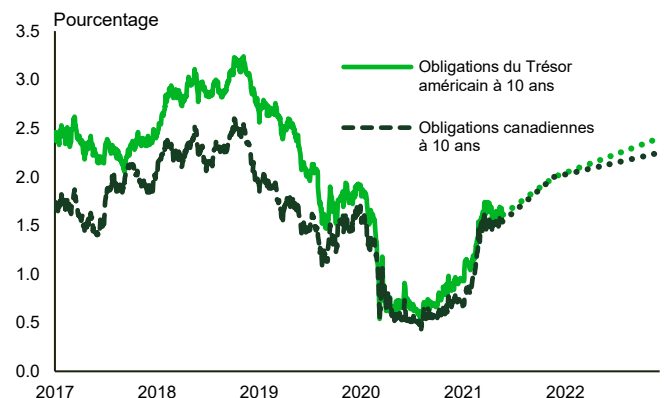
- Du côté de la Réserve fédérale, le résumé des projections économiques montre que l'électeur médian de la Fed estime que le taux de chômage sera inférieur au niveau de plein emploi en 2022 et que l'inflation de base selon les dépenses personnelles de consommation est en voie de s'accélérer pour dépasser les 2 % cette année. Compte tenu de ces perspectives, la Fed aura rempli son mandat général d'ici la fin de 2022, soit un an plus tôt qu'elle l'avait prédit.
- Ces perspectives économiques impliqueraient normalement que la Fed commence à relever son taux directeur à la fin de 2022. Même si la Fed hésite à l'admettre, nous prévoyons provisoirement une première hausse à ce moment-là. Plus important encore, les cours du marché reflètent cette probabilité, ce qui influe directement sur les taux des obligations d'État. Par extension, le taux des obligations à 10 ans devrait augmenter à 2 % d'ici la fin de l'année, pour atteindre environ 2,40 % l'an prochain (graphique 11).
- Nos prévisions pour la Banque du Canada sont semblables à celles de la Fed. Dans son récent Rapport sur la politique monétaire (RPM), la Banque a révisé à la hausse ses perspectives, en indiquant que l'économie était en bonne voie pour se rétablir complètement de la pandémie au deuxième semestre de 2022. Dans le RPM précédent, elle s'attendait à ce que cet objectif soit atteint seulement en 2023. Cela ouvre la possibilité que la BdC hausse les taux en même temps que la Fed à la fin de l'année prochaine. C'est le facteur qui explique la progression des taux au Canada. Comme le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans s'établit à 1,5 %, cette avenue est conforme à notre point de vue quant au début de la phase cyclique de remontée des taux. Au cours des prochains mois, nous nous attendons à ce que cette fixation des prix se raffermisse et pousse le taux des obligations à 10 ans à près de 2 % d'ici à la fin de l'année et à 2,25 % d'ici à la fin de l'année prochaine.
- Autre élément qui étaye nos prévisions relatives aux taux : on s'attend à ce que les banques centrales apportent des ajustements importants à leurs programmes d'assouplissement quantitatif. Déjà, la Banque du Canada a réduit le montant de ses achats hebdomadaires d'obligations d'État (à 3 milliards de dollars canadiens par semaine). De son côté, la Fed n'a pas signalé de

changement de politique et a augmenté son bilan de 120 milliards de dollars américains par mois. Elle maintient son engagement en matière d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que « des progrès importants aient été réalisés à l'égard des objectifs d'emploi maximal et de stabilité des prix du Comité ». Bien que l'économie soit toujours en transition, nous croyons que, d'ici à la fin de l'année, les « progrès importants » souhaités par la Fed auront été réalisés. Par conséquent, nous prévoyons un changement dans les déclarations qui pourrait alimenter la volatilité des taux.

### Q11. Le dollar canadien peut-il encore s'apprécier?

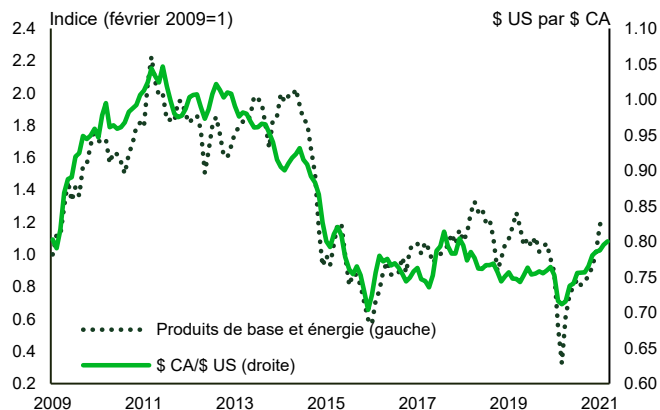
- Oui, mais pas beaucoup. Le dollar canadien a été la monnaie la plus performante du G10 par rapport au dollar américain cette année. Cette situation est attribuable à deux facteurs qui jouent fermement en sa faveur. Le premier concerne la Banque du Canada. Comme nous l'avons vu, elle a dévoilé l'abandon anticipé des objectifs de la politique monétaire, et la clarté de ses intentions contraste avec celle de la Fed. Pour cette raison, les participants au marché font beaucoup plus confiance à la BdC qu'à la Fed pour ce qui est d'intégrer dans leurs prix la perspective d'une hausse des taux. Par conséquent, les taux des obligations canadiennes dont l'échéance va jusqu'à 5 ans sont plus élevés que les taux américains équivalents, ce qui favorise la demande de dollars canadiens. La dernière fois que les écarts de taux ont favorisé le Canada à ce point, le huard a culminé à 84 cents américains, comparativement à 83 cents américains aujourd'hui.

Graphique 11 : Les taux continueront d'augmenter



Sources : Réserve fédérale américaine, Banque du Canada et Services économiques TD.

Graphique 12 : Le dollar canadien suivra les prix de l'énergie



Sources : Réserve fédérale américaine, Banque du Canada et Services économiques TD.

- Le deuxième phénomène qui influe sur le dollar canadien est la montée en flèche des prix des produits de base, qui, comme mentionné plus tôt, repose sur un facteur un peu plus imprévisible (graphique 12). Depuis le début de l'année, les indices des produits de base de la Banque du Canada (énergie et hors énergie) ont progressé de 37 % et de 21 % respectivement. Le dollar canadien a toujours été une monnaie associée aux produits de base pour les investisseurs internationaux, et rien n'a changé à cet égard. Les ressources abondantes du Canada en produits de base sont associées à une hausse des volumes d'exportation et des prix parmi les fabricants canadiens.

- Comme les différentiels de taux d'intérêt indiquent déjà que la BdC précédera la Fed et que les prix des produits de base ont beaucoup augmenté, le huard a un potentiel d'appréciation limité par rapport au billet vert. Toutefois, entre ces deux facteurs, le cycle des produits de base est le plus grand impondérable, et il pourrait entraîner une hausse de la devise sans rapport avec les paramètres fondamentaux. Nous sommes dans l'idée qu'une telle appréciation rendrait la Banque du Canada mal à l'aise, surtout si elle pénalise les exportations canadiennes à l'extérieur du secteur des produits de base. Même si la Banque n'a pas de pouvoir direct sur la devise, elle pourrait utiliser ses communications pour tenter de réduire les attentes du marché.

## 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.