

Prévisions économiques trimestrielles

Les vaccins stimulent les perspectives économiques

Auteurs contributeurs

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

Sohaib Shahid, économiste principal | 416-982-2556

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

Leslie Preston, économiste principale | 416-983-7053

James Marple, directeur général | 416-982-2557

James Orlando, économiste principal | 416-413-3180

Rishi Sondhi, économiste | 416-983-8806

Sri Thanabalasingam, économiste principal | 416-413-3117

Omar Abdelrahman, économiste | 416-734-2873

18 mars 2021

Comme au dernier trimestre, notre mise à jour économique des trois derniers mois est présentée sous forme de questions et de réponses. Nous y posons les questions qui sont selon nous les plus pertinentes en ce qui concerne les perspectives économiques, en commençant par les campagnes de vaccination et les mesures de relance budgétaire. À partir de là, nous examinons les perspectives liées aux dépenses de consommation, au prix des produits de base et à l'inflation, ainsi que leur impact possible sur les marchés financiers. Nous abordons ensuite l'effet contrasté du choc de la COVID-19 sur le marché du travail et les principaux risques à surveiller au cours de la prochaine année. Les projections économiques et financières figurent aux pages 13 à 16.

Questions et réponses

1. [Quelles leçons pouvons-nous tirer du succès des campagnes de vaccination en Israël et au Royaume-Uni?](#)
2. [Comment les perspectives économiques mondiales ont-elles changé vu les nouveaux variants du virus et les campagnes de vaccination?](#)
3. [Quel effet ont eu le déploiement de la vaccination et les mesures de relance budgétaire sur les perspectives à l'égard des États-Unis?](#)
4. [Est-ce que les mesures de confinement plus strictes et le déploiement plus lent de la vaccination feront que l'économie canadienne sera à la traîne?](#)
5. [Comment la prochaine période budgétaire au Canada pourrait-elle influencer sur les perspectives économiques?](#)
6. [Dans quelle mesure l'épargne excédentaire représente-t-elle une source de hausse potentielle des dépenses de consommation?](#)
7. [Comment se comporteront les prix des produits de base dans la foulée de la récente remontée robuste?](#)
8. [L'inflation devrait-elle être source d'inquiétude?](#)
9. [Comment les perspectives financières ont-elles changé dans un contexte de confiance accrue à leur égard?](#)
10. [Quels sont les risques associés aux taux d'intérêt qui demeurent bas trop longtemps? Assistons-nous à une bulle des marchés de l'habitation?](#)
11. [Est-ce que des signes montrent que les reprises évoluent de moins en moins en forme de K?](#)
12. [Quels sont les risques à surveiller en 2021?](#)

Q1. Quelles leçons pouvons-nous tirer du succès des campagnes de vaccination en Israël et au Royaume-Uni?

- Les prévisions de croissance à l'échelle mondiale reposent depuis longtemps sur l'évolution du virus, laquelle dépend de la distribution des vaccins. La reprise économique est nécessairement tributaire d'un déploiement réussi de la vaccination, mais à elle seule, cette condition ne pourra mener à une normalisation complète, du moins à court terme.
- Les premières données en provenance d'Israël et du Royaume-Uni montrent que les vaccins fonctionnent. L'expérience d'Israël indique qu'une seule dose est efficace à 85 % contre le virus, tandis que la vaccination complète est efficace jusqu'à 96 % pour prévenir les formes graves de la maladie. Depuis le pic atteint à la mi-janvier, le taux d'hospitalisations au Royaume-Uni a baissé d'environ 67 %, contre 55 % en Israël.
- Les données les plus récentes en Israël indiquent que la baisse des cas chez les personnes âgées (-79 %), les premières à être vaccinées, a été plus prononcée que chez les jeunes (-42 %). Or, comme le confinement de septembre avait donné des résultats similaires chez les personnes âgées et chez les jeunes, les données donnent à penser que la différence peut ici être attribuée au vaccin. Même au Royaume-Uni, les hospitalisations ont diminué un peu plus rapidement après le troisième confinement qu'après le deuxième (graphique 1).
- L'expérience d'Israël et du Royaume-Uni nous indique que le nombre d'hospitalisations liées à la COVID-19 peut être réduit plus rapidement en concentrant la vac-

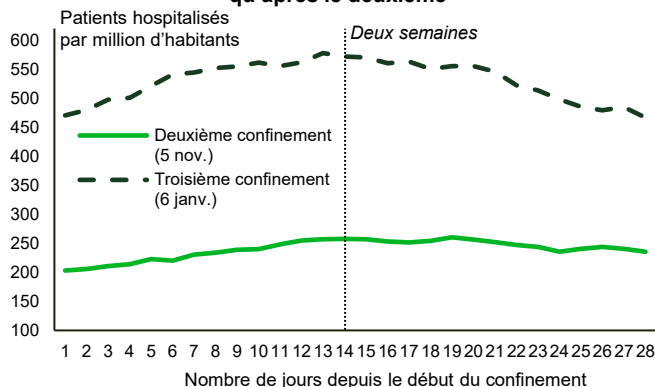
cination exclusivement sur les personnes âgées et sur les personnes qui risquent le plus de développer des formes graves de la maladie. Jusqu'à ce que les personnes âgées soient vaccinées, toute décision qui favorise les rassemblements de personnes jeunes doit être soigneusement évaluée. Les tests de dépistage devraient être plus fréquents et plus accessibles pour les communautés et groupes qui risquent le plus de propager le virus.

- L'immunité collective n'est pas une condition nécessaire pour assouplir les restrictions, mais les incertitudes persistantes sur le plan de la vaccination – impact des nouveaux variants, effet sur la transmission et risques associés à une plus grande réticence au vaccin chez les jeunes – signifient que des restrictions rapides, ciblées et temporaires resteront probablement en place pendant un certain temps.
 - Israël et le Royaume-Uni en sont de bons exemples. Le 7 février, le confinement a été levé en Israël – 41 % de sa population ayant été vaccinée – mais le pays a maintenu des restrictions sur la taille des rassemblements et la capacité maximale dans les restaurants et les événements. De même, le Royaume-Uni, qui avait vacciné 33 % de sa population lorsque le pays a mis fin à une période de confinement complet de trois mois le 8 mars, maintient des restrictions jusqu'au 21 juin.

Q2. Comment les perspectives économiques mondiales ont-elles changé vu les nouveaux variants du virus et les campagnes de vaccination?

- Le début de 2021 a été lent. La remontée des cas après la période des fêtes et les restrictions subséquentes ont freiné la reprise. Le printemps approche toutefois à grands pas. Au-delà du premier trimestre, la distribution généralisée des vaccins, combinée au soutien supplémentaire des politiques dans certaines économies avancées, devrait stimuler la croissance économique au deuxième semestre de cette année.
- Par rapport à nos prévisions de décembre, nous prévoyons une croissance mondiale plus rapide au cours des deux prochaines années. Dans un contexte d'incertitude persistante, nous nous attendons désormais à ce que la croissance mondiale augmente de 6,0 % (5,5 % auparavant) en 2021 et de 4,8 % (4,4 % auparavant) en 2022.

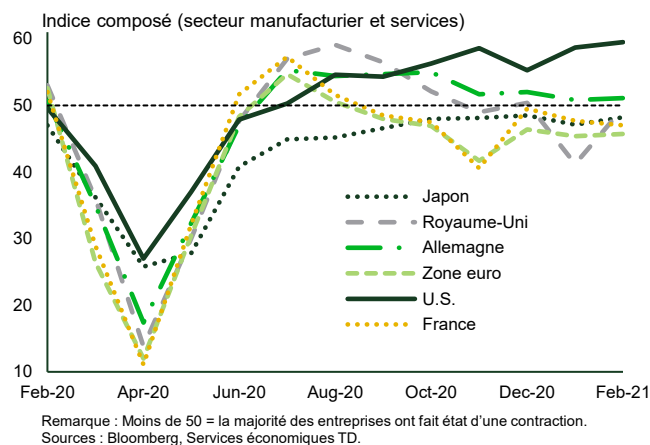
Graphique 1 : Au Royaume-Uni, le nombre d'hospitalisations a diminué plus rapidement après le troisième confinement qu'après le deuxième



Sources : OWID, Services économiques TD.

- Heureusement, le nombre de cas est en baisse et les mesures de confinement devraient être assouplies au cours des prochaines semaines. En Europe toutefois, la baisse du nombre de cas risque de survenir trop tard pour empêcher une autre contraction modérée de l'économie au premier trimestre (graphique 2).
- La révision à la hausse des prévisions de croissance mondiale découle principalement des États-Unis, du Japon et des marchés émergents, excluant la Chine. Les États-Unis et le Japon ont annoncé de nouvelles mesures de soutien budgétaire d'envergure. La tenue des Jeux olympiques d'été au Japon soutiendra également l'activité économique. Par ailleurs, les marchés émergents profitent du faible nombre de restrictions, de la hausse des prix des produits de base, de la reprise du commerce mondial et de l'accélération de la vaccination grâce aux installations COVAX.
- Les prévisions de croissance en Europe et au Royaume-Uni pour 2021 ont été révisées à la baisse. En Europe, la lenteur de la vaccination et le scepticisme élevé à l'égard des vaccins retarderont la réouverture complète jusqu'au deuxième semestre de cette année. Même lorsque l'économie rouvrira, les restrictions sur les déplacements transfrontaliers continueront de freiner la reprise. Par ailleurs, même si la campagne de vaccination se déroule rondement, les restrictions au Royaume-Uni devraient demeurer en place jusqu'à la fin de juin. En outre, le Royaume-Uni part de plus loin par rapport à la majorité des autres économies avancées, car le pays a subi une contraction plus prononcée.
- La Chine a terminé sa reprise en forme de V. Cependant, certains signes donnent à penser que la croissance a atteint un sommet : l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier est à son plus bas niveau en neuf mois, les ventes de biens et de logements se sont stabilisées, les ventes au détail ont ralenti et les importations de produits de base sont en baisse. De plus, les récentes décisions de la Banque populaire de Chine laissent entrevoir un resserrement de la politique monétaire au cours des prochains mois. Collectivement, ces facteurs freineront le rythme de la croissance économique en Chine et pourraient nuire à la reprise dans le reste du monde, qui dépend en partie de la vigueur de la croissance de ce pays.

Graphique 2 : De nouvelles mesures de confinement nuisent



Q3. Quel effet ont eu le déploiement de la vaccination et les mesures de relance budgétaire sur les perspectives à l'égard des États-Unis?

- Les prévisions relatives aux États-Unis ont été revues à la hausse de façon importante depuis décembre, grâce à un soutien budgétaire nettement supérieur à celui dont nous avions tenu compte à ce moment-là. L'évolution du déploiement du vaccin a eu un impact moins important sur l'ajustement de notre point de vue.
- Nous étions optimistes quant au déploiement de la vaccination dans nos prévisions précédentes; nous nous attendions à ce que la population vulnérable reçoive au moins une dose du vaccin d'ici le deuxième trimestre. Les États-Unis demeurent sur la bonne voie pour atteindre cet objectif. Cela devrait accélérer la baisse des hospitalisations et permettre un assouplissement plus durable des restrictions. Comme le pays administre plus de deux millions de doses du vaccin par jour, 19 % de la population a déjà reçu au moins une dose. Ce rythme est conforme à nos hypothèses de base de décembre.
- L'ajustement de nos perspectives a été principalement alimenté par la politique budgétaire, et notre révision à la hausse des attentes de croissance s'est effectuée en deux temps. À la fin de décembre, le Congrès a adopté un programme d'aide de 900 milliards de dollars, ce qui est plus important que le programme de 400 milliards de dollars dont nous avions tenu compte dans nos prévisions précédentes. Les paiements directs de 600 \$ par personne ont déjà stimulé les dépenses de consommation en janvier, ce qui a donné lieu à des améliorations notables de la croissance économique au premier trimestre.

Tableau 1 : Sommaire du plan de sauvetage de l'administration Biden aux États-Unis

Éléments clés	Montant (G\$)
Paiements directs de 1 400 \$ par personne*	410
Aide des États et des administrations locales	350
Prestations de chômage (300 \$ par semaine jusqu'en septembre)	289
Transport, infrastructures, services financiers, éducation autre et main-d'œuvre	268
Aide aux petites entreprises, prestations de retraite, avantages de soins de santé accrus pour les travailleurs et primes de crédit d'impôt	217
Bonification du crédit d'impôt pour enfants, du crédit d'impôt pour revenu gagné et de divers autres crédits	159
Réouverture des écoles de la maternelle à la 12 ^e année	129
Dépistage, traçage et vaccins	122
Total	1,9 billion

* Revenu du particulier inférieur à 75 000 \$ (et ses personnes à charge).
Sources : Tax Foundation, Services économiques TD.

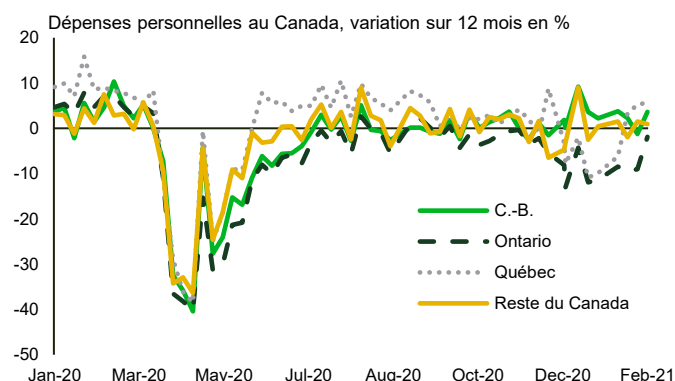
- Avec l'adoption de l'American Rescue Act de 1,9 billion de dollars, on s'attend désormais à ce que le PIB réel augmente de 5,7 % en 2021, comparativement à 4,1 % en décembre (tableau 1). Par conséquent, le taux de chômage diminuera au cours des deux prochaines années pour atteindre 3,8 % en 2022. Étant donné que les paiements directs aux consommateurs et les prestations de chômage d'urgence seront principalement versés en 2021, l'effet de stimulation pour 2022 est plus modeste, la croissance du PIB réel étant révisée à 4,2 % par rapport à 3,3 % en décembre.

Q4. Est-ce que les mesures de confinement plus strictes et le déploiement plus lent de la vaccination feront que l'économie canadienne sera à la traîne?

- L'économie canadienne a fait preuve de résilience face à la deuxième vague de la pandémie et aux nouvelles restrictions. Même si les provinces ont adopté des mesures plus rigoureuses pour contrôler la propagation du virus, le PIB a progressé de 9,6 % (taux annualisé) au quatrième trimestre, ce qui est nettement supérieur aux prévisions consensuelles de 7,5 %. De plus, selon l'estimation éclair de Statistique Canada, la production devrait augmenter de 0,5 % d'un mois à l'autre en janvier, ce qui ouvre la voie à une solide progression de 3,8 % au premier trimestre de 2021.
- Cela ne signifie pas que la croissance économique au Canada n'a pas subi les répercussions des restrictions liées à la deuxième vague. En janvier, les données de

la TD sur les dépenses montraient que les provinces où les restrictions étaient les plus strictes – l'Ontario et le Québec – ont enregistré une baisse considérable des dépenses des ménages par rapport aux provinces où les restrictions étaient plus souples. Toutefois, la croissance de la consommation s'est améliorée dans ces deux provinces avec la levée de certaines restrictions en février. Le Québec, plus particulièrement, a surclassé toutes les autres provinces; à la fin de février, on y observait le plus important gain de consommation (graphique 3).

- Au-delà du premier trimestre, les prévisions économiques dépendent fortement du rythme du déploiement de la vaccination et de l'évolution du virus. Compte tenu des récents problèmes de distribution, les gouvernements devraient lever les restrictions plus lentement que nous l'avions estimé dans nos prévisions de décembre. De plus, les préoccupations liées à la crise sanitaire pourraient continuer de peser sur les dépenses des consommateurs et des entreprises. Par conséquent, au lieu d'une explosion, nous prévoyons une accélération graduelle de l'activité économique au cours du deuxième trimestre. En supposant que la population vulnérable est vaccinée et que les hospitalisations continuent de diminuer, la croissance devrait s'établir en moyenne à 5,3 % au deuxième semestre.
- Étant donné le point de départ plus solide, on s'attend désormais à ce que la production revienne à son niveau d'avant la pandémie au troisième trimestre, soit un trimestre plus tôt par rapport à notre projection de décembre. Nous avons révisé à la hausse notre prévision de croissance annuelle de l'économie canadienne pour 2021, en la faisant passer de 4,9 % à 6,0 %.

Graphique 3 : L'assouplissement des restrictions stimule les dépenses en Ontario et au Québec en février

Source : Services économiques TD. Données les plus récentes : 26 février 2021.

- La croissance économique devrait se poursuivre en 2022, alors que les secteurs d'activité les plus durement touchés se remettent des répercussions de la pandémie. Cela se traduit par une solide croissance du PIB de 3,9 % en 2022.

Q5. Comment la prochaine période budgétaire au Canada pourrait-elle influencer sur les perspectives économiques?

- Dans son Énoncé économique de l'automne de 2020, le gouvernement fédéral a présenté un certain nombre de mesures visant à soutenir l'économie pendant et après la pandémie. L'Énoncé contenait des détails sur l'avenir des mesures de soutien actuelles (Subvention salariale d'urgence du Canada et autres mesures de soutien du revenu), mais prévoyait notamment un montant de 70 à 100 milliards de dollars en fonds non affectés pour les trois prochaines années. Étant donné le peu de détails, nos prévisions de base ne tiennent pas compte de ces mesures de relance, ce qui signifie que nos perspectives pour 2022 comportent un potentiel de révision à la hausse.
 - En supposant qu'un montant de 70 milliards de dollars commence à être injecté dans l'économie au début de 2022 et qu'il est réparti de façon uniforme sur trois ans, la croissance du PIB pourrait atteindre 4,8 %, comparativement à notre hypothèse de base de 4 %. Si les mesures de relance se chiffrent 100 milliards de dollars, la croissance du PIB pourrait atteindre 5,2 % l'an prochain (graphique 4).
 - Une grande incertitude entoure ces estimations, car les retombées des mesures de relance dépendront de la structure des programmes. Par exemple, les transferts directs du gouvernement aux ménages

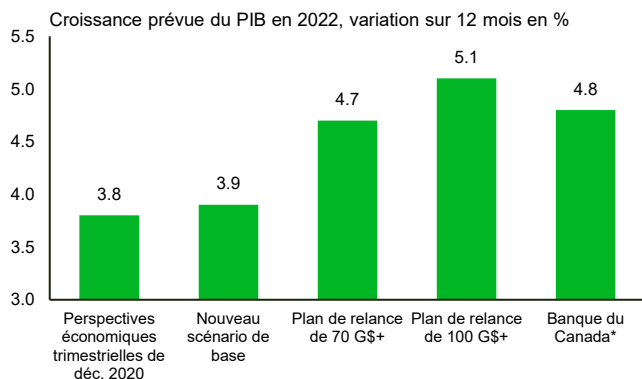
à faible revenu pourraient stimuler les dépenses, mais les investissements en infrastructures pourraient s'échelonner sur plusieurs années et être mis en œuvre lentement dans le cadre des projets visés. Le budget du printemps devrait nous permettre de mieux intégrer les mesures de relance prévues dans nos prévisions.

- De façon plus générale, les gouvernements au Canada ont la délicate tâche de trouver un juste équilibre entre leurs plans pour sortir des déficits historiques de l'année dernière et le processus de reprise. À l'échelle provinciale, le budget 2021 de l'Alberta a donné un premier aperçu de ce que nous réserve l'avenir : le déficit prévu pour l'exercice 2021-2022 a été révisé à la hausse par rapport à l'estimation de l'automne, en raison entre autres d'hypothèses de planification prudentes. Un certain nombre d'autres gouvernements emboîteront probablement le pas à l'Alberta en augmentant leurs estimations de déficit à court terme. En revanche, l'amélioration importante des perspectives de croissance pourrait ouvrir la voie à de belles surprises du côté des revenus.

Q6. Dans quelle mesure l'épargne excédentaire représente-t-elle une source de hausse potentielle des dépenses de consommation?

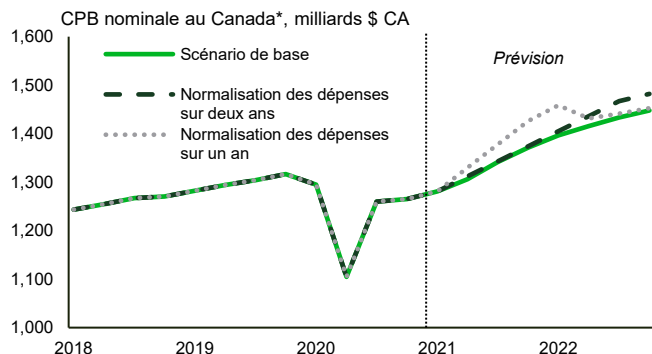
- Grâce à des mesures de soutien du revenu sans précédent de la part des gouvernements et à des gains relativement plus importants dans l'emploi des professionnels à salaire élevé, la croissance du revenu n'a pas suivi le scénario habituel de récession. Au lieu de diminuer, le revenu disponible réel aux États-Unis a inscrit une augmentation annuelle moyenne de 5,8 % en 2020. De plus, le taux d'épargne des particuliers aux États-Unis demeure nettement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie, à 20 % en janvier 2021, stimulé par les paiements de 600 \$ de Washington. Nous estimons qu'au cours de 2020, des montants supplémentaires représentant environ 1,6 billion de dollars ont été mis de côté par rapport aux niveaux de 2019.
- Même si l'épargne n'est pas répartie uniformément et semble plus importante chez les ménages à revenu élevé (dont la propension à la consommation est plus faible), il suffirait qu'une partie de celle-ci soit dépensée pour que les dépenses de consommation augmentent au-delà de nos prévisions actuelles. En supposant que 25 % de cette épargne est consacré aux biens de

Graphique 4 : Les mesures de relance pourraient stimuler la croissance de façon importante en 2022



* Estimation de la Banque du Canada dans le Rapport sur la politique monétaire, 20 janvier 2021.
Sources : Banque du Canada et Services économiques TD.

Graphique 5 : Hausse potentielle importante de la consommation cette année et l'année prochaine



* Taux annuel désaisonnalisé. Remarque : Chaque scénario de normalisation suppose que 25 % de l'épargne excédentaire de 2020 sera dépensée au cours de cette période respective. Sources : Statistique Canada et Services économiques TD.

consommation et aux services au cours des deux prochaines années, le niveau de consommation personnelle serait supérieur de 1,5 % à notre projection de base d'ici la fin de 2022.

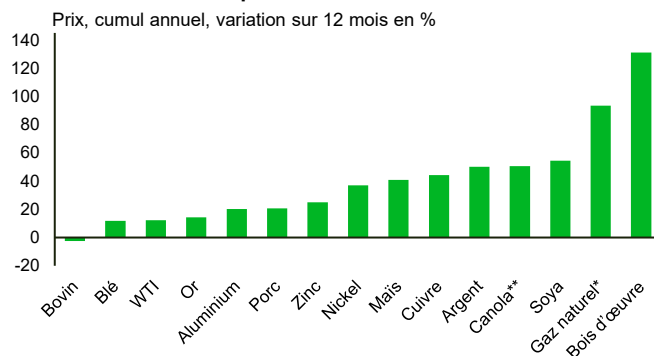
- En effet, l'épargne excédentaire devrait augmenter, car les Américains qui gagnent moins de 75 000 \$ et les personnes à leur charge recevront 1 400 \$ en vertu de l'American Rescue Act (tableau 1). Les paiements sont réduits progressivement pour les déclarants individuels à partir de 80 000 \$ de revenu, pour les chefs de ménage à partir de 112 500 \$ et pour les couples à deux revenus à partir de 150 000 \$. Comme les paiements sont ciblés, il est plus probable que les dépenses soient plus élevées, mais l'épargne accrue constituera une source de hausse potentielle future des dépenses.
- Comme aux États-Unis, l'épargne des consommateurs en fonction d'un taux nettement plus élevé qu'avant la pandémie représente une source potentielle de hausse sur le plan des perspectives économiques du Canada. La combinaison des mesures de soutien budgétaire et des faibles dépenses découlant des restrictions imposées par les gouvernements a fait que les ménages ont accumulé jusqu'à 200 milliards de dollars (9 % du PIB) en épargne excédentaire en 2020.
- Dans nos prévisions de base, nous supposons une normalisation très graduelle du taux d'épargne, les ménages ne retirant que 10 % de leur épargne excédentaire à des fins de consommation au cours des deux prochaines années (graphique 5). Dans ce scénario, la consommation augmente d'environ 5 % par année en 2021 et en 2022. Toutefois, si les consommateurs renouent plus rapidement avec les ratios de dépenses par rapport

à l'épargne d'avant la pandémie en puisant dans les montants mis de côté pour financer des dépenses liées aux ménages, la reprise économique au Canada pourrait être fortement stimulée. Le graphique 6 présente également deux autres scénarios dans lesquels cette normalisation se produit sur une période d'un an et de deux ans. Dans chacun des cas, les ménages dépensent 25 % de leur épargne accumulée au cours de la période respective, ce qui se traduit par une croissance de la consommation d'un point de pourcentage supérieure à nos prévisions de base pour 2021 et 2022.

Q7. Comment se comporteront les prix des produits de base dans la foulée de la récente remontée robuste?

- Toutes les conditions étaient en place pour que le prix des produits de base inscrive une reprise plus rapide que prévu. En fait, ces prix dépassent désormais nettement les niveaux d'avant la pandémie, certains ayant atteint des sommets records (graphique 6).
- Une confluence de facteurs explique ce récent contexte haussier. Les contraintes du côté de l'offre ont stimulé les marchés de l'énergie, de la foresterie, des métaux de base et de l'agriculture, qui ont aussi profité de la vigueur de la demande chinoise. Plus récemment, les attentes à l'égard de la demande du marché se sont raffermies grâce aux efforts liés au déploiement des vaccins à l'échelle mondiale. Dans le même ordre d'idées, les conditions financières, y compris la faiblesse du dollar américain pondéré en fonction des échanges et l'intensification des attentes d'inflation, ont ravivé l'intérêt des investisseurs et l'appétit pour la spéculation à l'égard des produits de base. Cette tendance à

Graphique 6 : Les marchés des produits de base en pleine effervescence



* Les prix du gaz naturel sont les prix au comptant du Henry Hub ** Les prix du canola sont convertis des \$ CA aux \$ US. Sources : CME, Bloomberg, Random Lengths, WSJ, Solutions FT, EIA, ICE, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, Services économiques TD.

la spéculation s'est principalement manifestée après les annonces de politique budgétaire de l'administration Biden et le balayage démocrate au Congrès.

- Le redressement attendu de la croissance mondiale cette année devrait procurer un solide soutien au marché des produits de base. Le marché du pétrole, par exemple, devrait demeurer bien soutenu par la rigueur continue de l'OPEP+ et les attentes de forte demande au cours de l'été. Toutefois, la prudence est de mise. Étant donné que les récentes contraintes du côté de l'offre devraient s'atténuer, un léger recul par rapport aux niveaux actuels pourrait être observé plus tard cette année. Par exemple, la capacité de production excédentaire de l'OPEP+ demeure abondante, et de nombreux producteurs sont prêts à augmenter leur production. Dans l'ensemble du marché des produits de base, une demande plus généralisée à l'extérieur de la Chine sera nécessaire pour maintenir la vigueur actuelle des prix.

Q8. L'inflation devrait-elle être source d'inquiétude?

- Les sources d'augmentation potentielle de la croissance pourraient faire grimper l'inflation plus que prévu. Les importants déficits budgétaires financés par l'achat d'actifs par les banques centrales ont déjà donné lieu à une croissance sans précédent de la masse monétaire (graphique 7).
- Les risques d'inflation resteront faibles tant que des pans importants de l'économie font l'objet de restrictions, mais cela pourrait bientôt prendre fin. Comme mentionné ci-dessus, la possibilité que les dépenses surpassent nos attentes laisse entrevoir un risque réel que la demande dépasse l'offre, une conjoncture par-

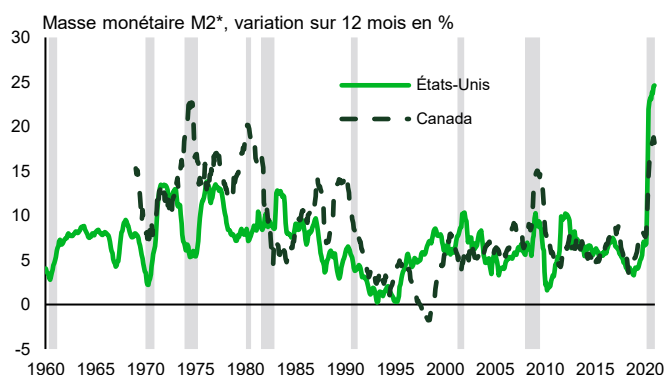
faite pour une hausse des prix. Par ailleurs, le raffermissement de la croissance et les pressions inflationnistes pourraient ne pas entraîner une réaction immédiate des banques centrales, en particulier de la Réserve fédérale, qui s'est explicitement engagée à compenser la faiblesse passée. Cela donne à penser que les risques sont davantage axés sur une inflation plus élevée que sur une inflation plus faible pour la période de prévision.

- Du côté de l'offre, les entreprises axées sur les services disposeront probablement d'une capacité moindre une fois la pandémie terminée. Même si les faillites d'entreprises ont été limitées grâce au soutien du gouvernement, bon nombre d'entre elles ont été fermées pendant des mois; les nouvelles embauches de travailleurs et l'augmentation de la capacité pourraient ne pas suivre la cadence de la demande. En effet, les pressions exercées sur la capacité et la hausse des coûts des intrants sont déjà largement citées dans les sondages auprès des directeurs d'achats et des petites entreprises.

- À long terme, les banques centrales demeurent déterminées à maintenir une inflation faible et stable. Même aux États-Unis, où la Réserve fédérale (Fed) a accepté de laisser l'inflation dépasser la cible de 2 % pendant un certain temps, la situation ne durera pas éternellement. Cela laisse toutefois entrevoir une possibilité de retrait plus rapide de la politique d'assouplissement. De plus, le retrait du soutien monétaire dans un contexte d'endettement public et privé plus élevé sera une tâche plus difficile et pourrait faire grimper la volatilité sur les marchés financiers et au sein de l'économie réelle par rapport aux dernières décennies (de plus amples détails sur ce risque à la question 10).

- Soulignons que les risques d'inflation ne sont pas les mêmes partout. Étant donné l'ampleur des mesures de relance budgétaire dans un contexte de résilience économique soutenue, c'est aux États-Unis que les sources de hausse potentielle semblent les plus présentes. Dans la zone euro, l'inflation globale devrait augmenter temporairement cette année en raison de facteurs ponctuels. À moyen terme, dans la zone euro, c'est une trop faible inflation qui continuera de susciter des préoccupations. Les inquiétudes déflationnistes en Europe avant la crise ont été exacerbées par le raffermissement de l'euro, qui s'est apprécié par rapport au dollar américain et à la livre sterling. En Europe, le vieillissement de la population et les mesures de relance

Graphique 7 : La vigueur de la croissance monétaire est à son plus fort en plusieurs décennies



* Monnaie et dépôts transférables par chèque, à vue, de courte durée.
Sources : Réserve fédérale, Banque du Canada, Services économiques TD.

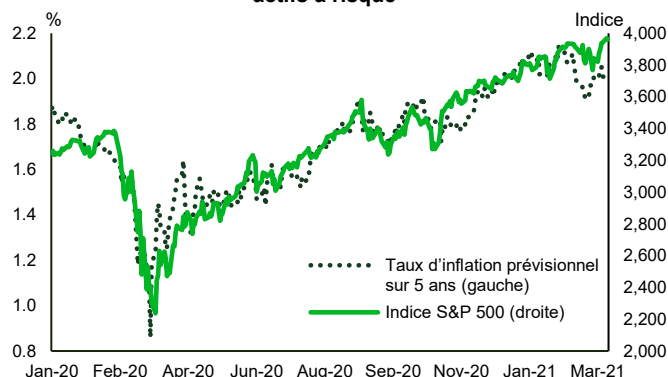
budgétaire moins généralisées à l'égard des ménages par rapport aux États-Unis, conjugués à une réduction plus tardive de l'écart de production, placent la balance des risques de l'autre côté de l'équation. Ces facteurs combinés mettent la Banque centrale européenne dans une situation difficile, dont les options de politique se limitent à des achats d'actifs encore plus importants. Cela accroît la possibilité d'un découplage des attentes d'inflation dans la zone euro, à l'instar du Japon.

- Le Canada se situe quelque part entre les deux. L'économie a été plus durement touchée par la pandémie en 2020 et, par conséquent, la pente sera plus longue à remonter. En même temps, l'endettement plus élevé pourrait limiter davantage la croissance des dépenses au Canada par rapport aux États-Unis, où les bilans étaient plus sains lorsque la pandémie a frappé. Néanmoins, les politiques budgétaires et monétaires expansionnistes pourraient se manifester dans des facteurs autres que l'inflation des prix à la consommation, notamment dans la demande de logements, ce qui fera augmenter encore l'endettement et la vulnérabilité de l'économie aux corrections des prix des actifs.

Q9. Comment les perspectives financières ont-elles changé dans un contexte de confiance accrue à leur égard?

- L'accélération de la croissance et la hausse des attentes d'inflation ont figuré parmi les principaux moteurs des récentes fluctuations des marchés financiers. Le rendement des actifs à risque a suivi de près les mesures du marché quant aux attentes d'inflation au cours des 10 derniers mois (graphique 8). Au début de la crise sanitaire en mars 2020, l'indice S&P 500 a enregistré une baisse de plus de 30 % du sommet au creux, tandis que les attentes d'inflation tenaient compte d'une économie qui connaîtrait plusieurs années de faible inflation. Depuis, le marché boursier a surpassé les niveaux d'avant la pandémie et les points morts d'inflation (l'écart entre les taux nominaux et les titres indexés sur l'inflation) ont dépassé la cible de 2 % de la Fed.
- Si la Fed atteint ses objectifs d'emploi et d'inflation plus tôt que prévu, il serait logique qu'elle relève son taux directeur plus rapidement. À la lumière des importantes révisions à la hausse des perspectives américaines, nous avons devancé le début du cycle de relèvement des taux de la Fed d'environ six mois, soit au troisième trimestre de 2023.

Graphique 8 : La reflation stimule l'inflation et les actifs à risque



Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, indice S&P, Services économiques TD. Données les plus récentes : 16 mars 2021.

- De même, les attentes du marché relativement au taux directeur de la Fed dans dix ans ont augmenté à 1,3 %, contre 0,3 % l'été dernier. Cet ajustement correspond à une hausse d'un point de pourcentage du taux des obligations du Trésor américain à 10 ans.
- Avant que ne survienne une hausse de taux, la Fed devra revoir la politique relative à son bilan. À l'heure actuelle, elle achète pour 80 milliards de dollars de titres du Trésor et pour 40 milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires par mois, ce qui freine la progression des taux obligataires. Dans son énoncé de politique révisé, la Fed indique qu'elle compte poursuivre ses achats jusqu'à ce que des progrès importants aient été réalisés en vue d'atteindre les objectifs du comité en matière de plein emploi et de stabilité des prix. Si nous supposons que cela signifie que, lorsque le chômage aura atteint la prévision médiane à long terme de 4,1 % (contenue dans l'enquête trimestrielle sur les projections économiques du Federal Open Market Committee) et lorsque l'inflation aura nettement dépassé 2 %, le programme pourrait être réduit progressivement à partir de l'année suivante.
- La Fed doit faire preuve de prudence dans le message qu'elle véhicule sur l'achat d'actifs. En 2013, lorsque le président de la Fed, Ben Bernanke, a mentionné au passage que la Fed envisageait d'ajuster son programme d'assouplissement quantitatif, les marchés ont immédiatement commencé à tenir compte du retrait des mesures d'assouplissement monétaire. Même si la Fed n'a rajusté sa politique qu'en janvier 2014, le changement rapide des attentes a fait passer le taux des obligations à 10 ans de 1,7 % au début de mai 2013 à près de 3 % au début de septembre 2013. À l'heure actuelle, les attentes

sont basées sur les prévisions de la Fed selon lesquelles cette dernière ne songe pas à relever les taux ni à modifier son programme d'assouplissement quantitatif. Mais à partir du moment où elle changera son message, on pourrait assister à une hausse marquée des taux.

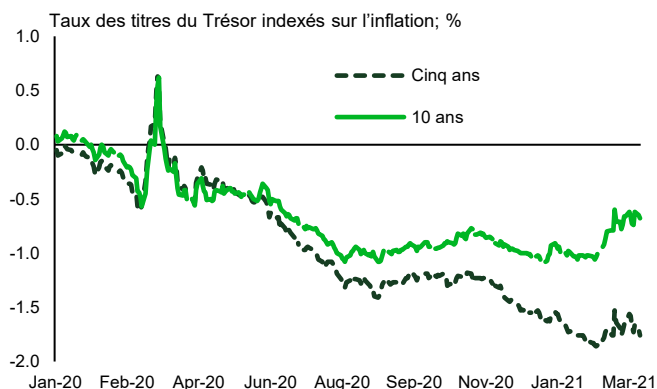
- Nous prévoyons que le taux des obligations d'État continuera d'augmenter, la cible de fin d'année étant de 1,60 % pour le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans. Cela suppose que les marchés continueront de tenir compte d'attentes révisées à l'égard du taux directeur de la Fed. Lorsque les investisseurs constateront des signes d'inflation plus élevée à l'horizon, ils continueront d'exiger un taux plus élevé.
- La Banque du Canada est dans une position semblable à celle de la Fed. Elle a annoncé qu'elle maintiendra son taux directeur à la limite inférieure jusqu'à ce que l'économie ait absorbé toute la capacité excédentaire. Selon nos prévisions, cela est conforme aux attentes de taux à court terme inchangés jusqu'au quatrième trimestre de 2023.
- En ce qui a trait à l'assouplissement quantitatif, la Banque du Canada achète également pour 4 milliards de dollars d'obligations du gouvernement du Canada par semaine. Bien qu'elle n'ait pas formulé d'indication précise quant au moment où elle ajustera sa politique, son gouverneur, Tiff Macklem, a récemment déclaré que « si l'économie se porte comme prévu ou se raffermir par rapport à nos perspectives, elle n'aura pas besoin d'autant de mesures d'assouplissement quantitatif au fil du temps. » Si l'on tient compte tenu du profil de croissance plus rapide de nos prévisions, la Banque jugera probablement nécessaire de réduire ses achats d'actifs au cours des prochains mois et y mettra probablement fin en 2022.
- Étant donné ces perspectives, nous prévoyons une augmentation du taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans, de 1,35 % à 1,55 %, d'ici la fin de l'année. Les taux canadiens ont subi plus de pressions à la hausse par rapport aux taux américains au cours des dernières semaines, mais les marchés ont encore une marge de manœuvre pour tenir compte d'un taux de financement à un jour de la Banque du Canada plus élevé.
- Le dollar canadien a été soutenu par une amélioration des écarts entre les taux canadiens et américains et par une solide progression du prix des produits de base. Nous nous attendons à ce que ces tendances se pour-

suivent au fil de la reprise et à ce que le huard grimpe légèrement au-dessus des 80 cents américains.

Q10. Quels sont les risques associés aux taux d'intérêt qui demeurent bas trop longtemps? Assistons-nous à une bulle des marchés de l'habitation?

- Les déséquilibres financiers continueront de s'accroître tant que les taux resteront bas. En effet, compte tenu de l'intensification des attentes d'inflation, les taux réels se situent fermement en territoire négatif. Au moment d'écrire ces lignes, le taux des titres du Trésor à 10 ans indexés sur l'inflation (TIPS) se situait près d'un creux record de -1,0 %, tandis que le taux des TIPS à 5 ans était encore plus bas, à -1,8 % (graphique 9).
- Les taux réels négatifs incitent fortement les ménages, les entreprises et les gouvernements à s'endetter davantage. Par ailleurs, les investisseurs dont les actifs sûrs offrent des rendements réels négatifs sont plus susceptibles d'accepter des risques de placement plus importants. Il ne s'agit pas d'un bogue, mais d'une caractéristique qui fonctionne bien. Les niveaux d'endettement augmentent et l'évaluation des actifs à risque est élevée selon les normes historiques.
- Aux États-Unis, les taux d'intérêt et le désir d'avoir plus d'espace ont stimulé la demande de logements et fait grimper le prix des maisons davantage que prévu, mais les logements ont fait l'objet d'une sous-construction dans la longue foulée de l'effondrement du marché de l'habitation, de sorte qu'un rythme plus rapide de construction résidentielle est une bonne nouvelle.

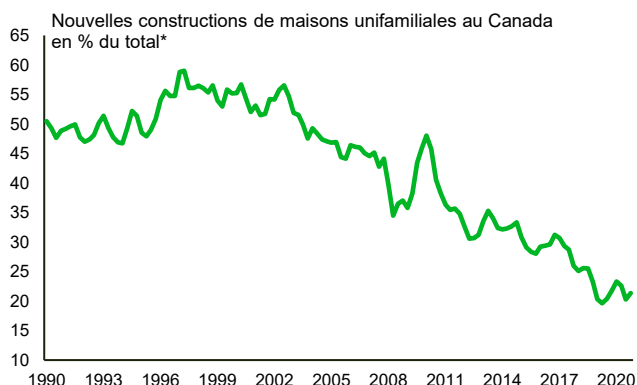
Graphique 9 : Les taux réels demeurent négatifs



Sources : Réserve fédérale américaine, Services économiques TD.
Dernière observation : 16 mars 2021.

- La démographie est favorable aux États-Unis, car les milléniaux entrent de plus en plus dans la période où ils sont le plus susceptibles d'acheter une maison. Le taux global d'accession à la propriété des ménages âgés de moins de 35 ans a fortement augmenté depuis le creux de 2016 et a atteint en moyenne 39 % au cours des quatre derniers trimestres (jusqu'au quatrième trimestre de 2020), mais il demeure inférieur au niveau atteint au début des années 2000, avant le pire des excès du boom immobilier.
- Nous nous attendons à ce que la croissance du prix des maisons ralentisse aux États-Unis après avoir inscrit une croissance de près de deux chiffres au cours de la dernière année, lorsque la demande stimulée par la course à l'espace sera satisfaite et que l'accessibilité diminuera avec la hausse des taux hypothécaires. Toutefois, ce point de départ favorable laisse entrevoir un faible risque de correction complète des prix, surtout dans un contexte d'accélération de la croissance économique et de reprise du marché de l'emploi.
- Au Canada, la faiblesse des taux d'intérêt a propulsé le marché de l'habitation, qui montre peu de signes de ralentissement. Dans nos prévisions antérieures, nous avions prévu que les pressions croissantes sur l'abordabilité freineraient les ventes et les prix au début de 2021. Toutefois, la tendance à la hausse s'est poursuivie au début de l'année et les ventes sont en voie d'enregistrer une autre solide progression au premier trimestre pour ainsi atteindre un nouveau sommet. Cette conjoncture a provoqué une révision de nos prévisions relatives au marché canadien de l'habitation.
- Sur le plan des ventes, nous croyons toujours que le rythme actuel n'est pas viable et qu'un certain ralentissement s'impose. Néanmoins, la modération de la demande devrait être plus graduelle que prévu, en raison du maintien de faibles taux directeurs, de l'embellie de l'économie, de la croissance de la population et de l'emploi, ainsi que de la demande d'un groupe important de personnes dans la phase où elles sont le plus susceptibles de faire l'achat d'une maison.
- En ce qui concerne les prix, l'équilibre entre l'offre et la demande est extrêmement serré sur les marchés partout au pays, surtout au Québec et dans certaines parties de la région de l'Atlantique. Ces conditions serrées devraient limiter le risque de correction des prix, même si le ralentissement graduel des ventes se traduit par une réduction progressive de la vigueur des prix au deuxième semestre de cette année.
- Bien que les récentes hausses de prix soient en grande partie attribuables à la libération de la demande comprimée et à la réorientation des achats vers des unités plus grandes et plus chères, dont l'offre est à la traîne depuis plusieurs années (graphique 10), il y a des signes d'« exubérance excessive » dans certains marchés – une situation récemment soulevée par le gouverneur de la Banque du Canada, Tiff Macklem. Les prix ont augmenté de 15 % ou plus sur 12 mois dans six provinces, en particulier au Québec et en Ontario, ce qui crée un contexte attrayant pour les spéculateurs.
- Si le marché de l'habitation ne parvient pas à ralentir ou si les signes d'une bulle alimentée par la spéculation continuent d'augmenter au cours des prochains mois, les décideurs pourraient être forcés d'agir pour ralentir le marché de l'habitation, ce qui ne serait pas sans rappeler les mesures macroprudentielles et fiscales adoptées en 2016 et en 2017. Ce risque semble plus probable plus tard cette année ou en 2022, étant donné l'importance du marché de l'habitation dans le soutien de la reprise économique.

Graphique 10 : La construction de logements neufs détachés représente une plus petite part de l'offre de logements neufs



* Moyenne mobile sur deux trimestres.

Sources : SCHL, Services économiques TD. Dernière observation : T4 2020.

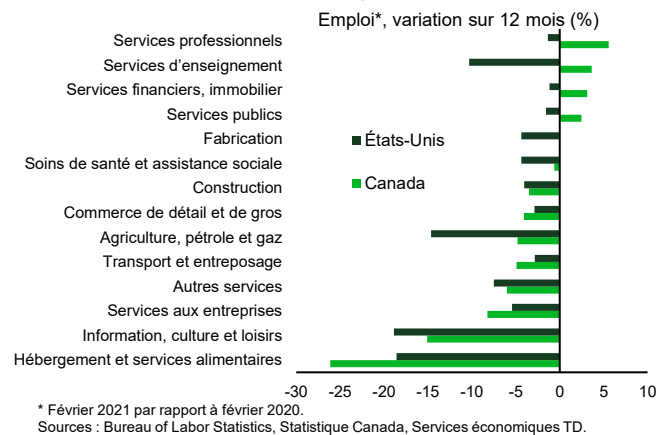
Q11. Est-ce que des signes montrent que les reprises évoluent de moins en moins en forme de K?

- Peu importe comment nous analysons la situation, la reprise du marché de l'emploi aux États-Unis a été « en forme de K ». Les résultats sur le plan de l'emploi ont

été contrastés selon le sexe, la race et le salaire. En voici quelques exemples :

- Les femmes ont davantage perdu leur emploi par rapport aux hommes dans la plupart des groupes d'âge (à l'exception des adolescentes et du groupe des 45 à 54 ans), tous groupes raciaux confondus. Le phénomène a touché plus durement les femmes noires et hispaniques, dont les emplois ont reculé de 9,5 % et de 7,9 % respectivement par rapport à il y a un an. Tout un contraste par rapport à la baisse de 5 % pour les hommes blancs.
- Par tranches de salaire, les emplois à faible salaire ont enregistré les plus fortes baisses au printemps et demeurent les plus durement touchés. En fait, en décembre et en janvier, ces emplois ont reculé, tandis que les emplois avec salaire moyen ou élevé ont augmenté. Depuis février 2020, ils ont reculé de près de 11 %, ce qui représente le double des pertes d'emplois avec salaire moyen et près de quatre fois les pertes d'emplois avec salaire élevé.
- Malheureusement, bon nombre de ces emplois à faible salaire se trouvent dans les segments des loisirs et de l'hébergement, qui seront probablement les derniers à se redresser (graphique 11). De nombreuses activités de loisir et de divertissement sont « non essentielles » et exigent que les gens voyagent à l'étranger ou se rassemblent en foules ou soient à proximité. Il est peu probable qu'une reprise importante survienne avant la fin de cette année ou l'année prochaine.
- Au Canada, la reprise du marché du travail en forme de K s'est intensifiée récemment. La deuxième vague de la pandémie et les restrictions qui l'accompagnent ont encore une fois touché plus durement les segments où les salaires sont faibles. De décembre à février, le nombre total d'emplois a diminué de 6 000, mais les segments où les salaires sont faibles ont perdu près de 200 000 emplois. En février, le niveau de l'emploi dans les six segments les moins rémunérés était inférieur au niveau d'avant la pandémie, tandis que les secteurs d'activité assortis de salaires élevés l'avaient tous dépassé.
- Un assouplissement graduel des restrictions fera grimper les gains d'emploi dans les segments les plus durement touchés, mais seule l'atténuation des préoccupations sanitaires pourra ramener l'emploi à son niveau d'avant la pandémie. Étant donné les accrochages dans le déploiement des vaccins et les nouveaux

Graphique 11 : Les emplois à faible salaire et les services non essentiels continuent d'éprouver des difficultés



variants plus contagieux du virus, il faudra probablement attendre jusqu'à ce que 2022 soit bien entamée avant que les segments fortement axés sur les services se rétablissent complètement.

- La pandémie a créé un sentiment d'urgence auprès des banques centrales relativement à la modification de leurs cadres de politique monétaire. Les perturbations du marché du travail provoquées par la pandémie et la reprise en forme de K signifient que tout changement apporté aux fondements de la politique monétaire devrait tenir compte des effets sur le revenu et la distribution de la richesse. Les banques centrales ont déjà tendance à mettre davantage l'accent sur la stabilité des niveaux d'emploi que sur la stabilité des prix.
- Dans un monde où la relation entre l'inflation et le chômage semble affaiblie, une plus grande attention portée à l'atteinte du plein emploi ou même à la « surchauffe » du marché du travail ne menacera pas nécessairement les objectifs d'inflation. Les banques centrales peuvent aussi cibler l'inflation des salaires (plutôt que l'inflation mesurée par l'IPC), ce qui permet un lien plus étroit avec l'emploi. Elles pourraient également cibler le PIB nominal, ce qui ramène l'activité réelle et les niveaux des prix dans une seule mesure. La Banque du Canada a déjà laissé entendre qu'elle intégrerait plus explicitement la situation du marché du travail à son mandat. Cela est peut-être un signe précurseur.

Q12. Quels sont les risques à surveiller en 2021?

- En raison des mesures de confinement en vigueur, des nouveaux variants du virus et de la faiblesse de la de-

Tableau 2 : Risques à surveiller en 2021

Importants risques de baisse	Importantes sources de hausse potentielle
Troisième vague d'infections, inefficacité du vaccin, déploiement plus lent	Meilleures nouvelles sur la fabrication et l'efficacité des vaccins
Agitation sociale causée par les inégalités	Distribution plus généralisée dans les marchés émergents
Retrait prématuré du soutien offert par les politiques	Soutien budgétaire plus important que prévu actuellement
Source : Services économiques TD.	

mande, les perspectives comportent leur part de risques de baisse (tableau 2). Les risques de baisse liés à la pandémie comprennent : une autre vague d'infections, de nouvelles restrictions et mesures de confinement, des vaccins qui se révéleraient inefficaces contre les nouveaux variants, des retards dans le déploiement des vaccins, une augmentation de la réticence à l'égard de la vaccination ou l'inefficacité des vaccins contre la transmission.

- Pour ce qui est des risques non liés à la pandémie, la bonne nouvelle est que l'accord commercial entre le Royaume-Uni et l'Union européenne a éliminé un risque de baisse important en ce qui concerne nos prévisions. Néanmoins, d'autres risques de baisse demeurent bien présents :
 - Le resserrement des conditions financières attribuable à une hausse plus prononcée que prévu des taux obligataires ou à un retrait prématuré des mesures de soutien pourrait freiner la reprise. Bien qu'une sortie soudaine de capitaux demeure un risque pour les marchés émergents, ceux-ci sont moins vulnérables aux réactions découlant du retrait des mesures d'assouplissement qu'en 2013. Cela s'explique par l'amélioration de la situation de la balance des paiements et le recul du risque lié au positionnement par rapport à 2013.
 - Une plus grande agitation sociale causée par les inégalités pourrait entraver la reprise et compliquer l'économie politique, les réformes et la durabilité des finances publiques.
 - Les tensions entre la Chine et ses rivaux en Amérique du Nord et en Europe devraient s'intensifier. Ces tensions découlent d'un large éventail de problèmes, des violations des droits de la personne

en Chine à la sécurité régionale (à Hong Kong, à Taïwan et dans la mer de Chine méridionale), en passant par les déséquilibres économiques liés au commerce et le renminbi.

- En supposant le succès de la lutte contre la crise sanitaire, les sources de hausse potentielle pourraient bien dominer le dernier semestre de l'année :
 - De bonnes nouvelles concernant la production, la distribution et l'efficacité des vaccins pourraient accroître la confiance des entreprises et des consommateurs et entraîner une reprise plus vigoureuse que prévu. Cela aura un effet domino, car une amélioration de la confiance conduirait à une hausse de la consommation, à des investissements plus importants et à une reprise du marché du travail plus hâtive. Un accès plus rapide qu'attendu aux vaccins dans les marchés émergents pourrait aussi entraîner une surprise positive sur le plan de la croissance mondiale.
 - Un soutien budgétaire plus important que ne le prévoit le scénario de base représente une source de hausse potentielle importante, surtout dans la deuxième moitié de l'année. Cela favorisera non seulement le pays qui annonce un soutien budgétaire accru, mais aussi ses partenaires commerciaux et, par extension, l'économie mondiale. Ensemble, ces facteurs pourraient créer un effet de surprise agréable et mener à une année 2021 légendaire... et cette fois-ci, pour de bonnes raisons!

Perspectives des Indicateurs Financiers												
Taux d'intérêt	2020				2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Canada												
Taux cible du financement à un jour (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	0.21	0.20	0.12	0.06	0.13	0.15	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
Rendem. oblig. d'État 2 ans (%)	0.42	0.28	0.25	0.20	0.30	0.30	0.30	0.30	0.35	0.40	0.45	0.55
Rendem. oblig. d'État 5 ans (%)	0.60	0.36	0.36	0.39	0.95	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30
Rendem. oblig. d'État 10 ans (%)	0.71	0.52	0.57	0.67	1.50	1.55	1.60	1.65	1.70	1.75	1.80	1.85
Rendem. oblig. d'État 30 ans (%)	1.30	0.99	1.11	1.21	1.90	1.95	2.00	2.05	2.10	2.15	2.20	2.25
Écart oblig. 10 et 2 ans (%)	0.29	0.31	0.32	0.47	1.20	1.25	1.30	1.35	1.35	1.35	1.35	1.30
État-Unis												
Taux cible des fonds fédéraux (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	0.11	0.16	0.10	0.09	0.05	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Taux bons du Trésor 2 ans (%)	0.23	0.16	0.13	0.13	0.15	0.18	0.20	0.25	0.30	0.35	0.45	0.55
Taux bons du Trésor 5 ans (%)	0.37	0.29	0.28	0.36	0.80	0.85	0.90	0.95	1.05	1.15	1.25	1.30
Taux bons du Trésor 10 ans (%)	0.70	0.66	0.69	0.93	1.55	1.60	1.65	1.70	1.75	1.80	1.85	1.90
Taux bons du Trésor 30 ans (%)	1.35	1.41	1.46	1.65	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45	2.50	2.50	2.50
Écart bons du Trésor 10 et 2 ans (%)	0.47	0.36	0.56	0.80	1.40	1.42	1.45	1.45	1.45	1.45	1.40	1.35
Écarts Canada- É.-U.												
Écart bons du Trésor 3 mois Can - É.-U.	0.10	0.04	0.02	-0.03	0.08	0.07	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Écart bons du Trésor 10 ans Can - É.-U.	0.01	-0.14	-0.12	-0.26	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05

P: Prévvision des Services économiques TD en date de mars 2021. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Bloomberg, Banque du Canada, Réserve Fédérale, Services économiques TD.

Perspectives des Devises Étrangères													
Devise	Taux de change	2020				2021				2022			
		T1	T2	T3	T4	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Taux de change au dollar U.S.													
Euro	USD par EUR	1.10	1.12	1.17	1.22	1.20	1.21	1.22	1.24	1.25	1.26	1.26	1.26
Livre sterling	USD par GBP	1.25	1.24	1.29	1.37	1.39	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
Yen japonais	JPY par USD	108	108	106	103	106	105	104	103	102	102	101	101
Renminbi chinois	CNY par USD	7.08	7.07	6.79	6.53	6.50	6.55	6.60	6.65	6.70	6.75	6.80	6.80
Taux de change au dollar canadien													
Dollar U.S.	USD par CAD	0.71	0.74	0.75	0.78	0.79	0.80	0.81	0.81	0.81	0.80	0.80	0.79
Euro	CAD par EUR	1.56	1.53	1.56	1.56	1.51	1.52	1.52	1.53	1.55	1.56	1.58	1.59
Livre sterling	CAD par GBP	1.76	1.68	1.72	1.74	1.75	1.75	1.74	1.73	1.74	1.75	1.75	1.76
Yen japonais	JPY par CAD	76.1	79.2	79.2	80.9	84.1	83.8	83.9	83.4	82.6	81.8	80.9	80.1
Renminbi chinois	CNY par CAD	5.01	5.20	5.10	5.12	5.16	5.23	5.32	5.39	5.40	5.41	5.43	5.40
P: Prévision des Services économiques TD en date de mars 2021. Toutes les prévisions sont de fin de période. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, Services économiques TD.													

P: Prévvision des Services économiques TD en date de mars 2021. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Bloomberg, Réserve fédérale, Services économiques TD.

Perspectives des Prix des Produits de Base												
Prix des produits de base	2020				2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Brut (WTI, \$US/baril)	46	28	41	42	58	63	65	60	59	58	57	56
Gaz naturel (\$US/mBTU)	1.91	1.71	1.99	2.53	3.55	2.70	2.60	3.00	3.10	2.90	2.80	3.15
Or (\$US/once troy)	1582	1708	1909	1874	1800	1725	1700	1675	1650	1625	1600	1575
Argent (\$US/once troy)	16.90	16.38	24.34	24.45	26.50	26.25	26.00	25.75	25.00	24.50	24.00	23.50
Cuivre (cents/livre)	255	243	296	326	390	395	384	370	355	347	363	399
Nickel (\$US/livre)	5.76	5.53	6.45	7.24	8.00	7.60	7.40	7.37	7.35	7.37	7.60	8.05
Aluminium (cents/livre)	77	68	77	87	95	94	87	85	83	81	82	84
Blé (\$US/livre)	6.60	6.46	6.36	6.84	7.45	7.35	7.25	7.15	7.10	7.05	6.95	6.90

P: Prévvision des Services économiques TD en date de mars 2021. Toutes les prévisions sont des moyennes de période.

Sources : Bloomberg, USDA (Haver), Services économiques TD.

Perspectives Économiques Canadiennes																		
Variation Annualisée en Pourcentage d'une Période à l'autre, Sauf Indication Contraire																		
Indicateurs économiques	2020				2021				2022				Moy. Annuelle			T4/T4		
	T1	T2	T3	T4	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	20	21P	22P	20	21P	22P
PIB réel	-7.5	-38.5	40.6	9.6	3.8	5.5	6.1	4.5	3.9	2.7	2.5	1.7	-5.4	6.0	3.9	-3.2	5.0	2.7
Dépenses de Consommation	-7.1	-45.6	63.4	-0.4	2.6	5.5	8.3	6.2	5.0	3.2	2.8	2.0	-6.1	5.2	4.8	-4.8	5.6	3.3
Biens Durables	-30.8	-46.0	279.8	-0.7	-2.1	0.4	0.6	0.8	1.1	1.2	1.3	1.1	-3.7	12.1	1.0	9.0	-0.1	1.2
Investiss. Fixe non Résidentiel	-4.1	-50.9	25.6	3.8	4.2	6.6	9.2	8.3	6.3	5.9	5.4	4.6	-11.6	2.8	6.7	-11.5	7.0	5.5
Structures non Résidentielles	0.0	-48.8	-0.8	-10.2	5.3	7.2	9.8	9.9	8.8	8.6	7.6	6.4	-11.2	-2.2	8.7	-17.8	8.1	7.8
Équipements et PPI*	-8.5	-53.1	61.8	19.4	3.1	5.9	8.5	6.7	3.8	3.1	3.1	2.8	-12.0	7.9	4.8	-4.6	6.0	3.2
Investissement Résidentiel	-2.2	-49.2	191.4	18.4	8.5	0.5	-2.8	-4.4	1.7	1.6	1.3	1.2	3.9	14.0	-0.2	14.4	0.3	1.5
Dépenses Publiques	-1.4	-15.8	19.7	6.1	2.0	2.8	3.0	2.1	1.5	1.7	1.7	1.6	-0.3	3.8	1.9	1.3	2.5	1.6
Demande Intérieure Finale	-4.9	-39.9	52.8	3.5	3.0	4.4	6.0	4.4	3.9	2.9	2.7	2.1	-4.5	5.3	3.8	-2.5	4.4	2.9
Exportations	-10.4	-54.2	73.1	5.0	8.5	9.6	9.1	9.1	7.6	3.1	2.9	2.8	-9.8	8.4	6.4	-7.1	9.1	4.1
Importations	-8.5	-64.9	118.8	10.8	4.2	5.9	9.1	10.2	7.6	4.3	4.1	4.0	-11.3	8.9	6.9	-6.0	7.3	5.0
Variation des Stocks non Agricoles (2012, G \$)	0.2	-34.9	-30.7	-1.9	-0.1	-0.1	0.2	2.6	2.7	3.5	4.5	4.8	-16.8	0.7	3.9	--	--	--
Ventes Finales	-3.2	-35.3	52.9	-3.4	3.1	4.4	5.8	3.9	3.9	2.8	2.5	2.0	-2.9	4.5	3.7	-1.9	4.3	2.8
Solde Courant International (G \$)	-65.4	-34.3	-42.0	-29.0	-8.2	5.9	8.5	5.5	4.5	1.7	-0.8	-3.3	-42.7	2.9	0.5	--	--	--
% du PIB	-2.9	-1.7	-1.9	-1.3	-0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.1	-1.9	0.1	0.0	--	--	--
Bénéf. des Entrepr. avant Impôts	-35.2	-47.0	253.5	-2.7	-7.0	39.2	28.2	17.2	15.7	8.3	4.2	3.7	-6.1	21.2	14.8	4.3	18.1	7.9
% du PIB	11.5	11.1	13.7	13.2	12.6	13.4	14.0	14.3	14.6	14.7	14.7	14.7	12.4	13.6	14.7	--	--	--
Indice du PIB (a/a)	0.6	-0.7	1.5	1.7	4.2	5.8	4.1	3.5	2.5	2.1	2.0	1.9	0.8	4.4	2.1	1.7	3.5	1.9
PIB Nominal	-11.0	-40.2	54.6	14.3	9.7	9.2	9.0	6.6	5.9	4.7	4.5	3.7	-4.6	10.6	6.1	-1.5	8.6	4.7
Population Active	-2.9	-16.8	21.0	3.7	-1.7	3.2	2.4	1.6	1.2	1.0	0.8	0.5	-1.1	2.5	1.4	0.3	1.4	0.9
Emplois	-5.5	-38.2	38.5	9.9	-0.5	7.6	6.6	3.3	1.5	1.2	1.0	0.8	-5.1	5.1	2.7	-2.9	4.2	1.1
Emplois (variation en milliers)	-268	-2133	1412	433	-25	341	303	155	73	58	49	38	-975	918	504	-556	773	219
Taux de Chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	8.5	7.6	6.6	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0	9.6	7.2	6.1	--	--	--
Revenu Personnel Disponible	5.9	57.0	-15.7	-3.8	-1.6	-3.7	-3.3	1.2	5.5	5.9	2.9	3.0	10.0	-1.6	2.6	7.7	-1.9	4.3
Taux d'Épargne Personnelle (%)	5.1	27.8	13.7	12.7	11.2	8.6	5.2	3.3	2.9	2.9	2.4	2.1	14.8	7.1	2.6	--	--	--
Ind. des Prix à la Cons. (a/a)	1.7	0.1	0.4	0.8	1.4	3.0	2.7	2.5	2.4	2.1	2.3	2.3	0.7	2.4	2.3	0.8	2.5	2.3
Indice de Référence (a/a) **	1.7	1.0	0.9	1.3	1.5	2.0	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	1.2	1.9	2.0	1.3	1.9	2.2
Inflation BdC (a/a) ***	1.9	1.6	1.6	0.0	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	1.3	1.8	2.0	0.0	1.9	2.2
Mises en Chantier (milliers)	207	191	239	239	255	247	238	229	223	218	211	205	219	242	214	--	--	--
Prix de l'Immobilier Résidentiel (a/a)	13.9	2.8	16.3	15.5	24.7	36.5	15.0	11.5	0.0	-4.6	-5.3	-4.4	12.2	21.2	-3.6	15.5	11.5	-4.4
PIB Réel / Travailleur (a/a)	0.0	-0.5	-0.3	-0.3	1.3	0.9	0.4	0.8	0.3	1.2	1.6	1.6	-0.3	0.8	1.2	-0.3	0.8	1.6

P : Prévisions des Services économiques TD en date de mars 2021.
La mesure des prix de l'immobilier résidentiel affichée est le prix de vente moyen composé de l'ACI.
* Produits de propriété intellectuelle. ** IPC excluant les 8 composants les plus volatils. *** Moyenne simple de l'IPC-tronq, l'IPC-méd et l'IPC-comm.
Sources : Statistique Canada, Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, Haver Analytics, Services économiques TD.

Perspectives Économiques Américaines

Variation Annualisée en Pourcentage d'une Période à l'autre, Sauf Indication Contraire

Indicateurs économiques	2020				2021				2022				Moy. Annuelle			T4/T4		
	T1	T2	T3	T4	T1P	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P	20	21P	22P	20	21P	22P
PIB Réel	-5.0	-31.4	33.4	4.1	4.9	7.0	6.8	5.1	4.1	3.0	2.5	2.1	-3.5	5.7	4.3	-2.4	6.0	2.9
Dépenses de Consommation	-6.9	-33.2	41.0	2.4	4.7	6.6	7.1	6.1	4.8	4.3	3.2	2.8	-3.9	5.9	5.0	-2.6	6.1	3.8
Biens Durables	-12.5	-1.7	82.7	-0.6	18.1	-4.4	6.0	4.3	3.6	3.8	3.0	3.1	6.4	12.0	3.4	11.8	5.7	3.4
Investiss. Fixe non Résidentiel	-6.7	-27.2	22.9	14.0	7.5	5.3	7.3	6.3	5.8	5.2	4.6	4.2	-4.0	7.3	5.7	-1.2	6.6	5.0
Structures non Résidentielles	-3.7	-33.6	-17.4	1.1	3.3	7.1	-0.3	-0.1	0.9	1.4	1.9	2.1	-10.6	-2.8	1.2	-14.5	2.5	1.6
Équipements et PPI*	-7.5	-25.2	36.6	17.4	8.5	4.9	9.2	7.8	7.0	6.1	5.2	4.7	-2.0	10.0	6.8	2.6	7.6	5.7
Investissement Résidentiel	19.0	-35.5	63.0	35.8	18.9	6.9	-0.7	-3.4	-4.4	-4.7	-2.9	-2.6	6.0	15.2	-2.9	14.1	5.1	-3.7
Dépenses Publiques	1.3	2.5	-4.8	-1.1	8.6	6.9	0.2	-0.6	0.7	-2.2	-0.1	-0.6	1.1	2.7	0.0	-0.6	3.7	-0.6
Demande Intérieure Finale	-4.6	-27.1	29.8	4.4	6.3	6.5	5.5	4.5	3.8	2.9	2.5	2.2	-2.7	5.9	3.9	-1.5	5.7	2.8
Exportations	-9.5	-64.4	59.6	21.8	6.4	8.0	7.7	8.5	7.8	5.9	5.0	4.7	-13.0	7.4	7.0	-11.0	7.7	5.8
Importations	-15.0	-54.1	93.0	29.6	11.6	9.9	9.0	9.1	5.5	2.7	2.2	2.1	-9.3	15.1	5.7	-0.6	9.9	3.1
Variation des stocks des Entreprises	-80.9	-287.0	-3.7	48.0	16.7	52.9	121.6	159.9	167.6	158.5	141.5	122.6	-80.9	87.8	147.6	--	--	--
Ventes Finales	-3.6	-28.1	25.9	3.0	5.6	6.2	5.3	4.3	4.0	3.3	2.8	2.5	-2.9	4.8	3.9	-2.7	5.3	3.1
Solde Courant International (G \$)	-446	-645	-714	-753	-771	-818	-833	-848	-846	-826	-801	-773	-640	-818	-812	--	--	--
% du PIB	-2.1	-3.3	-3.4	-3.5	-3.5	-3.7	-3.6	-3.6	-3.6	-3.4	-3.3	-3.1	-3.1	-3.6	-3.4	--	--	--
Bénéf. des Entrepr. avant Impôts (incluant la TVA et la DDA)	-39.9	-35.2	163.1	-37.1	20.4	49.9	3.3	-8.2	9.0	5.2	3.3	0.4	-8.3	13.3	4.9	-10.4	14.4	4.4
% du PIB	9.4	9.4	11.0	9.6	9.9	10.7	10.6	10.2	10.2	10.2	10.2	10.1	9.9	10.3	10.2	--	--	--
Déflateur du PIB (a/a)	1.7	0.6	1.1	1.3	1.8	2.7	2.5	2.4	2.2	2.4	2.4	2.5	1.2	2.3	2.4	1.3	2.4	2.5
PIB Nominal	-3.4	-32.8	38.4	6.1	8.4	9.2	9.4	7.2	6.7	5.7	5.0	4.7	-2.3	8.2	6.7	-1.2	8.5	5.5
Population Active	-1.4	-13.2	5.6	0.7	-0.8	4.7	2.7	1.9	1.6	1.3	1.2	1.0	-1.7	1.0	1.8	-2.3	2.1	1.3
Emplois	0.3	-40.0	23.3	5.1	1.3	6.3	4.8	4.3	3.9	3.1	2.4	1.7	-5.7	2.6	3.8	-6.0	4.2	2.8
Emplois (variation en milliers)	132	-18,201	7,195	1,759	448	2,195	1,730	1,564	1,442	1,161	896	633	-8,648	3,717	5,506	-9,115	5,937	4,132
Taux de Chômage (%)	3.8	13.0	8.8	6.7	6.2	5.9	5.5	5.0	4.5	4.2	3.9	3.8	8.1	5.7	4.1	--	--	--
Revenu Personnel Disponible	3.9	46.2	-14.4	-8.6	28.0	29.9	-30.6	-2.3	6.4	5.5	5.2	4.2	7.0	5.3	0.0	4.4	3.0	5.3
Taux d'Épargne Personnelle (%)	9.6	26.0	15.7	13.0	16.8	20.4	10.8	8.4	8.3	8.1	8.1	7.9	16.1	14.1	8.1	--	--	--
Ind. des Prix à la Cons. (a/a)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.8	3.2	2.8	2.4	2.1	2.0	1.8	2.0	1.2	2.5	2.0	1.2	2.4	2.0
IPC Global (a/a)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	2.2	1.8	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5	1.7	1.9	2.4	1.6	2.0	2.5
Indice des Prix PCE (a/a)	1.8	1.0	1.4	1.4	1.5	2.2	1.9	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	1.4	2.0	2.2	1.4	2.1	2.3
Mises en Chantier (millions)	1.48	1.08	1.43	1.59	1.58	1.58	1.57	1.56	1.54	1.53	1.52	1.51	1.40	1.57	1.53	--	--	--
Production Horaire Réelle (a/a)**	0.8	3.0	3.9	2.4	3.6	1.0	0.6	2.0	1.1	1.2	0.8	0.7	2.5	1.8	1.0	2.4	2.0	0.7

* Produits de propriété intellectuelle. ** Secteur non agricole. P = Prévisions des Services économiques TD en date de mars 2021.

Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau, Services économiques TD.

Indicateurs Économiques pour le G7 et l'Europe				
	Prévisions			
	2019	2020	2021	2022
PIB Réel (variation annuelle, en %)				
G7 (30.1%)*	1.6	-5.1	5.0	4.0
États-Unis	2.2	-3.5	5.7	4.3
Japon	0.3	-4.9	2.9	2.2
Zone euro	1.3	-6.8	4.5	4.4
Allemagne	0.6	-5.3	4.0	4.0
France	1.5	-8.2	5.7	3.7
Italie	0.3	-8.9	4.9	4.3
Royaume-Uni	1.4	-9.9	5.0	6.6
Canada	1.9	-5.4	6.0	3.9
Indice des Prix à la Consommation (variation annuelle, en %)				
G7	1.5	0.7	1.6	1.6
États-Unis	1.8	1.2	2.5	2.0
Japon	0.5	0.0	-0.1	0.4
Zone euro	1.2	0.3	1.3	1.2
Allemagne	1.3	0.4	1.6	1.4
France	1.3	0.5	1.0	1.3
Italie	0.6	-0.1	0.7	0.9
Royaume-Uni	1.8	0.9	1.5	1.8
Canada	2.0	0.7	2.4	2.3
Taux de Chômage (moyenne annuelles, en %)				
États-Unis	3.7	8.1	5.7	4.1
Japon	2.4	2.8	3.7	3.0
Zone euro	7.6	7.9	8.9	8.5
Allemagne	5.0	5.9	6.0	5.6
France	8.5	8.0	9.7	9.1
Italie	10.0	9.0	10.9	9.9
Royaume-Uni	3.7	4.6	6.5	5.7
Canada	5.7	9.6	7.2	6.1
*Part du produit intérieur brut (PIB) mondial en 2018.				
Prévisions en date de mars 2021.				
Sources : Bureaux de statistiques nationaux, Services économiques TD.				

Perspectives Économiques Mondiales				
Variation Annuelle en % (Sauf Indication Contraire)				
Part du PIB mondial en 2018		Prévisions		
PIB réel	(%)	2020	2021	2022
Monde	100.0	-3.3	6.0	4.8
Amérique du Nord	18.5	-4.1	5.6	4.1
États-Unis	15.2	-3.5	5.7	4.3
Canada	1.4	-5.4	6.0	3.9
Mexique	1.9	-8.5	4.5	3.3
Union Européenne (UE-28)	16.3	-6.4	4.5	4.7
Zone Euro (UE-19)	11.4	-6.8	4.5	4.4
Allemagne	3.2	-5.3	4.0	4.0
France	2.2	-8.2	5.7	3.7
Italie	1.8	-8.9	4.9	4.3
Royaume-Uni	2.2	-9.9	5.0	6.6
Pays Adhérents	2.6	-3.0	3.3	4.5
Asie	45.0	-1.9	7.3	4.9
Japon	4.1	-4.9	2.9	2.2
APIN	3.4	-0.9	4.2	3.2
Hong Kong	0.4	-6.1	4.2	3.7
Corée	1.7	-0.9	3.7	3.0
Singapour	0.4	-5.4	6.3	4.0
Taiwan	0.9	3.1	4.2	3.2
Russie	3.1	-3.6	2.4	3.9
Australie et Nouvelle-Zélande	1.1	-2.2	4.3	4.0
Pays d'Asie en Voie de Développement	33.2	-1.4	8.7	5.5
ASEAN-5	5.5	-3.7	6.1	5.7
Chine	18.7	2.0	8.9	5.1
Inde**	7.7	-9.1	10.4	6.3
Amérique Centrale et Amérique du Sud	5.6	-7.3	4.7	3.5
Brésil	2.5	-4.4	4.1	3.3
Autres Pays en Voie de Développement	13.6	-2.0	4.3	5.9
Autres Pays industrialisés	1.1	-2.3	5.4	5.8
* Part du PIB mondial en fonction de la parité des pouvoirs d'achat.				
Prévisions en date de mars 2021.				
** Les prévisions pour l'Inde sont pour l'exercice financier.				
Sources : Fonds Monétaire International, Services économiques TD.				

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.