

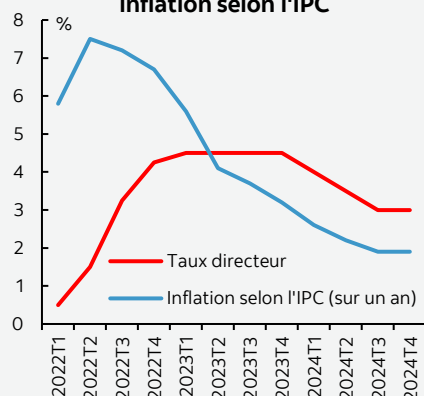
Contributeurs

René Lalonde, premier directeur, Modélisation et prévisions économiques
Études économiques de la Banque Scotia
416.862.3174
rene.lalonde@scotiabank.com

Patrick Perrier, premier directeur, Prévisions économiques
Études économiques de la Banque Scotia
416.866.4733
patrick.perrier@scotiabank.com

Graphique 1A

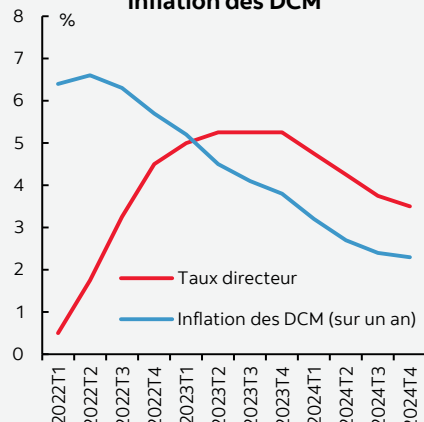
Canada : Taux directeur et inflation selon l'IPC



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada et BdC.

Graphique 1B

États-Unis : Taux directeur et inflation des DCM



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, le BLS et Fed.

Le durcissement de la politique monétaire en pause : réalité ou illusion?

- La posture adoptée sur le taux directeur se durcira effectivement en 2023 malgré la pause conditionnelle télégraphiée par la Banque du Canada dans sa dernière hausse de taux du 25 janvier — et retélégraphiée le 8 mars —, et nous prévoyons que ce taux se stabilisera à 4,5 % en 2023.
- Ce durcissement additionnel se déroulera malgré la baisse attendue du taux d'inflation et l'augmentation conséquente du taux directeur réel — corrigé de l'inflation —, qui correspond au taux qui compte pour la conjoncture économique.
- Pour cette même raison, la posture adoptée sur le taux directeur de la politique monétaire américaine continuera de se durcir même après avoir atteint notre pic cyclique escompté et après s'être stabilisée à ce pic (de 5,25 % entre le deuxième et le dernier trimestre de 2023).
- À notre avis, la hausse cumulative des taux directeurs concourt jusqu'à maintenant au ralentissement de la croissance économique, mais pas suffisamment pour recentrer le rythme de l'activité économique sur ce qui cadre avec l'objectif inflationniste des banques centrales. Ce durcissement additionnel — intégré dans nos perspectives — est donc nécessaire.
- D'après notre évaluation, ce nouveau durcissement de la posture de la politique monétaire jusqu'à la fin de 2023 représente respectivement l'équivalent de 150 et de 155 points de base supplémentaires dans la hausse des taux directeurs au Canada et aux États-Unis. C'est ce qui explique le ralentissement de la croissance du PIB en 2023 et 2024 dans nos prévisions, en plus des effets décalés et de plus en plus intenses des précédentes hausses des taux directeurs.

Après avoir atteint des sommets absolus depuis des dizaines d'années dans plusieurs puissances économiques, dont les États-Unis et le Canada, l'inflation de synthèse des prix à la consommation a commencé à fléchir dans le deuxième semestre de 2022. La plupart des économistes s'attendent à ce que cette baisse se poursuive grâce à l'amélioration des chaînes logistiques, au douchage de l'économie mondiale du fait des brusques hausses des taux directeurs monétaires et de la baisse des prix de l'énergie et d'autres produits de base.

On peut d'ores et déjà apercevoir la lumière à l'autre bout du tunnel de la hausse des taux directeurs grâce à cet affaissement des pressions inflationnistes. Effectivement, en prenant la décision, le 25 janvier 2023, de hausser de 25 points de base encore son taux directeur pour le porter à 4,5 %, la Banque du Canada a déclaré qu'elle avait l'intention de marquer une pause si la conjoncture économique et l'inflation évoluent de concert avec ses perspectives.¹ Ce taux n'a pas bougé dans la dernière déclaration de politique de la Banque le 8 mars, et cet engagement conditionnel a été réaffirmé. Mondialement, la plupart des prévisionnistes s'attendent à ce que les taux directeurs des banques centrales atteignent bientôt leur pic cyclique, et plusieurs économistes — dont ceux des Études économiques de la Banque Scotia — s'attendent à ce que ces niveaux se maintiennent pendant plusieurs trimestres avant de baisser à des niveaux plus neutres, soit des niveaux qui n'auront pas pour effet de restreindre ni de stimuler l'économie.

Or, en supposant que ces attentes se matérialisent et que les taux directeurs culminent et se stabilisent bientôt, laisse-t-on entendre que ce sera la fin du cycle de durcissement de la politique monétaire? La réponse simple à apporter à cette question est... Non!

En effet, ce sont les taux d'intérêt réels — corrigés de l'inflation —, et non les taux nominaux (ou publiés), qui comptent pour la conjoncture économique. Dans notre annexe, nous expliquons pourquoi il en est ainsi. Le taux d'intérêt réel correspond simplement à la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de l'inflation qui devrait primer sur l'échéance des prêts.

¹ Cette note porte essentiellement sur la posture du taux directeur, soit l'instrument principal qu'utilisent la Banque du Canada et la Réserve fédérale américaine (et les autres banques centrales) pour atteindre leurs objectifs dans la stabilisation de l'économie et de l'inflation. Le durcissement additionnel de la posture globale de la politique monétaire s'est entamé et devrait se poursuivre dans le cadre du durcissement quantitatif, soit la vente des actifs détenus par les deux banques centrales, ce qui influe sur les taux du marché.

L'ÉVOLUTION DE L'INFLATION ET DES TAUX D'INTÉRÊT

Les graphiques 1A et 1B font état des trajectoires que nous prédisons jusqu'en 2024 pour l'inflation des prix à la consommation et les taux directeurs au Canada et aux États-Unis. Ces graphiques font état de l'indice des prix à la consommation (IPC) de synthèse pour le Canada et de l'indice des prix pour les dépenses de consommation des ménages (DCM) aux États-Unis.

Après avoir atteint un sommet depuis des dizaines d'années à l'été 2022 dans les deux pays, le taux annuel d'inflation a commencé à fléchir; or, il s'établit toujours à des sommets absolus. Nous prévoyons que cette tendance baissière se poursuivra avec l'effet de douchage de plus en plus intense, sur l'économie, des précédentes hausses de taux d'intérêt et des hausses qui s'annoncent aux États-Unis pour le deuxième trimestre de 2023 et parce que les pressions qui s'exercent sur les coûts de production s'apaisent grâce à l'amélioration des chaînes logistiques et à l'affaissement des prix des produits de base.

Les graphiques 1A et 1B font aussi état de la brusque hausse des taux directeurs dans ces deux pays entre leur creux de mars 2022 et leur pic attendu au premier trimestre de 2023 au Canada et au deuxième trimestre aux États-Unis. Les taux directeurs se stabilisent par la suite en chiffres relatifs, avant de baisser en 2024.

Cette stabilité relative des taux directeurs au Canada et aux États-Unis, après avoir atteint leur pic, masque le durcissement soutenu des taux directeurs réels jusqu'à la fin de 2023. Même s'il s'agit d'un facteur important de l'inflation et de la conjoncture économique, l'inflation attendue est inobservée et doit être estimée à partir d'hypothèses. Voilà pourquoi, pour estimer les taux directeurs réels pour les besoins de cette note, nous nous inspirons de nos prévisions pour l'inflation sur un an du prochain trimestre pour l'indice des prix à la consommation (IPC) total du Canada et pour l'indice des prix pour les dépenses de consommation des ménages (DCM) aux États-Unis respectivement.² Ces taux directeurs réels font l'objet des graphiques 2A et 2B. Ces graphiques indiquent aussi le niveau neutre du taux directeur réel — qui n'est ni conciliant, ni restrictif — que nous estimons à 0,5 % pour le Canada comme pour les États-Unis.

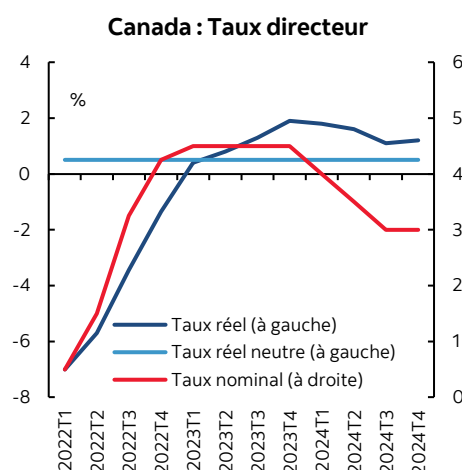
Trois grandes incidences des graphiques 2A et 2B et le taux directeur réel sont un indicateur de la posture de la politique monétaire.

Premièrement, au Canada comme aux États-Unis, le taux directeur réel a été très conciliant en 2022 malgré la brusque hausse des deux taux directeurs. Il va de soi que cette hausse a réduit le degré de conciliation monétaire et la croissance du PIB, mais pas suffisamment pour abaisser le PIB en deçà du potentiel et de rapprocher l'inflation de son objectif. D'après notre évaluation, le taux directeur réel est entré dans sa zone restrictive — en sus de son niveau neutre — uniquement dans ce trimestre (T1 de 2023) dans les deux pays.

Deuxièmement, malgré la stabilité escomptée des taux directeurs pour l'essentiel de 2023, la politique monétaire continuera de se durcir d'ici la fin de l'année en raison de la baisse prévue de l'inflation. Pour le Canada, nous prévoyons que le taux directeur réel augmentera de 150 points de base encore d'ici le T4 de 2023 et commencera à baisser par la suite, en raison du fléchissement prédit du taux directeur de la Banque du Canada et du ralentissement de la baisse de l'inflation. Pour les États-Unis, nous nous attendons à ce que le taux directeur réel se durcisse de 155 points de base de plus au cours de cette période et baisse par la suite pour les mêmes raisons que pour le taux directeur du Canada. Outre les hausses du taux directeur depuis le début de 2022, ce durcissement additionnel en raison de la baisse escomptée de l'inflation a pour effet de réduire, dans nos perspectives, le rythme annuel moyen de la croissance du PIB du Canada, qui passe de 3,4 % en 2022 à 0,7 % en 2023, puis à 1,5 % en 2024. Aux États-Unis, la croissance du PIB se ralentit pour passer de 2,1 % en 2022 à 1,0 % en 2023 et en 2024. Ces profils de croissance sont suffisants pour générer une conjoncture économique qui permet à l'inflation de se rapprocher de sa zone cible dans les deux grandes puissances économiques.

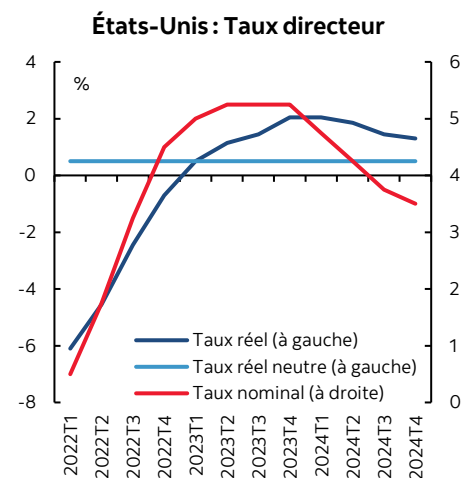
Troisièmement, malgré la baisse prévue des taux directeurs — soit aussi bien le taux nominal que le taux réel — en 2024, la politique monétaire sera toujours restrictive puisque le taux réel continuera d'être supérieur à son niveau neutre estimé. C'est ainsi que le rythme de croissance du PIB annuel moyen restera inférieur à son potentiel dans les deux pays sur tout l'horizon de 2023-2024.

Graphique 2A



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et BdC.

Graphique 2B



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Fed.

² Il n'existe pas d'indicateur unique des attentes inflationnistes. Il faut donc en choisir un qui est plausible pour les besoins de notre évaluation. Nous nous sommes penchés sur différents indicateurs. Toutefois, la conclusion est la même : le durcissement additionnel du taux directeur réel se produira (et devra se produire) en 2023 pour réduire l'inflation.

D'après notre interprétation, nous pouvons affirmer que les profils des taux directeurs réels des graphiques 2A et 2B représentent les estimations des Études économiques de la Banque Scotia pour ce qui est de la posture à adopter dans la politique monétaire, au Canada et aux États-Unis, pour atteindre l'objectif inflationniste des deux banques centrales. Il va de soi que cette interprétation est conditionnée à nos plus récentes perspectives. Si la conjoncture économique et l'inflation évoluent différemment de nos prévisions, il faudra réviser cette trajectoire obligatoire pour la posture à adopter sur les taux directeurs réels. Par exemple, si la croissance des salaires baisse plus lentement qu'attendu, l'inflation pourrait faire de même, ce qui obligera à hausser le taux directeur réel pour une durée potentiellement plus longue qu'escompté. C'est ce qui donnerait lieu à la hausse du taux directeur pour éliminer ces pressions inflationnistes supplémentaires.

ANNEXE : LES INCIDENCES DES TAUX DIRECTEURS SUR L'ÉCONOMIE

Les taux directeurs se répercutent sur l'économie et sur l'inflation en raison de leur impact sur les taux d'intérêt comptés aux particuliers et aux entreprises dans leurs emprunts. Quand la demande de biens et de services dans l'économie dépasse l'offre, l'inflation augmente, ce qui amène les banques centrales qui ont des cibles inflationnistes — comme au Canada, aux États-Unis et dans plusieurs autres grandes puissances économiques — à hausser leur taux directeur pour ramener l'inflation dans sa fourchette cible. Voilà pourquoi les taux de crédit comptés par les institutions de crédit aux particuliers et aux entreprises augmentent eux aussi, ce qui hausse le coût de leur emprunt. L'épargne devient aussi plus rentable, puisque les taux consentis sur les dépôts augmentent également. Ces deux effets réduisent les dépenses consacrées par les consommateurs aux biens et aux services et les dépenses consacrées par les entreprises aux investissements et aux intrants de production. Puis, l'inflation baisse lorsque le déséquilibre initial entre la demande et l'offre finit par se dénouer.

Cet exposé occulte une astuce. Ce qui compte pour l'activité économique, c'est le niveau réel — corrigé de l'inflation — et non le niveau nominal des taux d'intérêt. Voici pourquoi. Il faut se pencher sur ce que les économistes appellent le « voile monétaire » et penser, lorsqu'il est question d'emprunt et de prêt, en fonction du *volume* de biens et de services qui sont réaffectés entre différentes périodes, plutôt qu'en chiffres *monétaires*. Le particulier qui emprunte veut consommer un plus grand volume de biens et de services aujourd'hui en contrepartie d'un moins grand volume demain, puisqu'il se servira de ses ressources financières projetées pour rembourser le prêt, dont le capital et les intérêts. Dans ce dernier cas, il s'agit donc du coût engagé par l'emprunteur pour rembourser aujourd'hui une unité de sa consommation de demain. Par contre, c'est l'inverse pour le créancier : le taux d'intérêt correspond à la rémunération qu'il touchera en sacrifiant une unité de la consommation d'aujourd'hui pour un meilleur gain demain.

Ce scénario est intuitif et élémentaire jusqu'à maintenant. Or, l'inflation embrouille un peu plus le tableau. Elle réduit le pouvoir d'achat de demain par rapport à celui d'aujourd'hui, de sorte qu'il devient plus attrayant de consommer aujourd'hui puisqu'il faudra plus de ressources demain pour acheter les mêmes biens ou les mêmes services. L'inflation a donc pour effet d'augmenter le bienfait d'emprunter pour consommer plus aujourd'hui et moins demain. À l'inverse, elle érode l'avantage du créancier qui sacrifie la consommation d'aujourd'hui. Par conséquent, l'inflation réduit le coût effectif — ou réel — du prêt pour l'emprunteur et réduit la consommation réelle pour le créancier.

Cet exemple laisse entendre qu'une hausse des taux d'intérêt de concert avec une hausse équivalente de l'inflation ne modifie en rien le bienfait de consommer plus (ou moins) aujourd'hui pour consommer moins (ou plus) demain pour l'emprunteur (et pour le créancier). En données par ailleurs constantes, la consommation d'aujourd'hui — en empruntant et en prêtant — reste inchangée. Si on l'applique à l'ensemble de l'économie, cet exemple laisse entendre que la banque centrale doit hausser son taux directeur de plus que la hausse de l'inflation si elle veut doucher la conjoncture économique — dont la consommation et l'investissement — ainsi que l'inflation. L'autre précision que nous devons apporter pour transposer cet exemple sur l'ensemble de l'économie veut que ce ne soit pas le taux d'inflation réel, mais bien le taux d'inflation attendu qui compte. S'il en est ainsi, c'est parce qu'en concluant un contrat de prêt, l'emprunteur et le créancier tiennent compte, dans leur décision, d'une prévision de la hausse des prix qui devrait primer sur l'échéance du prêt.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont

Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.