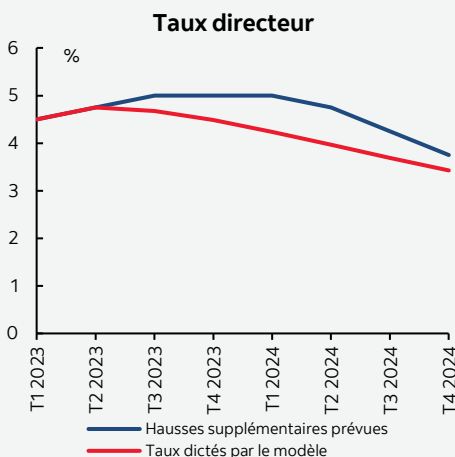


Contributeurs

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

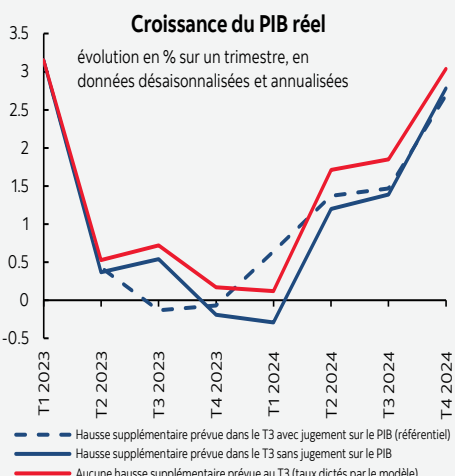
Farah Omran
économiste principal
Études économiques de la Banque Scotia
416.866.4315
farah.omran@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et la Banque du Canada.

Graphique 2



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

Il faut une récession technique pour réduire les risques de hausse de l'inflation

- En raison d'importants risques de hausse potentielle de l'inflation, les banques centrales doivent rester prudentes. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada hausse une autre fois ses taux en 2023 et à ce que les baisses de taux soient reportées au deuxième trimestre de 2024.
- Cette évolution constitue, dans le meilleur des cas, une assurance contre les hausses-surprises de l'inflation, puisque notre modèle n'indique pas qu'il faut une nouvelle hausse, compte tenu de nos prévisions actuelles pour l'économie et l'inflation.
- La prime d'assurance implicite de la baisse du PIB et de l'augmentation du chômage est la rançon à payer pour se prémunir contre les impacts potentiels de la flambée de l'inflation. Compte tenu de la dispense qui sépare les niveaux actuels et les niveaux projetés de l'inflation par rapport à la cible de 2 %, nous croyons que la Banque du Canada n'a pas la marge de manœuvre qui lui permet de se priver de cette assurance.

La résilience de l'économie canadienne à la hausse des taux d'intérêt dans la dernière année fait ressortir clairement la nécessité de hausser légèrement les taux directeurs pour ralentir obligatoirement l'inflation et la ramener sur sa cible de 2 %. C'est ce que l'on constate dans la décision de la Banque du Canada de hausser son taux directeur en juin en laissant la porte ouverte à d'autres hausses éventuelles. Effectivement, nous **croyons** que la Banque du Canada haussera une dernière fois les taux d'intérêt au troisième trimestre. Bien que notre modèle n'indique pas que cette nouvelle hausse soit nécessaire, malgré la résilience de l'économie et l'inflation fondamentale récalcitrante, nous considérons qu'il s'agit d'une assurance contre l'inflation.

Compte tenu des importants risques de hausse potentiels pour le pronostic inflationniste et en raison des coûts démesurés de la matérialisation de ces risques pour les ménages et pour l'économie, la Banque du Canada a raison de pondérer fortement ces risques dans ses décisions de politique monétaire. Prenons par exemple le marché du logement : la vigueur récente de ce marché laisse entendre qu'il ne fera plus peser le poids qu'il exerçait sur la croissance économique depuis qu'on a commencé à hausser les taux directeurs. La Banque du Canada ne peut pas se permettre que le secteur de l'économie le plus sensible aux taux reprenne du poil de la bête à l'heure où elle tâche énergiquement de ralentir la croissance et l'inflation. Puisque l'inflation est chroniquement supérieure à sa fourchette cible, le gouverneur Tiff Macklem n'a pas le luxe d'attendre pour savoir si ce facteur et d'autres porteurs des risques haussiers de l'inflation perdurent.

Or, souscrire cette assurance donne lieu à des coûts. Il vaut mieux considérer que les coûts de cette assurance supplémentaire pour le PIB et le chômage constituent la prime d'assurance à acquitter pour se prémunir contre des résultats économiques potentiellement pires. Dans cette note, nous comparons l'inflation et les résultats de la croissance économique entre un scénario qui oblige à intégrer dans le modèle une prévision des taux et un scénario qui laisse le modèle déterminer ses prévisions.

Le graphique 1 trace les deux parcours différents dans l'évolution des taux d'intérêt. Le premier scénario, qui cadre avec notre **prévision** du 16 juin, prévoit une hausse supplémentaire dans le troisième trimestre cette année et maintient le taux directeur à ce niveau supérieur jusqu'au premier trimestre de l'an prochain, ce qui lui permet de baisser lentement en 2024. Le deuxième scénario permet au modèle de fixer les taux et indique que malgré nos prévisions actuelles pour l'économie et l'inflation, ce modèle ne permet pas de penser qu'une hausse supplémentaire est nécessaire et considère que le taux directeur baisse plus rapidement que dans notre scénario référentiel.

Le graphique 2 trace les parcours qui en découlent pour l'activité économique dans chaque scénario. En plus de prévoir une hausse supplémentaire, notre scénario référentiel du 16 juin (ligne en traitillé bleue) intègre un autre jugement porté sur la croissance du PIB qui cadre avec les données de plus grande fréquence et les récents développements, ce qui donne deux trimestres consécutifs de croissance négative dans le deuxième semestre cette année — soit une légère récession technique. En supprimant ce jugement supplémentaire sur le PIB et en maintenant le parcours prévu pour les taux d'intérêt, on obtient quand même une récession (ligne pleine bleue) qui est légèrement plus

Le 5 juillet 2023

profonde et qui intervient un trimestre après notre scénario référentiel du 16 juin. Nous comparons ce scénario à un autre scénario qui prévoit que le modèle déterminera les taux sans superpositions de notre part (ligne pleine rouge). Comme l'indique le graphique 2, en mettant fin au cycle de hausses des taux au niveau actuel pour le taux directeur, on permettrait à l'économie d'éviter une récession d'ici la fin de l'année. Autrement dit, la récession que nous projetons dans nos prévisions référentielles est le résultat du durcissement de la politique monétaire, plutôt que de la conjoncture économique sous-jacente, ce qui donnerait une perte de 0,5 % du PIB.

Le tableau 1 fait état du compromis sur les perspectives inflationnistes : capituler sans relever les taux au troisième trimestre donnerait lieu à un taux d'inflation de 0,1 % de plus en 2024 et en 2025 par rapport à notre scénario référentiel, ce qui cadre avec les propriétés du modèle d'équilibre général stochastique dynamique (DSGE) de la Banque du Canada et avec son [estimation](#) de l'impact d'un choc de la politique monétaire sur l'inflation.

Or, ce résultat en apparence souhaitable, selon lequel la Banque du Canada ne rehausse pas les taux cette année et selon lequel notre économie évite une récession avec un coût relativement moindre pour l'inflation, se fonde sur nos hypothèses référentielles d'un ralentissement de l'inflation dans les prochains trimestres. Il ne tient pas compte des surprises à la hausse dans les perspectives de l'inflation. Ces surprises potentielles constituent un motif d'inquiétude monétaire dramatiquement supérieur à celui des surprises à la baisse de l'inflation compte tenu du niveau actuel et du niveau projeté de l'inflation par rapport à la cible de la BdC et de l'écart entre les attentes inflationnistes et la cible (graphique 3). Si l'inflation s'accélère, la BdC risque une baisse de sa crédibilité et le désancrage des attentes inflationnistes, ce qui obligera à pratiquer plus de hausses que ce que prévoit actuellement notre pronostic référentiel pour assurer le ralentissement nécessaire et ramener l'inflation sur la cible. D'après nos simulations, une autre baisse importante de la crédibilité voudrait dire que le taux directeur pourrait culminer à plus de 5,5 % contre 5,0 % dans notre scénario référentiel et que le taux directeur à la fin de 2024 serait de plus de 4,5 %, et non de 3,75 %. Les coûts seraient ainsi démesurés pour les ménages, qui devraient composer non seulement avec la hausse des prix, mais aussi avec l'augmentation de la dette à rembourser et du moindre accès au nouveau crédit pour financer l'accroissement de ces dépenses, ce qui aurait des retombées négatives sur l'ensemble de l'économie.

C'est pourquoi nous croyons qu'il est nécessaire que la Banque du Canada reste prudente dans sa gestion de l'inflation et souscrive une assurance contre le résultat de l'inflation en rehaussant les taux cette année et en continuant de les maintenir à des niveaux élevés pendant plus longtemps.

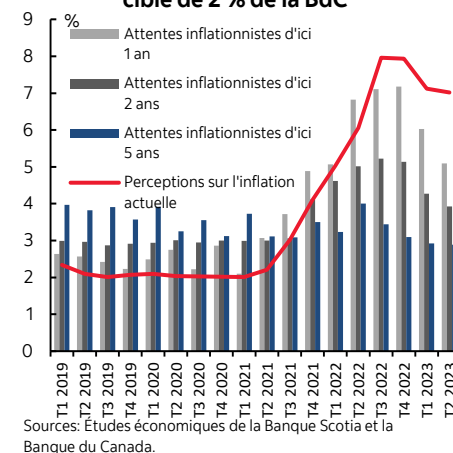
Tableau 1 : Canada – Résultats de l'inflation

	2023	2024	2025
Hausse supplémentaire prévue	3.82	2.42	1.97
Taux dictés par le modèle	3.84	2.49	2.06

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 3

Attentes inflationnistes supérieures à la cible de 2 % de la BdC



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.