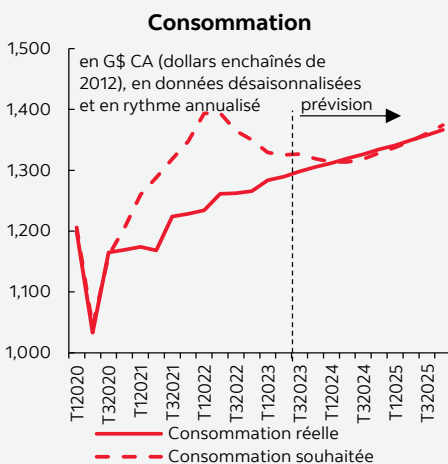


Contributeurs

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

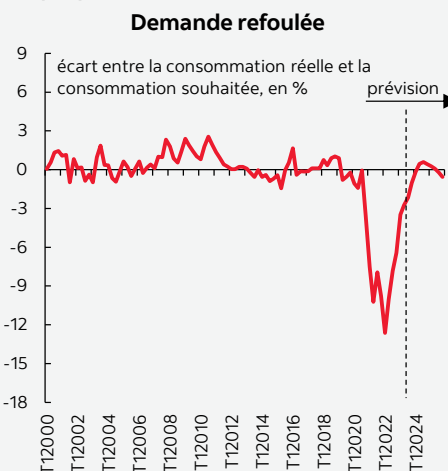
Farah Omran
économiste principal
Études économiques de la Banque Scotia
416.866.4315
farah.omran@scotiabank.com

Graphique 1



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

Graphique 2



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

Demande refoulée, résilience de l'économie et hausse des taux d'intérêt

- Depuis le T2 de 2020, la consommation réelle est inférieure à la consommation souhaitée. L'écart entre les deux — baromètre de la demande refoulée — explique essentiellement la résilience exceptionnelle de l'économie canadienne par rapport à la hausse fulgurante des taux d'intérêt.
- Les taux d'intérêt réels faibles et conciliants, le faible taux de chômage record, ainsi que la hausse de la richesse nette des ménages, grâce à l'augmentation de la valeur nette des logements et à l'épargne excédentaire, et la flambée des cours du pétrole ont porté la hausse substantielle du niveau de consommation souhaitée des Canadiens. Lorsque ces facteurs ont commencé à se normaliser et à s'infléchir, la consommation souhaitée a ensuite fléchi : son rajustement est jusqu'à maintenant surtout attribuable au durcissement monétaire et aux taux réels restrictifs.
- Par contre, les blocages de l'offre sont venus limiter la capacité des Canadiens à augmenter leur consommation réelle pour atteindre leur niveau de consommation souhaitée. À l'heure où les blocages de l'offre se résorbent, la consommation réelle augmente et l'écart se rapproche entre la consommation réelle et la consommation souhaitée.
- La Banque du Canada doit éliminer cette demande refoulée — pour faire basculer l'économie en territoire d'offre excédentaire et pour calmer les pressions inflationnistes. Nous nous attendons à ce que ce soit le cas au T2 de 2024 : la BdC pourra alors réduire peu à peu son taux directeur.

L'économie canadienne est exceptionnellement résiliente malgré la hausse fulgurante des taux d'intérêt. On peut expliquer l'essentiel de cette étonnante vigueur par la demande refoulée — baromètre de l'écart entre la consommation réelle et la consommation souhaitée — entre autres facteurs, dont l'augmentation de la richesse et la croissance de la population. Si ces trois facteurs sont liés, nous consacrons cette note à la demande refoulée comme source de résilience économique. Nous analysons les facteurs qui portent la consommation souhaitée et la consommation réelle, leur évolution dans le temps et sur l'horizon prévisionnel, ainsi que leur impact net sur la demande refoulée. La consommation souhaitée est notre baromètre du niveau optimal de consommation des ménages, que nous estimons d'après différents fondamentaux économiques comme les revenus, les taux d'intérêt et la richesse. (Cf. la liste complète dans l'appendice.)

Pendant la pandémie, l'écart s'est creusé entre la consommation réelle et la consommation souhaitée (graphiques 1 et 2). Les taux d'intérêt faibles et conciliants, l'accès facile au crédit, la forte reprise du marché du travail et l'anémie record du chômage, de concert avec l'augmentation de la richesse nette grâce à la hausse de la valeur nette des logements et à l'épargne excédentaire et avec la flambée des cours du pétrole, ont porté la hausse substantielle du niveau de consommation souhaitée des Canadiens. Par contre, les contraintes logistiques et les consignes de la santé publique les ont empêchés d'augmenter leur consommation réelle pour atteindre le niveau souhaité.

Malgré les efforts consacrés par la BdC au ralentissement de l'économie afin de calmer les pressions inflationnistes en haussant rapidement et ambitieusement son taux directeur, l'écart entre la consommation réelle et la consommation souhaitée est resté négatif. (Un écart plus négatif veut dire que la demande refoulée augmente.) Cette ténacité de la demande refoulée explique essentiellement la raison pour laquelle l'économie a été exceptionnellement résiliente malgré les nombreux vents contraires, dont le durcissement de la politique monétaire. C'est pourquoi le taux directeur réel doit rester en territoire restrictif jusqu'à ce que s'apaise la demande refoulée et la pression haussière qu'elle crée sur l'écart de production et sur l'inflation.

Il faut noter que pour la consommation souhaitée, notre équation ne capte pas la richesse financière, qui a augmenté durant la pandémie grâce à l'accumulation de l'épargne et des dépôts alors que les gouvernements ont déployé des programmes d'aide budgétaire de concert avec les restrictions sur les dépenses à cause des confinements. Cet effet de la richesse financière pourrait hausser le niveau de la consommation souhaitée puisque certains ménages ont d'abondantes

épargnes liquides pour étayer leurs dépenses malgré la hausse des taux, ce qui pourrait faire augmenter davantage et plus durablement la demande refoulée par rapport aux estimations de notre modèle.

LES FACTEURS QUI SOUS-TENDENT LA DEMANDE REFOULÉE

1. Les taux d'intérêt

L'écllosion de la pandémie a donné lieu à des taux d'intérêts ultra faibles : partout dans le monde, les gouvernements et les banques centrales ont réagi pour aider les ménages et porter les marchés financiers malgré les confinements et les autres consignes sanitaires. Ces taux lents et conciliants ont naturellement pour effet d'augmenter le niveau de la consommation souhaitée puisque les ménages ont plus facilement accès au crédit.

Même lorsque la BdC a commencé à relever ses taux directeurs au début de 2022, en les haussant cumulativement de 400 points de base rien que cette année-là, le taux réel — soit celui qui compte pour la croissance économique et qui se mesure en soustrayant du taux nominal le taux d'inflation escompté — est resté négatif en 2022 alors que l'inflation s'emballait. Au premier trimestre de 2023, le taux réel était toujours en territoire conciliant et n'a été porté au-delà de son taux neutre de 0,5 % qu'au deuxième trimestre de 2023.

Ce n'est que lorsque les taux réels ont commencé à augmenter que la demande refoulée s'est pour sa part mise à s'apaiser puisque l'augmentation des taux réels a réduit le niveau de la consommation souhaitée (graphique 3). En fait, on peut jusqu'à maintenant expliquer une large part de l'élimination de la demande refoulée par la baisse de la consommation souhaitée, portée par la hausse des taux réels. Or, à cause de la ténacité de la demande refoulée, il est nécessaire qu'il y ait un épisode de taux réels positifs chroniques pour éliminer entièrement cette demande, en tenant compte du décalage dans la transmission des taux réels sur la consommation souhaitée. Comme l'indique le graphique 3, nous prévoyons que les taux réels commenceront à baisser à partir du moment où la demande refoulée sera éliminée, au T2 de 2024.

2. La vigueur de la reprise du marché du travail

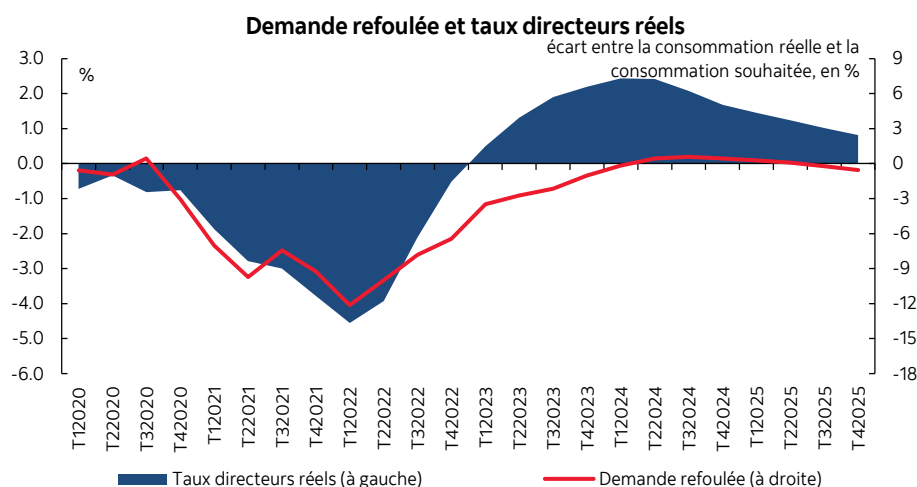
La reprise du marché du travail dans le sillage de la pandémie n'est rien de moins qu'exceptionnelle. Le Canada s'est enrichi de presque un million d'emplois (en chiffres désaisonnalisés) depuis le début de la pandémie, et le taux de chômage a atteint des creux sans précédent. Cette vigueur du marché du travail et le chômage anémique sont venus étayer l'économie canadienne, puisque les ménages ont ainsi pu garder leurs emplois et leurs revenus dans un environnement d'incertitude et de hausse des prix et des taux.

Le niveau de la consommation souhaitée a ensuite augmenté lorsque l'économie a engrangé les emplois et que le taux de chômage s'est rapproché de son point d'équilibre pour finalement plonger à un niveau inférieur à ce point, souvent appelé le TCIS (taux de chômage à inflation stationnaire), ce qui a eu pour effet d'accroître la demande refoulée et, bien entendu, les pressions inflationnistes (graphique 4). Lorsque l'écart a commencé à se rapprocher de nouveau entre le taux de chômage et son point d'équilibre, il s'est aussi rapproché entre la consommation réelle et la consommation souhaitée.

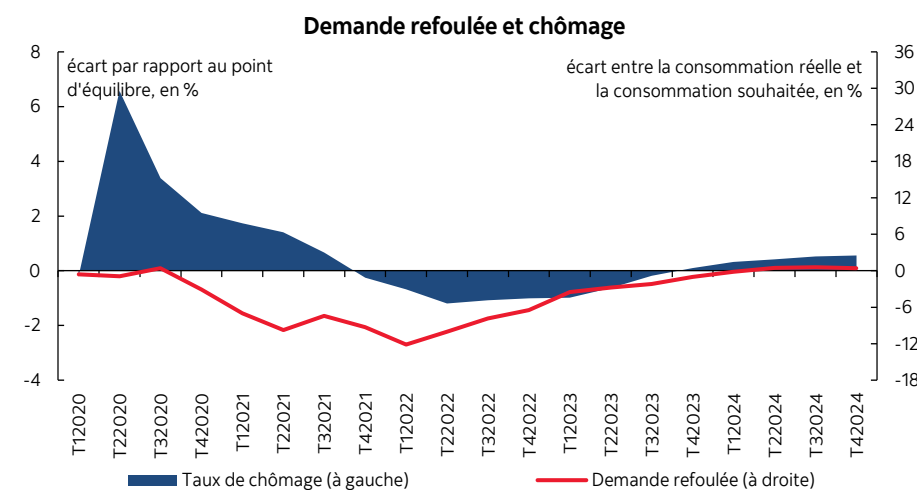
3. Les prix des logements et l'effet de richesse

Tout le monde sait que depuis le début de la pandémie et jusqu'au T1 de 2022, les prix des logements au Canada ont flambé, non seulement en rythme nominal, mais aussi en chiffres réels (ajustés de l'inflation). Puisqu'une grande partie de la richesse des ménages canadiens est liée au logement, cette

Graphique 3



Graphique 4



augmentation des prix des logements s'est traduite par une hausse de la valeur nette, qui s'est répercutée directement sur le niveau de consommation souhaitée des ménages, puis sur la demande refoulée, ce qui a fait monter les deux. (Graphique 5. Note : Les prix des logements par rapport au T1 de 2020 se sont inversés. Les chiffres négatifs veulent dire que les prix des logements ont augmenté par rapport à ce qu'ils étaient au T1 de 2020.) Les prix réels des logements n'ont commencé à baisser, par rapport à ce qu'ils étaient au début de la pandémie, que lorsque la BdC a entamé son cycle de hausses de taux au T1 de 2022, ce qui a fait dans le même temps plonger la consommation souhaitée et la demande refoulée.

4. Les cours du pétrole et l'effet de richesse

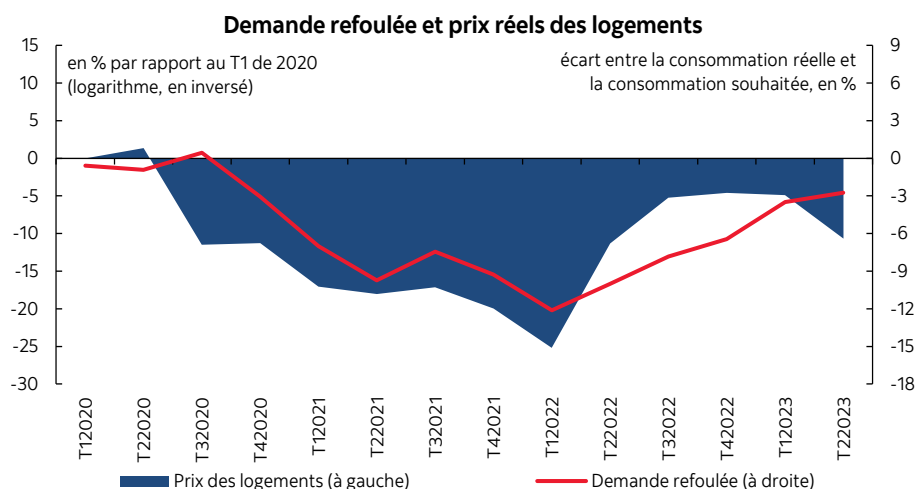
L'emballement des cours du pétrole, provoqué par les déficits de l'offre et considérablement exacerbés par la guerre qui a éclaté en février 2022 entre la Russie et l'Ukraine, est l'un des grands facteurs qui portent l'inflation depuis l'écllosion de la pandémie. Ce facteur a pénalisé l'économie canadienne différemment des autres compte tenu de son statut parmi les plus grands producteurs et exportateurs nets de pétrole dans le monde.

Si les ménages ont dû composer avec la hausse des factures de gaz et d'électricité, la flambée des cours du pétrole a été en somme une bonne nouvelle pour l'économie canadienne, puisqu'elle a tonifié la balance commerciale, en créant un effet de richesse positif, en plus de porter l'investissement et l'emploi dans les provinces productrices de pétrole, pour ensuite hausser la consommation souhaitée et la demande refoulée. (Graphique 6 — Note : Les cours du pétrole sont inversés par rapport au T1 de 2020. Les chiffres négatifs veulent dire que les cours du pétrole ont augmenté par rapport au T1 de 2020.) Lorsque les cours du pétrole ont commencé à se normaliser, l'écart s'est rapproché entre la consommation souhaitée et la consommation réelle.

LE RÔLE DES CONTRAINTES LOGISTIQUES

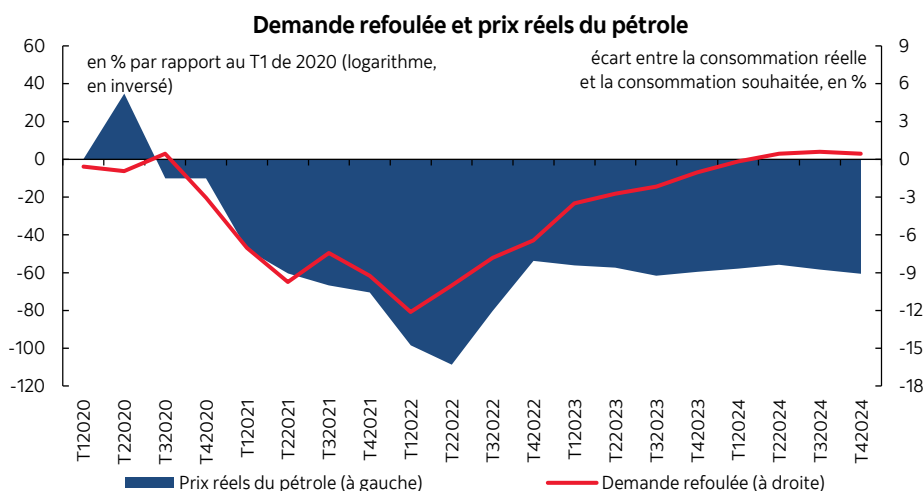
Les blocages de l'offre ont été d'autres traits dominants de la pandémie. Cette pandémie a malmené les chaînes logistiques mondiales et créé des pénuries pour tous les biens de consommation en raison des confinements et de la fermeture des frontières. Autrement dit, même si les Canadiens souhaitaient consommer davantage, ils ne pouvaient pas le faire, puisqu'ils ne pouvaient rien acheter, ce que ce soient des meubles, des vélos ou des voitures. C'est ce qui a fait baisser le niveau de la consommation réelle alors que les facteurs exposés ci-dessus ont musclé la consommation souhaitée, ce qui a encore plus creusé l'écart entre les deux et exacerbé la demande refoulée. (Graphique 7 — Plus l'indice des livraisons des fournisseurs augmente, plus les délais de livraison sont rapides; à l'inverse, plus l'indice baisse, moins les délais de livraison sont rapides et plus il y a de blocages logistiques.)

Graphique 5



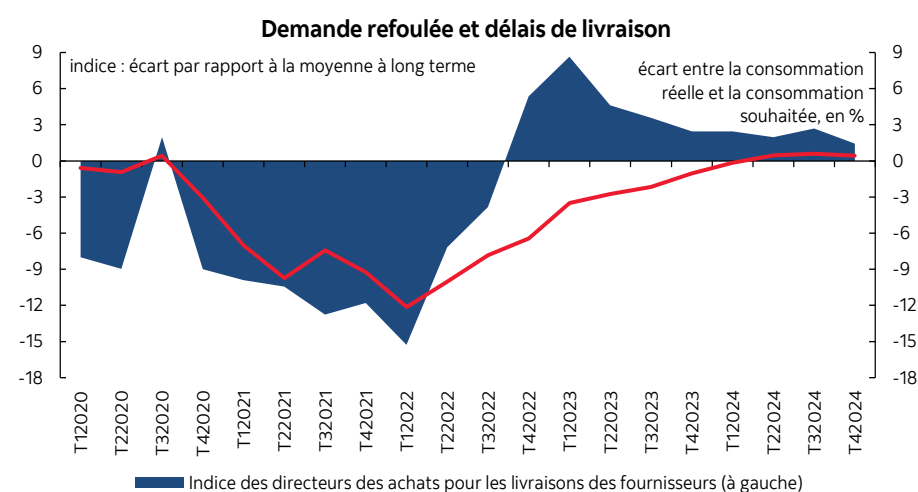
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada et ACI.

Graphique 6



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Graphique 7



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

Lorsque les contraintes logistiques ont commencé à prendre du mieux, la demande refoulée a commencé à s'apaiser et les Canadiens ont pu consommer davantage pour atteindre leur niveau souhaité de consommation.

Compte tenu de la vigueur initiale de la consommation souhaitée et parce que la consommation réelle ne pouvait pas la rattraper à cause des contraintes logistiques, la demande refoulée a perduré malgré la hausse des taux et d'autres vents contraires, ce qui explique essentiellement la résilience de l'économie, qui a jusqu'à présent repoussé à maintes reprises les prévisions de récession. Au fil du temps, nous nous attendons à ce que la demande refoulée se résorbe au début de la nouvelle année, essentiellement grâce à la baisse de la consommation souhaitée, puisque la consommation réelle continue d'augmenter pour reprendre le terrain perdu, à un rythme toutefois plus lent que celui qu'on a constaté depuis que les blocages de l'offre se sont tassés.

LES INCIDENCES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque du Canada doit éliminer la demande refoulée, qui est à l'origine de la récente résilience de l'économie canadienne, afin d'ouvrir un épisode d'offre excédentaire et d'alléger les pressions inflationnistes pour ramener l'inflation sur sa cible de 2 %. Nous prévoyons que la demande refoulée sera éliminée au deuxième trimestre de 2024, surtout grâce à la hausse des taux réels et, par conséquent, à la baisse de la consommation souhaitée. Ce n'est qu'alors que la BdC pourra commencer à réduire peu à peu son taux directeur sans nuire aux efforts qu'elle consacre à mater l'inflation.

APPENDICE

Nous estimons le niveau de la consommation souhaitée actuelle d'après des fondamentaux économiques comme les revenus, les taux d'intérêt et la richesse. Nous estimons aussi une équation dynamique pour prévoir la consommation réelle, en mettant en lumière les comportements prospectifs et en faisant appel à des agents qui tâchent de fixer optimalement leur consommation pour qu'elle soit égale au parcours souhaité, malgré les frais de rajustement et à la condition que de nombreux facteurs économiques évoluent comme prévu.

Voici les facteurs qui portent la consommation souhaitée (signe de l'effet entre parenthèses) :

- Revenu disponible (+)
- Taux directeur réel (-)
- Taux de chômage (-)
- Prix réel du pétrole (+)
- Prix réels des logements (+)
- PIB potentiel (+)
- Dette/PIB (pour capter les transferts budgétaires) (+)

Voici les facteurs qui portent la consommation réelle :

- Consommation souhaitée (+)
- Taux directeur réel (-)
- Revenu disponible (+)
- Taux de change réel (-)
- Prix réel du pétrole (+)
- Marché boursier (+)

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.