

Economics

FORECAST

12 septembre 2024

Crier victoire et en récolter les fruits

Par Avery Shenfeld avery.shenfeld@cibc.com

Dans la lutte contre l'inflation, les banques centrales des États-Unis et du Canada sont sur le point de crier victoire, et les investisseurs et l'économie en général en récolteront les fruits. L'IPC du Canada s'établit à 2,5 %, et l'écart le séparant de la cible de 2 % serait comblé en abaissant les taux hypothécaires et en réduisant la composante de l'IPC liée aux intérêts hypothécaires. Aux États-Unis, ils n'en sont pas encore là, car l'indice des dépenses personnelles de base s'est probablement établi à 2,7 % en août; or, cela comprend une estimation décalée de l'inflation des loyers qui devrait rattraper le ralentissement déjà observé dans des mesures plus récentes.

Lorsque l'inflation est un peu inquiétante et que les taux d'intérêt sont déjà modérés, il faut beaucoup de difficultés économiques pour provoquer une baisse importante des taux d'intérêt. Mais comme l'inflation sera bientôt vaincue et que les taux d'intérêt réels demeurent à des niveaux restrictifs, il n'y a aucune raison logique pour que les banques centrales agissent avec trop de prudence pour procéder à un allègement. Les deux pays sont maintenant aux prises avec un ralentissement du marché de l'emploi dont ils ne veulent pas vraiment ou dont ils

n'ont pas vraiment besoin. Il est donc évident qu'il faut réduire sensiblement les taux.

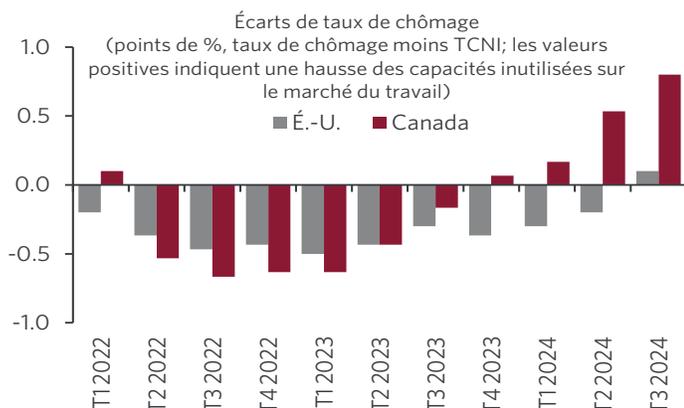
Si nous donnons par avance aux banques centrales le crédit d'avoir fait ce qu'il fallait, cela ne laisse que deux questions en suspens pour les prévisionnistes : de quelle marge de manœuvre disposons-nous pour favoriser une croissance non inflationniste et où les taux directeurs devront-ils se situer pour que nous puissions y parvenir? Comme nous ne sortons pas d'une grave récession, la marge de manœuvre est plus limitée, non seulement en Amérique du Nord, mais à l'échelle mondiale. La Chine reste coincée dans un ralentissement en raison de la faiblesse de la demande intérieure et des obstacles liés au protectionnisme ailleurs dans le monde, et l'Europe n'est pas si loin du plein emploi.

Par conséquent, dans un contexte où la marge de manœuvre est restreinte, la croissance mondiale ne pourra pas être exceptionnelle au cours des deux prochaines années (tableau 1), même si les banques centrales assouplissent leur politique monétaire. Cela a des répercussions sur les prix des produits de base industriels et les actions connexes. Bien que nous prévoyions une certaine hausse dans les secteurs de l'énergie et des matériaux alors que la demande reprendra plus tard en 2025, à moins d'un choc de l'offre, la hausse sera beaucoup plus modeste que si nous avions connu une forte récession.

Pour ce qui est de l'Amérique du Nord, la marge pour une reprise de la croissance sera liée à ce que nous pouvons tirer de l'économie tout en comblant l'écart de production. La mesure de cet écart relativement au PIB a été difficile en raison des fluctuations de l'offre. Mais l'examen du taux de chômage actuel par rapport à son niveau de plein emploi souligne ce que la différence de performance économique au cours des deux dernières années a clairement mis en évidence : Le Canada a plus de chemin à parcourir que les États-Unis (Graphique 1).

À première vue, la Banque du Canada devrait amener les taux d'intérêt plus bas que ce que la Réserve fédérale devrait viser. De plus, nous sommes encore confrontés à des difficultés souvent citées au Canada liées aux renouvellements

Graphique 1: Le marché canadien de l'emploi affiche une plus grande marge de manœuvre



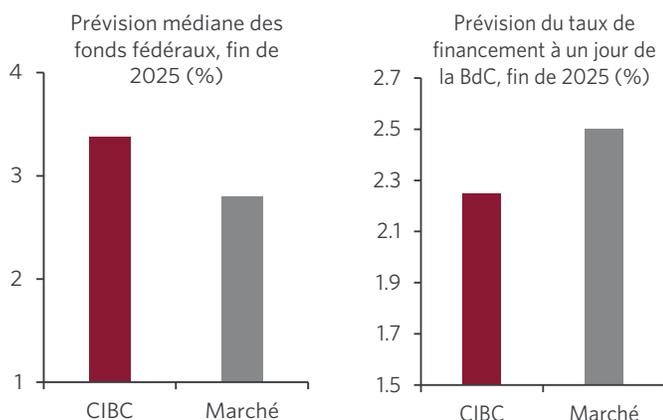
Sources: Statistique Canada, BEA, BLS, CBO, Banque CIBC

hypothécaires qui auront lieu au cours des deux prochaines années et à l'endettement accru des ménages. En effet, la faiblesse du marché de l'emploi ces derniers mois nous a amenés à abaisser d'un autre quart de point notre prévision du taux cible du financement à un jour, pour le porter à 2,25 %, soit environ un demi-point de moins que le taux neutre. Toutefois, pour éviter une récession, nous devons aussi accélérer le rythme auquel la banque centrale nous y amènera. Après la réduction d'un quart de point en octobre, nous prévoyons maintenant deux baisses d'un demi-point en décembre et en janvier (Tableau 2). Cela contraste avec une prévision antérieure selon laquelle les taux devaient baisser de 25 points de base à la fois; cependant, nous ne prévoyons plus de pause dans la trajectoire vers des taux moins restrictifs.

Du côté des États-Unis, la résilience accrue de l'économie face à un taux de financement à un jour supérieur à 5 % et son écart plus faible par rapport au plein emploi laissent croire que la Réserve fédérale a moins de travail à faire. De plus, il semble probable qu'elle tentera de réduire les taux plus rapidement que prévu, compte tenu de la fragilité un peu plus marquée du marché de l'emploi. Par conséquent, même si nous n'avons pas modifié notre taux cible des fonds fédéraux par rapport à notre prévision précédente, nous avons prévu deux réductions de 50 points de base après une baisse probable d'un quart de point ce mois-ci.

L'écart entre les taux à court terme du Canada et des États-Unis devrait avoir une incidence négative sur le dollar canadien et nous pourrions encore observer une certaine faiblesse à court terme du huard cette année si la Réserve fédérale s'en tient à une réduction de seulement un quart de point en septembre. Toutefois, le dollar canadien devrait se raffermir légèrement par la suite, en raison d'une correction liée au fait que le dollar américain est en ce moment surévalué par rapport à la plupart des grandes devises, puisque la Réserve fédérale abaisse les taux d'intérêt et que la ruée vers cette valeur sûre s'érode en raison de la diminution des risques de récession à l'échelle mondiale.

Graphique 2: Réserve fédérale et Banque du Canada : Prévisions de la Banque CIBC par rapport aux attentes du marché pour 2025



Sources: Bloomberg, Banque CIBC

Même si le Canada et les États-Unis offriront tous deux d'importantes mesures de relance monétaires dans la portion à court terme de la courbe des taux, les avantages pour les taux à long terme seront bientôt chose du passé. Déjà, les marchés exagèrent peut-être le rythme auquel la Réserve fédérale assouplira sa politique monétaire (Graphique 2), étant donné que l'économie américaine affiche encore une croissance de près de 2 % au troisième trimestre et, comme nous l'avons mentionné, que son marché de l'emploi affiche des capacités inutilisées moins visibles. Ainsi, même si les titres du Trésor pourraient se redresser à court terme, à mesure que la Réserve fédérale accélérera le rythme des réductions de taux, un décrochage semble probable en 2025, car les marchés ont révisé à la hausse leurs prévisions quant au moment où les taux à court terme se stabiliseront. L'histoire nous enseigne que les cycles d'assouplissement qui accompagnent les véritables atterrissages en douceur ne ramènent généralement pas les taux du financement à un jour sous la neutralité et que la courbe des taux devrait être positionnée de façon positive lorsque les investisseurs jugeront que les taux à court terme ont touché le fond.

Bien que les contrats à terme sur swap indexé à un jour (OIS) laissent entrevoir une certaine marge de manœuvre pour que la Banque du Canada réduise les taux plus rapidement que ce que prévoient les marchés au cours des prochains trimestres, pour la suite, les investisseurs obligataires pourraient de nouveau être déçus. Dans deux ans, les marchés à terme prévoient un taux de 2,3 % sur un an, ce qui correspond essentiellement au plus haut niveau auquel nous pensons que les creux du taux du financement à un jour se situeront. L'offre pourrait être un autre facteur qui accentuera les pressions sur les taux dans les deux pays, bien que les perspectives budgétaires ne soient pas coulées dans le béton en ce moment, compte tenu des élections aux États-Unis et de celles au Canada qui devraient avoir lieu au plus tard en 2025. Les obligations offrent toujours de la valeur en tant que couverture de portefeuille, car si les banques centrales n'agissent pas assez rapidement pour réduire les taux, les dommages économiques pourraient non seulement désavantager les actions, mais aussi nécessiter un assouplissement monétaire plus important pour remettre l'économie sur la bonne voie.

Les avantages économiques découlant de la baisse des taux d'intérêt se manifesteront d'abord en atténuant l'hémorragie sur le marché du travail, avec seulement quelques points de hausse du taux de chômage à partir de ce moment, puis en renouant avec le plein emploi en 2026. Les deux pays pourraient connaître un ralentissement de la croissance démographique qui aurait une incidence sur le plafond du PIB non inflationniste, mais le Canada pourrait compenser ce ralentissement grâce à une reprise plus tardive de la productivité (voir les pages 9 à 11), après une période au cours de laquelle la faiblesse de la demande a entraîné une baisse pure et simple de la production par heure. Par conséquent, la Banque du Canada dispose d'une marge de manœuvre pour ramener les taux d'intérêt à un niveau qui permettrait une croissance bien supérieure à son potentiel pendant au moins un an (Tableau 2), en particulier en 2026, lorsque les effets

complets des réductions de taux dans le secteur de l'habitation et d'autres secteurs sensibles aux taux d'intérêt se feront sentir.

Aux États-Unis, il y a moins de marge de manœuvre en ce qui concerne les gains en matière d'emploi et moins de raisons de s'attendre à une accélération de la productivité, puisque dans les deux cas, ces éléments ont été moins anémiques que ce que l'on a pu observer au Canada. La croissance de l'emploi sera limitée non seulement par une éventuelle répression de l'immigration non documentée, mais aussi par le fait que le taux de participation au marché du travail a déjà enregistré de solides gains. Par conséquent, le Canada pourrait connaître une période où la croissance du PIB surpassera celle prévue au sud de la frontière. Toutefois, pour conserver cette croissance au-delà de 2026, il faudra que le Canada maintienne la reprise de la productivité, ce qui représente un défi, étant donné que le pays a été à la traîne des États-Unis pendant des décennies en ce qui a trait à cette mesure.

Si les marchés boursiers tiennent déjà compte de toutes les réductions de taux de la Réserve fédérale en ce qui a trait à l'actualisation des bénéfices prévisionnels et qu'il n'y a pas de récession, le contexte sera-t-il favorable à une montée des actions? Bien que nous soyons probablement confrontés à des craintes liées à la faiblesse économique à court terme, celles-ci pourraient s'estomper si les banques centrales fournissent des mesures en temps opportun. Les titres cycliques pourraient alors prendre un peu d'élan, si ce n'est pas tout à fait ce que nous observons au sortir d'une récession, à mesure que les risques pour la croissance mondiale diminuent grâce aux réductions de taux d'intérêt.

Aux États-Unis, les valorisations ne sont pas très élevées, si l'on regarde au-delà de la poignée de géants technologiques qui ont contribué à la reprise de Wall Street, et les actions mondiales, y compris celles du Canada, ont enregistré un rendement nettement inférieur à celui du marché américain. En outre, un afflux de fonds pourrait entrer en jeu à mesure que les taux d'intérêt baisseront davantage, même si ces baisses sont déjà bien anticipées. Les ménages et les caisses de retraite ont investi davantage dans des CPG à faible risque, mais à rendement élevé, et dans des instruments du marché monétaire lorsque les taux réels ont atteint de généreux niveaux. À mesure que ceux-ci arrivent à maturité, les occasions de réinvestissement dans le segment des titres à revenu fixe étant beaucoup moins nombreuses, une partie des fonds y étant consacrés pourrait plutôt être investie dans des actions à dividendes.

Nous continuons de prévoir en fonction des fortes incertitudes politiques. La politique commerciale des États-Unis pose un risque pour le Canada, et les déficits budgétaires pourraient exercer des pressions sur les taux obligataires s'ils ne sont pas maîtrisés. De plus, nous espérons que sur les guerres qui font rage en Europe et au Moyen-Orient ne dépassent pas leurs frontières. Toutefois, étant donné le ralentissement de l'inflation à l'échelle mondiale, les banques centrales peuvent maintenant jouer un rôle important dans la lutte contre les risques de baisse qui pèsent sur la croissance.

Tableau 1: Taux de croissance du PIB réel

Région	2019 R	2020 R	2021 R	2022 R	2023 R	2024 P	2025 P	2026 P
Monde ¹	2.8	-2.7	6.5	3.5	3.3	3.0	2.9	3.1
É.-U.	2.5	-2.2	5.8	1.9	2.5	2.6	1.7	2.4
Canada	1.9	-5.0	5.3	3.8	1.2	1.1	1.8	2.7
Zone euro	1.6	-6.1	6.2	3.3	0.4	0.7	1.5	1.7
R.-U.	1.7	-10.4	9.6	4.5	0.1	0.9	1.2	1.5
Australie	1.8	-2.1	5.6	3.9	2.0	1.2	1.9	2.2
Japon	-0.4	-4.2	2.7	1.2	1.7	0.2	1.2	1.0
Chine	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.6	4.2	4.0

¹ D'après la parité des pouvoirs d'achat.

Tableau 2: Sommaire des prévisions pour le Canada (variation en %, sauf indication contraire)

Taux variable	2023 R	2024 P	2025 P	2026 P
PIB aux prix du marché	2.8	3.9	3.9	5.2
PIB en \$ de 2012	1.2	1.1	1.8	2.7
Indice des prix à la consommation	3.9	2.4	1.7	1.9
Taux de chômage	5.4	6.4	6.4	5.8
Balance courante (G\$ CA)	-21.0	-29.7	-31.0	-24.8
Bénéfices avant impôt (excédent d'exploitation net)	-22.5	-4.5	6.0	10.3
Mises en chantier (en milliers)	242	252	263	291

Tableau 3: Sommaire des prévisions pour les États-Unis (variation en %, sauf indication contraire)

Taux variable	2023 R	2024 P	2025 P	2026 P
PIB aux prix du marché	6.3	5.1	3.9	4.3
PIB en \$ de 2012	2.5	2.6	1.7	2.4
Indice des prix à la consommation	4.1	2.9	2.2	2.5
Taux de chômage	3.6	4.1	4.4	4.3
Balance courante (G\$ US)	-905	-939	-847	-947
Bénéfice avant impôt (avec ajustement de la valeur des stocks et DPA)	1.5	5.4	3.3	3.7
Mises en chantier (en milliers)	1,421	1,367	1,466	1,655

Tableau 4: Taux d'intérêt canadiens (fin de la période)

Taux variable	2024 11 sept.	2024 Déc.	2025 Mars	2025 Juin	2025 Sept.	2025 Déc.	2026 Juin	2026 Déc.
Taux cible du fin. à un jour	4.25	3.50	2.75	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
Bons du Trésor à 98 jours	4.03	3.40	2.60	2.10	2.00	2.00	2.15	2.15
Obligations d'État à 2 ans	2.99	2.75	2.45	2.25	2.45	2.60	2.80	3.00
Obligations d'État à 10 ans	2.88	2.90	2.90	2.95	3.00	3.10	3.15	3.40
Obligations d'État à 30 ans	3.05	3.20	3.15	3.10	3.15	3.20	3.25	3.45
Écart des taux des bons du Trésor Canada - É.-U.	-0.96	-0.50	-0.80	-1.10	-1.25	-1.25	-1.15	-1.25
Écart taux oblig. 10 ans Can. - É.-U.	-0.75	-0.75	-0.65	-0.55	-0.45	-0.40	-0.45	-0.40
Écart taux oblig. Canada 10 ans - 2 ans	-0.11	0.15	0.45	0.70	0.55	0.50	0.35	0.40

Tableau 5: Taux d'intérêt américains (fin de la période)

Taux variable	2024 11 sept.	2024 Déc.	2025 Mars	2025 Juin	2025 Sept.	2025 Déc.	2026 Juin	2026 Déc.
Taux des fonds fédéraux (point médian)	5.375	4.125	3.625	3.375	3.375	3.375	3.375	3.375
Bons du Trésor à 91 jours	4.99	3.90	3.40	3.20	3.25	3.25	3.30	3.40
Billets du gouvernement à 2 ans	3.59	3.35	3.25	3.10	3.15	3.20	3.35	3.60
Billets du gouvernement à 10 ans	3.63	3.65	3.55	3.50	3.45	3.50	3.60	3.80
Obligations d'État à 30 ans	3.95	4.05	4.00	3.95	4.00	4.20	4.35	4.50
Écart taux oblig. É.-U. 10 ans - 2 ans	0.04	0.30	0.30	0.40	0.30	0.30	0.25	0.20

Tableau 6: Taux de change

Exchange rate	2024 11 sept.	2024 Déc.	2025 Mars	2025 Juin	2025 Sept.	2025 Déc.	2026 Juin	2026 Déc.
CAD-USD	0.74	0.74	0.75	0.75	0.76	0.76	0.76	0.76
USD-CAD	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.32	1.31	1.31

Perspectives américaines: Appuyer sur la pédale de frein

Par Ali Jaffery ali.jaffery@cibc.com

Depuis plusieurs trimestres, on parle d'un atterrissage en douceur. L'année 2025 semble être celle où les choses se corsent et où les prévisions seront finalement mises à l'épreuve. Alors que l'économie américaine a ralenti, les entreprises cherchent à mettre la pédale douce, mais pas à freiner. Le marché du travail s'est sensiblement refroidi, ce qui risque d'entraîner un ralentissement de la consommation, la principale source constante de momentum, car le reste de l'économie est très morose depuis un certain temps. Face à la faiblesse de l'inflation, la Réserve fédérale peut rapidement revenir à une position neutre qui finira par amortir le repli, et stimuler les secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme l'habitation et la fabrication durable.

Dans ce contexte, la croissance ralentira encore, passant du rythme soutenu de 2,6 % en 2024, niveau auquel nous estimions que la croissance de la production potentielle se situait au cours de l'année, à 1,7 % en 2025, puis à 2,4 % en 2026 (Tableau 1). La décélération ramènera l'économie sous son taux de croissance potentiel de 2,2 % pour 2025, ce qui

augmentera les capacités inutilisées et fera en sorte que le taux de chômage atteindra un sommet de 4,6 % d'ici le milieu de l'année prochaine. Par la suite, l'économie remontera la pente en raison des effets décalés de la baisse des taux d'intérêt; les capacités inutilisées se dissiperont graduellement et la croissance reprendra en 2026. L'inflation globale pourrait chuter sous la cible de 2 % au début de l'année prochaine en raison de l'accroissement des capacités inutilisées et de la baisse des prix du pétrole, mais revenir durablement à la cible de la Réserve fédérale en 2026, alors que le marché du travail renouera avec le plein emploi.

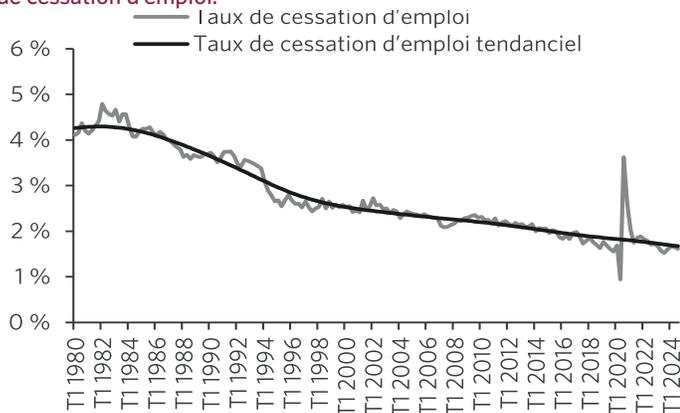
Les demandes d'emploi ne sont plus acceptées

À l'heure actuelle, le marché de l'emploi est au centre de nos prévisions pour les États-Unis. Certains, y compris des porte-parole de la Réserve fédérale, ont été faussement rassurés par le fait que la hausse du chômage aux États-Unis reflète une

Tableau 1 : Prévisions pour le secteur américain du commerce de détail (variations réelles en %, données annuelles désaisonnalisées, sauf indication contraire)

Indicateur	T2 2024 - R.	T3 2024 - P.	T4 2024 - P.	T1 2025 - P.	T2 2025 - P.	T3 2025 - P.	T4 2025 - P.	2024 P	2025 P	2026 P
PIB aux prix du marché (G\$)	28,652	28,946	29,207	29,480	29,737	30,016	30,317	28,769	29,888	31,163
Variation en %	5.5	4.2	3.6	3.8	3.5	3.8	4.1	5.1	3.9	4.3
PIB réel (G\$ de 2012)	22,925	23,038	23,119.4	23,209.5	23,296.2	23,403.7	23,522.4	22,960	23,358	23,880
Variation en %	3.0	2.0	1.4	1.6	1.5	1.9	2.0	2.6	1.7	2.4
Ventes finales	2.2	2.3	1.7	1.6	1.8	1.7	1.9	2.6	1.8	2.4
Consommation personnelle	2.9	2.2	1.2	0.8	1.3	1.1	0.9	2.3	1.3	1.5
Dépenses gouvernementales totales	2.7	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	2.0	2.9	1.4	2.0
Investissements dans le secteur résidentiel	-2.1	2.0	4.0	4.0	5.0	7.0	7.0	5.1	4.1	5.0
Investissements en capital fixe des entreprises	4.6	2.7	1.5	2.3	3.0	3.1	3.8	3.7	2.6	5.0
Variation des stocks (G\$ de 2012)	69.0	54.3	39.3	39.3	24.3	34.3	44.3	47.8	35.6	44.3
Exportations	1.6	3.3	6.0	5.3	4.3	3.6	4.8	2.5	4.5	4.8
Importations	7.0	1.5	2.2	2.0	3.0	2.9	3.0	3.6	2.6	3.0
Déflateur du PIB	2.3	2.1	2.2	2.2	2.0	1.9	2.0	2.5	2.1	2.0
IPC (variation annuelle en %)	3.2	2.5	2.6	1.9	2.3	2.3	2.5	2.9	2.2	2.5
IPC de base (variation annuelle en %)	3.4	3.1	2.9	2.4	2.2	2.2	2.3	3.3	2.3	2.4
Taux de chômage (%)	4.0	4.3	4.4	4.5	4.6	4.3	4.2	4.1	4.4	4.3
Mises en chantier (taux annualisé, en milliers)	1,340	1,347	1,374	1,401	1,436	1,487	1,539	1367.1	1465.9	1655.1

Graphique 1: Le vieillissement de la main-d'œuvre a entraîné une baisse à long terme des tendances de licenciement, aussi appelé taux de cessation d'emploi.



Note: Taux de cessation d'emploi calculé selon la méthodologie exposée dans Shimmer (2012)

Sources: BLS, calculs de la Banque CIBC

baisse de l'embauche et très peu de licenciements. On soutient que le marché du travail ne se détériore pas encore, mais qu'il se normalise. L'argument est que les entreprises, qui avaient beaucoup augmenté leur personnel après la reprise qui a suivi la pandémie, n'acceptent plus de nouvelles demandes d'emploi, mais sont encore assez à l'aise pour ne pas laisser partir les travailleurs.

Le problème avec ce point de vue est qu'il ne tient pas compte de ce qui est à l'origine du taux de chômage. Mis à part des événements soudains comme la crise financière et la pandémie, il s'agit d'un ralentissement de l'embauche qui laisse présager une hausse du taux de chômage, plutôt qu'une augmentation des licenciements.

En fait, depuis les années 1980, il y a eu une baisse à long terme du taux de cessation d'emploi, qui mesure les tendances en matière de licenciement (Graphique 1). Ce recul est largement attribuable au vieillissement de la population (Crump et al.,

2019). Les travailleurs âgés ont plus d'expérience et de compétences spécialisées, et des décennies de croissance anémique de la population ont fait en sorte qu'il y a moins de travailleurs pour les remplacer facilement. Ainsi, le licenciement est un choix très coûteux pour de nombreuses entreprises, mais il n'est pas généralisé, à moins que l'économie soit déjà en pleine récession.

La baisse des embauches, exprimée par la baisse du taux de recherche d'emplois, a été le principal facteur et un indicateur avancé du chômage au cours des cycles économiques (Graphique 2). Même en cas de choc majeur, les mises à pied massives sont brèves et c'est le ralentissement des embauches qui, au bout du compte, maintient le taux de chômage élevé par la suite.

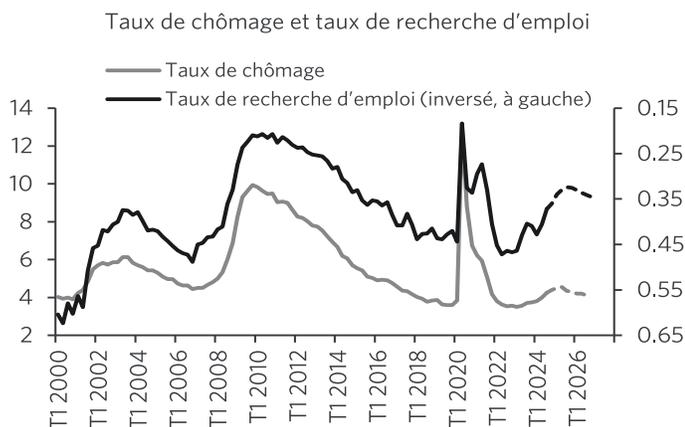
Nous trouvons donc que ce point de vue selon lequel la réduction de l'embauche fait partie d'une « normalisation » est quelque peu malavisé et risque de faire en sorte qu'on se perde dans les détails et qu'on oublie d'avoir une vue d'ensemble. Le nombre d'embauches a diminué très rapidement depuis 2023, et dans une économie où l'offre de main-d'œuvre est abondante, la question est de savoir quand et non si le marché du travail affichera des capacités excédentaires.

Nous prévoyons que la Réserve fédérale le reconnaîtra bientôt, après un ou deux autres mauvais rapports sur l'emploi, et qu'elle assouplira énergiquement sa politique pour soutenir l'économie. Toutefois, en raison du délai avant que les politiques monétaires aient un effet sur l'économie, le taux de recherche d'emplois commencera à peine à se stabiliser d'ici la fin de l'année et le taux de chômage commencera à s'améliorer plus tard.

Aller doucement vers le danger

Après le marché de l'emploi, le principal enjeu est de savoir dans quelle mesure la croissance ralentira et, en particulier, où en seront les consommateurs l'an prochain.

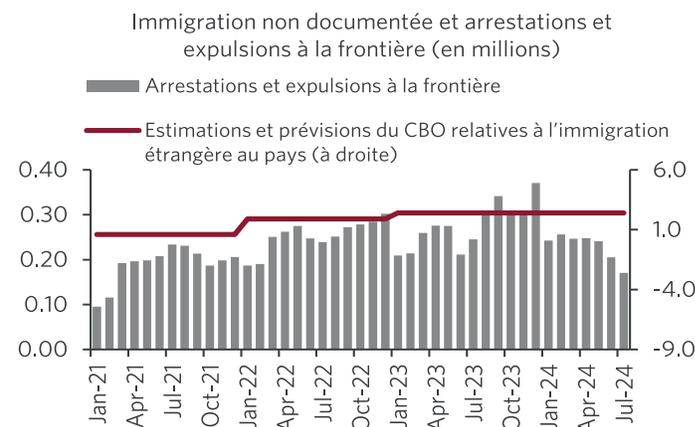
Graphique 2: L'embauche est très cyclique et c'est ce qui donne, au bout du compte, le ton au taux de chômage



Note: Taux de recherche d'emplois calculé selon la méthodologie exposée dans Shimmer (2012)

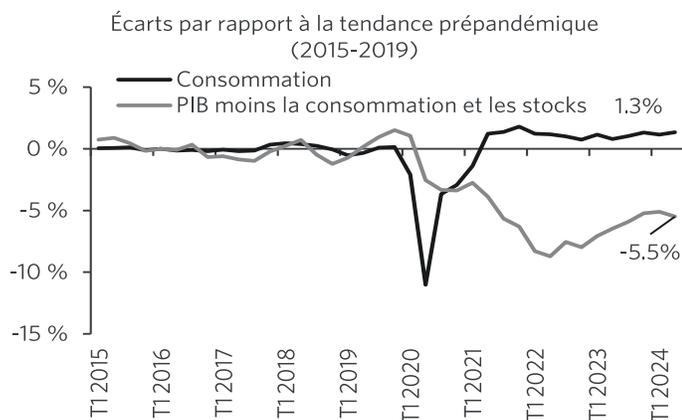
Sources: BLS, calculs de la Banque CIBC

Graphique 3: La surveillance des frontières porte à croire que l'immigration non documentée pourrait ralentir fortement



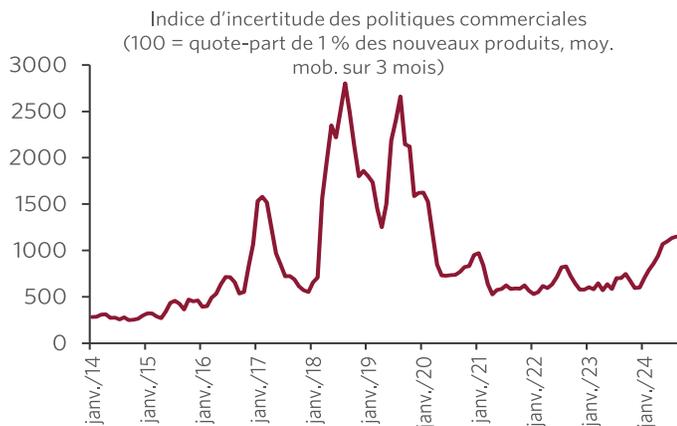
Sources: US Customs and Border Protections, CBO, Banque CIBC

Graphique 4: À l'exception de dépenses de consommation, l'économie est faible depuis un certain temps



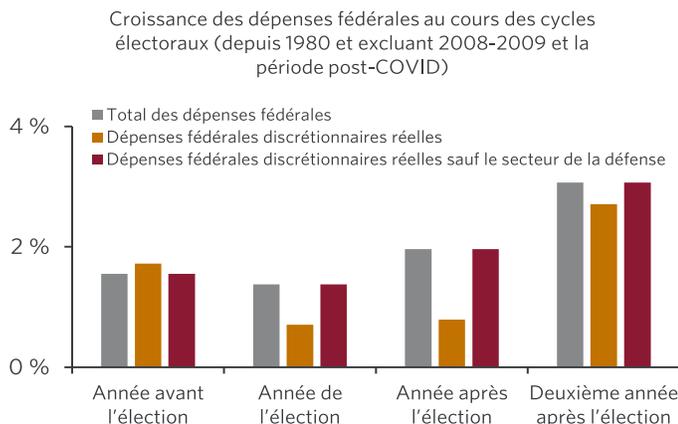
Sources: BEA, calculs de la Banque CIBC

Graphique 5: L'incertitude à l'égard de la politique commerciale, même si elle n'est pas à son comble, s'accroît



Sources: Caldara et al (2020), CIBC

Graphique 6: Les dépenses fédérales ralentissent pendant les élections et immédiatement après celles-ci



Sources: OMB, BEA, calculs de la Banque CIBC

Nous avons fait valoir très tôt qu'il y a plus à la consommation que l'on pourrait croire à première vue, dans un contexte où la richesse est élevée et où le travail à domicile amène la consommation de biens durables passe à un nouveau niveau tendanciel (voir *How boomers and work-from-home changed American spending patterns* (Comment les baby-boomers et le travail à domicile ont changé les habitudes de dépenses aux États-Unis)). Toutefois, ces facteurs ne semblent plus exercer autant d'attraction, et, comme le marché de l'emploi s'oriente dans la mauvaise direction, le pouvoir d'achat des consommateurs s'en trouvera encore réduit. Le consommateur brûle déjà la chandelle par les deux bouts, et le taux d'épargne s'approche de son creux le plus bas.

Le ralentissement de la croissance démographique pourrait également nuire aux dépenses. La surveillance des frontières nous apprend que la forte hausse de l'immigration illégale, qui, selon le CBO, ne diminuerait pas sensiblement avant 2026, ralentit déjà rapidement (Graphique 3). Les démocrates font manifestement tout ce qu'il faut pour contenir une frontière poreuse dans une course électorale serrée. La croissance de la population pourrait diminuer de moitié d'ici la fin de l'année prochaine, ce qui réduirait en partie la consommation.

Ce dont on parle moins, c'est le rendement du reste de l'économie, qui est bien en deçà de sa tendance pré-pandémique (Graphique 4). C'est comme si l'économie était bouillonnante de fièvre, mais que personne ne s'en apercevait encore. Et ce n'est pas qu'une petite partie de l'économie, puisqu'il s'agit du tiers du PIB. La faiblesse des investissements des entreprises et les exportations représentent la majeure partie de cet écart, et ce serait encore pire si ce n'était d'une frénésie d'achats d'avions.

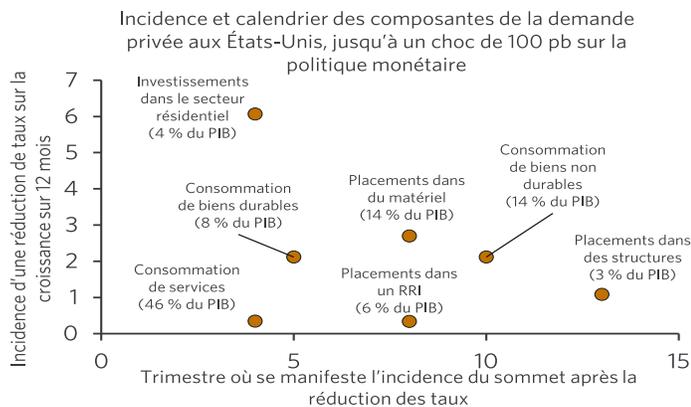
Ces secteurs sont en partie sensibles aux taux d'intérêt, mais ils dépendent aussi de la situation économique au-delà des États-Unis. L'inquiétude grandissante à l'égard de la politique commerciale pourrait aussi être un facteur à prendre en compte (Graphique 5) si les entreprises reportent leurs décisions quant à l'emplacement des usines jusqu'à ce que la poussière retombe sur les tarifs douaniers et les barrières commerciales envisagés. La baisse des taux d'intérêt contribuera à stimuler ce segment du PIB, et les exportations pourraient profiter d'un assouplissement des politiques monétaires à l'étranger tant que les guerres commerciales ne jouent pas les trouble-fêtes.

La fête ne se poursuit pas après l'élection

La croissance en 2023 et en 2024 a été favorisée par de solides dépenses gouvernementales, tant fédérales que locales. Toutefois, en raison de la baisse des embauches au sein du gouvernement et du ralentissement des dépenses publiques dans la construction, les dépenses gouvernementales devraient s'essouffler un peu au second semestre de 2024.

Cela serait conforme aux tendances historiques, car pendant les années d'élection et l'année suivant une élection, les dépenses du gouvernement fédéral ont généralement diminué, surtout en chiffres réels (Graphique 6). Ce n'est que deux ans après une élection que les dépenses commencent à augmenter.

Graphique 7: Les placements dans le secteur de l'habitation sont très sensibles aux taux d'intérêt et réagissent très rapidement aux baisses de taux



Note: Série sur les chocs sur les politiques monétaires de Nakamura et Steinsson (2018)

Sources: Nakamura et Steinsson (2018), BEA, calculs de la Banque CIBC

Cela semble raisonnable pour les élections en cours. La mise sur pied hâtive de l'équipe de Kamala Harris fait en sorte qu'elle ne dispose pas des mêmes avantages qu'une administration sortante, tandis qu'une administration Trump pourrait devoir se battre pour son programme législatif avant que ses projets soient prêts à démarrer.

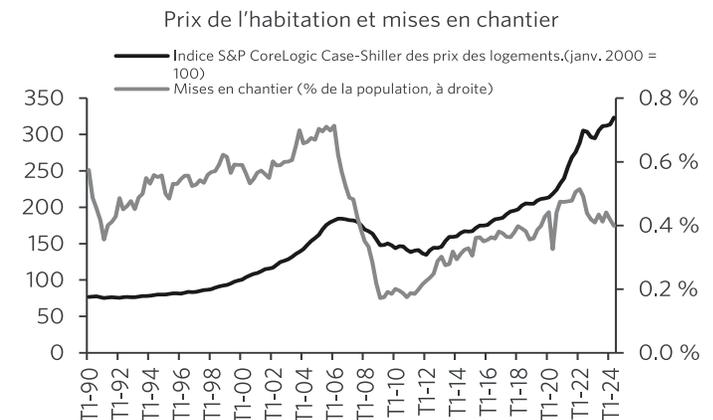
L'habitation sera le moteur de la reprise en 2026

Malgré la décélération à court terme de l'embauche et de la consommation et la croissance décevante ailleurs, la politique de la Réserve fédérale devrait constituer une force puissante pour mettre fin à l'hémorragie au second semestre de 2025. D'une part, le marché de l'habitation devrait réagir très rapidement aux réductions de taux, ce qui stimulera graduellement les dépenses de consommation liées à l'habitation. Au total, ces composantes représentent environ un quart du PIB.

Le secteur de l'habitation est reconnu comme étant le plus sensible aux taux d'intérêt, car il est environ quatre fois plus sensible que la composante moyenne de la demande intérieure privée (Graphique 7). L'incidence maximale d'un assouplissement monétaire de 100 pb stimule la croissance des investissements résidentiels d'environ 6 points de pourcentage en un an. Selon de nouvelles recherches, cela pourrait être encore plus rapide, les prix des logements réagissant aux nouvelles concernant la Réserve fédérale en quelques semaines (Gorea et al, 2022).

L'état actuel du marché de l'habitation pourrait accentuer cet effet cette fois-ci. Aux États-Unis, la pénurie de logements s'accroît à l'échelle nationale et le déficit de l'habitation est estimé entre 1,5 million et 5,5 millions de personnes (McCue et Huang, 2024). Les prix des logements sont demeurés hauts malgré les taux élevés de ce cycle, et les mises en chantier ne

Graphique 8: Les réductions de taux pourraient entraîner une demande comprimée pour l'habitation, où l'offre a été perturbée



Sources: S&P CoreLogic, Census Bureau, BLS, calculs de la Banque CIBC

sont jamais revenues à leur sommet d'avant la crise financière en pourcentage de la population (Graphique 8).

Bien entendu, il ne s'agira pas seulement de l'habitation; d'autres segments de l'économie profiteront de la baisse des taux et l'emploi dans les secteurs sensibles aux variations cycliques s'améliorera graduellement. Une solide croissance ailleurs favorisera la reprise aux États-Unis. Toutefois, notre optimisme repose clairement sur le fait que la Réserve fédérale fera ce qu'il faut, en commençant par une réduction d'un quart de point ce mois-ci, et en décrétant ensuite quelques baisses de 50 points de base pour mettre les choses en route. À vous de jouer, président Powell.

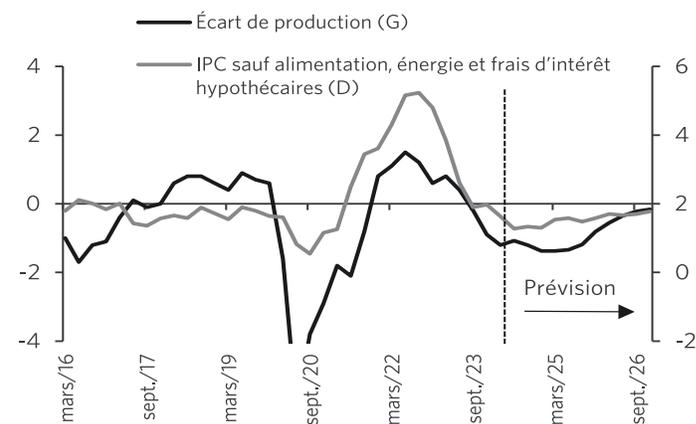
Perspectives du marché canadien: Adopter le bon rythme

Andrew Grantham andrew.grantham@cibc.com et Katherine Judge katherine.judge@cibc.com

Qu'il s'agisse de la hausse du taux de chômage, de la baisse des dépenses de consommation par habitant ou de la faiblesse de l'inflation, à l'exclusion des frais d'intérêts hypothécaires, de nombreuses données laissent croire que l'économie canadienne a enregistré d'importantes capacités inutilisées. Autrement dit, l'économie dispose d'une grande marge de manœuvre pour naviguer sans que l'inflation augmente.

Toutefois, bien que la Banque du Canada ait commencé à réduire les taux d'intérêt et que les taux des prêts hypothécaires à terme aient aussi baissé, il faudra encore des réductions et plus de temps avant que le rythme lent de l'économie ne s'accélère. Il faudrait, selon nous, que les taux d'intérêt passent sous la barre de la neutralité d'ici le milieu de 2025 et qu'ils restent à ce niveau tout au long de 2026, afin que la croissance soit suffisamment rapide pour ramener le taux de chômage à un niveau inférieur et éviter que l'inflation ne s'établisse sous la cible de 2 %.

Graphique 1: Il y a des capacités inutilisées au sein de l'économie pour contenir l'inflation, même si la croissance s'accélère

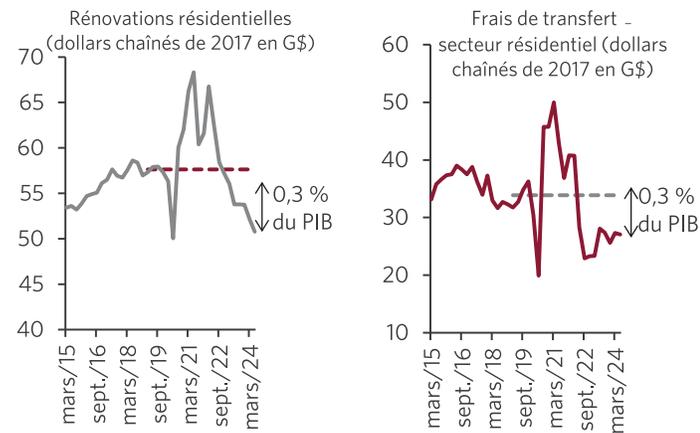


Sources: Statistique Canada et Banque CIBC

Tableau 1 : Prévisions pour le Canada (variations réelles en %, données annuelles désaisonnalisées, sauf indication contraire)

Indicateur	T2 2024 - R.	T3 2024 - P.	T4 2024 - P.	T1 2025 - P.	T2 2025 - P.	T3 2025 - P.	T4 2025 - P.	2024 P	2025 P	2026 P
PIB aux prix du marché (G\$)	3,005	3,016	3,039	3,068	3,100	3,137	3,180	3,004	3,121	3,283
Variation en %	7.1	1.4	3.1	3.9	4.2	4.9	5.5	3.9	3.9	5.2
PIB réel (G\$ de 2012)	2,379	2,385	2,391	2,402	2,414	2,428	2,449	2,380	2,423	2,489
Variation en %	2.1	1.0	1.1	1.8	1.9	2.4	3.4	1.1	1.8	2.7
Demande intérieure finale	2.4	1.0	1.3	2.0	2.2	2.2	3.5	1.5	1.9	2.7
Consommation des ménages	0.6	0.3	0.8	1.9	1.5	2.3	3.2	1.7	1.5	2.8
Dépenses gouvernementales totales	6.7	2.6	2.0	2.2	3.0	1.5	4.0	2.5	2.6	1.8
Construction résidentielle	-7.3	1.6	3.0	1.0	3.0	4.0	4.5	-0.6	1.9	4.3
Investissement des entreprises	8.8	0.9	1.0	2.9	3.7	2.5	3.8	-0.7	2.8	3.5
Variation des stocks (G\$ de 2012)	25.7	25.9	28.0	28.5	29.5	31.1	28.5	26.2	29.4	28.5
Exportations	-1.8	0.4	1.3	2.4	1.7	3.2	4.0	0.7	1.7	3.2
Importations	-0.5	0.7	2.8	3.2	3.0	3.2	3.0	0.7	2.5	2.9
Déflateur du PIB	4.6	0.5	2.0	2.0	2.2	2.4	2.1	2.8	2.1	2.4
IPC (variation annuelle en %)	2.7	2.1	1.8	2.1	1.5	1.5	1.9	2.4	1.7	1.9
Taux de chômage (%)	6.3	6.6	6.8	6.6	6.5	6.4	6.2	6.4	6.4	5.8
Variation de l'emploi (en milliers)	120	20	48	120	83	55	24	323	292	299
Balance commerciale des biens (taux annuel, en G\$)	-8.7	-7.0	-8.5	-8.6	-12.7	-10.9	-7.0	-6.1	-9.8	-7.5
Mises en chantier (taux annualisé, en milliers)	250	259	254	260	263	265	266	252	263	291

Graphique 2: Les rénovations résidentielles (G) et la revente (D) ont beaucoup de marge pour se rétablir



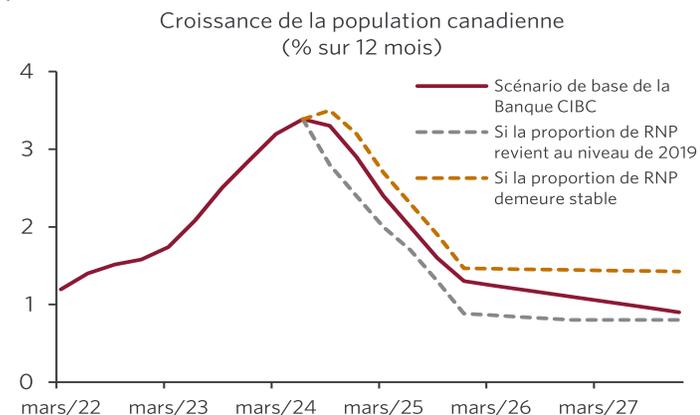
Sources: Statistique Canada et Banque CIBC

Grande marge de manœuvre

Même si l'économie fonctionnait dans des conditions très difficiles en 2022 et l'an dernier, il y a beaucoup de marge pour la croissance aujourd'hui. Les chaînes d'approvisionnement ne sont peut-être pas revenues au niveau où elles étaient avant la pandémie, en raison des tensions commerciales avec la Chine et des conflits mondiaux persistants, mais la demande s'est tellement affaiblie que le ratio des stocks au chiffre d'affaires est maintenant nettement supérieur à sa moyenne du cycle précédent. Dans le secteur des services, on constate aussi une augmentation des capacités excédentaires, sauf dans le segment du logement. L'économie devrait donc pouvoir résister à une forte augmentation de la demande, sans que l'inflation ne s'accroisse de nouveau (Graphique 1).

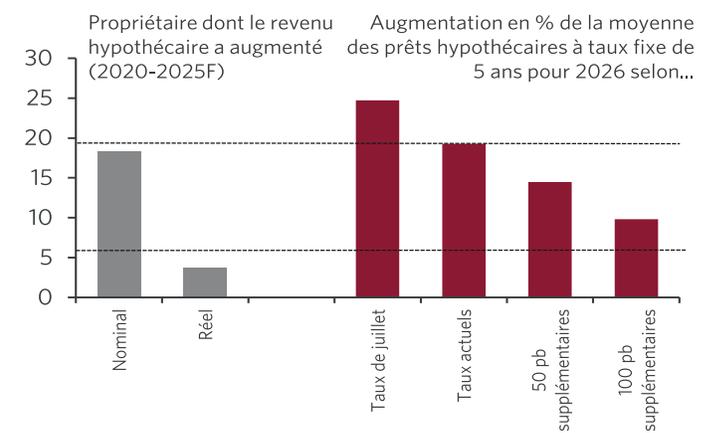
Il y a aussi beaucoup de place pour une reprise de l'activité immobilière, les dépenses de rénovation et de revente étant nettement inférieures aux normes pré-pandémiques (Graphique 2). De toute évidence, les nouvelles constructions doivent

Graphique 3: La croissance de la population ralentira rapidement, même si les cibles en matière de résidents non permanents ne sont pas atteintes



Sources: Statistique Canada et Banque CIBC

Graphique 4: Les taux hypothécaires devront baisser encore légèrement pour atténuer les difficultés liées au refinancement



Sources: CIBC

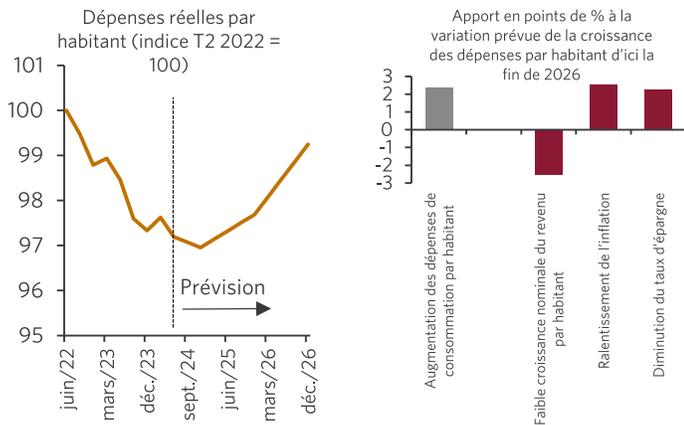
s'accroître pour aider à compenser la sous-construction dans le contexte de la forte croissance démographique des dernières années. Étant donné la faiblesse de ce point de départ, les investissements dans le secteur résidentiel devraient être en mesure d'ajouter entre 0,5 % et 1,0 % au PIB sans dépasser les niveaux pré-pandémiques de manière générale tout en demeurant inférieurs par habitant. Toutefois, la faiblesse des ventes de copropriétés avant leur construction, pour 2024, nous porte à croire que les mises en chantier de logements multifamiliaux connaîtront une année modeste.

Bien que le logement ait fortement contribué à l'inflation récemment, cela est surtout attribuable aux frais d'intérêts hypothécaires et aux loyers. Même si nous nous attendons à ce que les autres coûts liés au logement (y compris les frais de transfert et les coûts de remplacement) augmentent à mesure que les investissements dans le secteur résidentiel se redressent, cela ne devrait pas être suffisant pour compenser entièrement la contribution plus faible des frais d'intérêts hypothécaires.

Un ralentissement de l'inflation des prix des loyers, dû à un ralentissement de la croissance démographique, devrait également apporter un coup de pouce. Même si on ne sait pas exactement dans quelle mesure la croissance démographique ralentira au cours des prochaines années, toute estimation raisonnable est nettement inférieure au rythme torride actuel. Si le gouvernement fédéral atteint sa cible de réduction de la proportion de résidents non permanents au sein de la population afin qu'elle revienne au niveau pré-pandémique, le taux de croissance actuel de quelque 3 % atteindrait rapidement moins de 1 %.

Il s'agit peut-être d'une cible difficile à atteindre, compte tenu des retards dans le système, de la possibilité pour les personnes ici de prolonger leur visa et de la réticence des entreprises et des universités. Toutefois, même si la proportion de résidents non permanents cessait tout simplement d'augmenter, le rythme de croissance de la population serait encore réduit de

Chart 5: Les dépenses réelles par habitant devraient se redresser à la fin de 2025-2026 (G), en raison d'une légère baisse de l'épargne et d'un ralentissement de l'inflation (D)



Sources: Statistique Canada et Banque CIBC

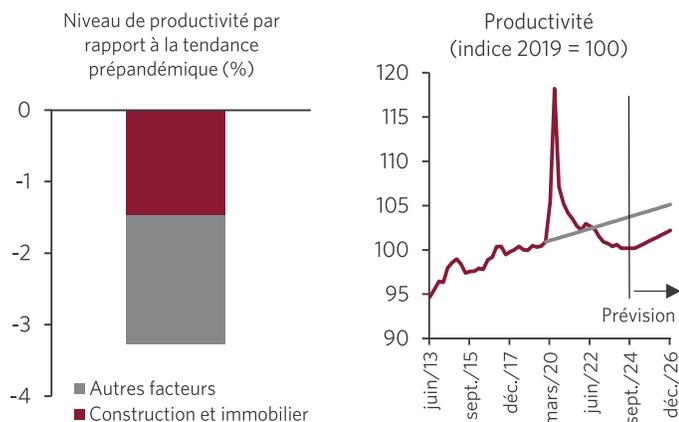
moitié, pour s'établir à environ 1,5 %. Notre hypothèse de travail se rapproche du point médian (Graphique 3).

Jusqu'à où les taux doivent-ils descendre?

La question n'est pas de savoir s'il est possible que la croissance canadienne s'accélère, mais plutôt de déterminer la faiblesse des taux d'intérêt nécessaire pour y parvenir. Même si les taux ont déjà baissé, les taux d'intérêt réels demeurent restrictifs et les propriétaires qui ont acheté pendant la pandémie, alors que les taux étaient extrêmement bas, devront faire face à des coûts de financement plus élevés au moment de leur renouvellement.

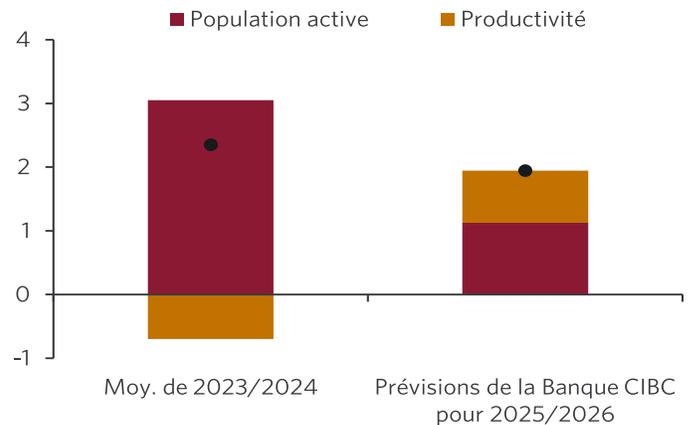
En effet, même si la Banque du Canada a commencé à réduire son taux du financement à un jour, et que les marchés financiers ont réévalué le rythme prévu des réductions afin de réduire également les taux à cinq ans, le propriétaire moyen qui a acheté en 2021 devra quand même faire face à une hausse des versements hypothécaires qui dépasserait la croissance de son revenu s'il refinançait aujourd'hui (Graphique 4). Les

Graphique 6: La construction et l'immobilier sont à l'origine d'une partie des problèmes de productivité (G); une baisse des taux pourrait entraîner une remontée (D)



Sources: Statistique Canada et Banque CIBC.

Graphique 7: Le rebond de la productivité limiterait la décélération du potentiel



Sources: Statistique Canada, Banque du Canada et Banque CIBC

taux des prêts hypothécaires à cinq ans devraient être de 50 à 100 points de base inférieurs pour que l'augmentation des coûts de refinancement soit inférieure à la hausse des revenus nominaux, même si les pressions inflationnistes ont réduit la croissance des revenus en chiffres réels.

Les taux d'intérêt pourraient ne pas atteindre des niveaux suffisamment bas pour atténuer les pressions liées au refinancement avant le milieu de l'année prochaine, moment où nous nous attendons à voir des signes plus clairs d'une hausse des dépenses de consommation par habitant (Graphique 5, à gauche).

Même si nous doutons qu'une grande partie de l'épargne excédentaire attende sagement d'être dépensée, il n'est pas nécessaire que le taux d'épargne soit sensiblement réduit pour stimuler les dépenses de consommation par habitant. Une réduction modeste de 2 points de pourcentage du taux d'épargne et une période au cours de laquelle les salaires augmenteraient au-delà d'un taux d'inflation maintenant plus faible suffiraient à relancer les dépenses, même si la croissance des revenus des ménages ralentissait (Graphique 5, à droite).

Rehausser la barre

Même si nous pensons qu'il y a beaucoup de capacités inutilisées dans l'économie et qu'il y a une marge de croissance à court terme, cela pourrait être absorbé rapidement si la production potentielle de l'économie n'augmente pas aussi. Étant donné que la croissance potentielle a dépendu uniquement de l'expansion de la population active au cours des dernières années, on craint que, à mesure que la croissance de la population s'atténue en raison de nouvelles restrictions, toute marge de manœuvre supplémentaire au sein de l'économie ne progresse que lentement.

Nous sommes un peu plus optimistes; nous nous attendons à ce qu'une reprise partielle de la productivité compense en partie le ralentissement de la croissance démographique. Même si bon nombre des problèmes qui minent la productivité

au Canada ne seront pas résolus du jour au lendemain, notamment l'élargissement du secteur public, le nombre croissant d'emplois moins bien rémunérés et la diminution de la part du secteur pétrolier et gazier dans le PIB, la récente extrême faiblesse pourrait avoir un élément cyclique.

Certaines entreprises de services ont besoin d'un nombre minimal d'employés, même si la demande est faible. De plus, les segments très cycliques de l'économie, comme la construction et l'immobilier, ont entraîné près de la moitié de la sous-performance de la productivité par rapport à la tendance pré-pandémique (Graphique 6, à gauche). Même si cet écart se rétrécissait à peine jusqu'à la fin de 2026 (Graphique 6, à droite), cela suffirait à faire en sorte que la croissance potentielle de l'économie ne ralentisse pas trop par rapport à la tendance actuelle (Graphique 7).

Dans l'ensemble, l'économie canadienne dispose d'une grande marge de manœuvre avant que le potentiel économique soit atteint et que l'inflation recommence à augmenter. Toutefois, il faudra sans doute que les taux d'intérêt baissent encore davantage avant que le rythme modeste de l'économie ne s'accélère. Finalement, il faudra probablement attendre jusqu'à l'an prochain pour que les effets des réductions de taux ne se fassent pleinement sentir.

Contacts:

Avery Shenfeld
avery.shenfeld@cibc.com

Benjamin Tal
benjamin.tal@cibc.com

Andrew Grantham
andrew.grantham@cibc.com

Ali Jaffery
ali.jaffery@cibc.com

Katherine Judge
katherine.judge@cibc.com

FICC Strategy

Ian Pollick
ian.pollick@cibc.com

CIBC Capital Markets

PO Box 500
161 Bay Street, Brookfield Place
Toronto, Canada, M5J 2S8
[Bloomberg @ CIBC](#)

economics.cibccm.com

CIBC Capital Markets is a trademark brand name under which Canadian Imperial Bank of Commerce ("CIBC"), its subsidiaries and affiliates (including, without limitation, CIBC World Markets Inc., CIBC World Markets Corp. and CIBC Capital Markets (Europe) S.A.) provide different products and services to our customers around the world. Products and/or services offered by CIBC include corporate lending services, foreign exchange, money market instruments, structured notes, interest rate products and OTC derivatives. CIBC's Foreign Exchange Disclosure Statement relating to guidelines contained in the FX Global Code can be found at www.cibccm.com/fxdisclosure. Other products and services, such as exchange-traded equity and equity options, fixed income securities and futures execution of Canadian securities, are offered through directly or indirectly held subsidiaries of CIBC as indicated below.

Distribution

This report is written by the economics team at CIBC Capital Markets and is not the product of a CIBC Capital Markets research department. This report is issued and approved for distribution: (a) in Canada, by CIBC World Markets Inc., a member of the Canadian Investment Regulatory Organization, the Toronto Stock Exchange, the TSX Venture Exchange and a Member of the Canadian Investor Protection Fund; and (b) in the United States, by either: (i) CIBC World Markets Inc. for distribution only to U.S. Major Institutional Investors ("MII") (as such term is defined in SEC Rule 15a-6) or (ii) CIBC World Markets Corp., a member of the Financial Industry Regulatory Authority. U.S. MIIs receiving this report from CIBC World Markets Inc. (the Canadian broker-dealer) are required to effect transactions (other than negotiating their terms) in securities discussed in the report through CIBC World Markets Corp. (the U.S. broker-dealer).

This report is provided, for informational purposes only, to institutional investor and retail clients of CIBC World Markets Inc. in Canada and does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any securities discussed herein, including (without limitation) in any jurisdiction where such offer or solicitation would be prohibited.

The distribution of this report in the United Kingdom is being made only to, or directed only at, persons falling within one or more of the exemptions from the financial promotion regime in section 21 of the UK Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) ("FSMA") including, without limitation, to the following:

- authorised firms under FSMA and certain other investment professionals falling within article 19 of the FSMA (Financial Promotion) Order 2005 ("FPO") and directors, officers and employees acting for such entities in relation to investment;
- high value entities falling within article 49 FPO and directors, officers and employees acting for such entities in relation to investment; and
- persons who receive this presentation outside the United Kingdom.

The distribution of this report to any other person in the United Kingdom is unauthorised and may contravene FSMA. No person falling outside such categories should treat this report as constituting a promotion to them or rely or act on it for any purposes whatsoever. This report is distributed solely to eligible counterparties or professional clients and not retail clients as defined in point (8) of Article 2 of Regulation (EU) No 2017/565 as it forms part of UK domestic law by virtue of the European Union (Withdrawal) Act 2018.

For all other jurisdictions, this report is distributed solely to institutional clients and not retail clients as defined by the applicable securities legislation and regulation to which CIBC Capital Markets may be subject in any jurisdiction.

Miscellaneous

This report does not take into account the investment objectives, financial situation or specific needs of any particular client of CIBC. Before making an investment decision on the basis of any information contained in this report, the recipient should consider whether such information is appropriate given the recipient's particular investment needs, objectives and financial circumstances. CIBC suggests that, prior to acting on any information contained herein, you contact one of our client advisers in your jurisdiction to discuss your particular circumstances. Since the levels and bases of taxation can change, any reference in this report to the impact of taxation should not be construed as offering tax advice; as with any transaction having potential tax implications, clients should consult with their own tax advisors. Past performance is not a guarantee of future results.

The information and any statistical data contained herein were obtained from sources that we believe to be reliable, but we do not represent that they are accurate or complete, and they should not be relied upon as such. All estimates and opinions expressed herein constitute judgments as of the date of this report and are subject to change without notice.

This report may provide addresses of, or contain hyperlinks to, Internet web sites. CIBC has not reviewed the linked Internet web site of any third party and takes no responsibility for the contents thereof. Each such address or hyperlink is provided solely for the recipient's convenience and information, and the content of linked third-party web sites is not in any way incorporated into this document. Recipients who choose to access such third-party web sites or follow such hyperlinks do so at their own risk.

Unauthorized use, distribution, duplication or disclosure without the prior written permission of CIBC World Markets Inc. is prohibited by law and may result in prosecution.

CIBC Capital Markets and the CIBC Logo Design are trademarks of CIBC, used under license.