



POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Perspectives économiques : une récession apparaît probable au Canada et dans d'autres pays

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège,

Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne, et Hendrix Vachon, économiste principal

FAITS SAILLANTS

- ▶ Après plus de deux ans de pandémie, la forte inflation persistante a forcé de nombreuses banques centrales à relever les taux d'intérêt de façon marquée. Toutefois, ce ne sera pas une tâche facile. Les pressions inflationnistes actuelles découlent en partie de facteurs indépendants de la volonté des banques centrales.
- ▶ **L'inflation élevée et son incidence nous portent maintenant à estimer qu'un scénario d'« atterrissage en douceur » est moins probable.** L'économie canadienne, comme plusieurs autres, semble se diriger vers un léger repli, qui devrait avoir lieu autour du début de 2023. **Ce repli constitue selon nous un passage obligé pour réduire certains des déséquilibres qui alimentent actuellement l'inflation.** La résorption graduelle des difficultés dans les chaînes d'approvisionnement et d'autres problèmes du côté de la production aidera aussi à réduire l'inflation.
- ▶ **La Banque du Canada (BdC) fait face à une situation de plus en plus délicate.** La poursuite du resserrement monétaire s'avère nécessaire pour lutter contre l'inflation, mais cela se fera au détriment du cycle d'expansion.
- ▶ **On s'attend à ce que le taux des fonds à un jour atteigne au moins 3,25 % cet automne.** La poursuite du repli du marché immobilier sera le principal frein à la croissance, mais on s'attend à ce que la consommation des ménages et les investissements des entreprises tournent également au ralenti dans les trimestres à venir, amenant ainsi une légère contraction du PIB réel au début de 2023.
- ▶ **L'économie du Québec est légèrement mieux positionnée que d'autres provinces** en raison d'un marché du travail plus vigoureux, d'une épargne plus élevée et d'une correction anticipée moins importante du

marché de l'habitation. Ainsi, le Québec devrait connaître un ralentissement de croissance significatif, mais éviter une contraction. Le taux de chômage devrait remonter en 2023, mais de façon modeste et graduelle étant donné un point de départ caractérisé par des besoins records en main-d'œuvre.

- ▶ **Le scénario de récession revêt une dimension mondiale.** Aux États-Unis, les risques de connaître une récession (au sens officiel) sont élevés pour 2023, notamment en raison de la difficulté pour la Réserve fédérale (Fed) de doser adéquatement son resserrement monétaire et de la diminution du coussin d'épargne des ménages américains. L'Europe est particulièrement vulnérable aux effets des sanctions et représailles liées à la guerre en Ukraine ainsi qu'au resserrement monétaire de la Banque centrale européenne (BCE). La Chine a subi une contraction de son PIB au deuxième trimestre de 2022, et l'application stricte d'une politique zéro COVID limite son potentiel de rebond.
- ▶ **Relativement au scénario central, certains facteurs de risque méritent d'être soulignés.** Du côté pessimiste, une récession plus importante pourrait se matérialiser, notamment si un resserrement monétaire plus musclé s'avère nécessaire pour venir à bout de l'inflation élevée, ou encore si les États-Unis connaissent une récession sévère. Du côté optimiste, les ménages canadiens continuent d'accumuler de l'épargne, ce qui les aidera à affronter les pressions financières. L'embellie récente des finances publiques place également les gouvernements en bonne posture pour tenter d'adoucir le choc et jeter les assises d'une nouvelle relance. **Cela représenterait une bonne occasion d'effectuer des investissements publics judicieux pour accroître la productivité et la résilience de l'économie à moyen terme.**

La croissance mondiale ralentit rapidement

L'économie mondiale a encaissé plusieurs chocs. Le plus important de ceux-ci est la pandémie, qui continue de causer des perturbations. Même si la plupart des économies ont maintenant appris à vivre avec le virus, la politique zéro COVID de la Chine continue de nuire à la fois à sa propre économie et aux chaînes d'approvisionnement mondiales. Pendant ce temps, la guerre en Ukraine et ses conséquences mettent en relief les risques à la hausse sur les prix des matières premières. De plus, les marchés du travail sont maintenant extrêmement tendus dans plusieurs pays et les salaires augmentent plus rapidement. Les anticipations d'inflation ont également crû, quoiqu'à des degrés différents selon l'horizon de temps analysé. Cela peut contribuer à prolonger la période de forte inflation.

La pire inflation depuis des décennies a incité plusieurs banques centrales à resserrer énergiquement leur politique monétaire. Pour ce faire, elles augmentent rapidement les taux d'intérêt et certaines d'entre elles diminuent la taille de leur bilan. Les effets défavorables prévus sur la demande ont considérablement accru le risque de récession dans de nombreux pays. La crise énergétique résultant de l'invasion de l'Ukraine par la Russie a rendu l'**Europe** particulièrement vulnérable, au moment même où la BCE a annoncé une première hausse de ses taux d'intérêt en une décennie. L'économie de la **Chine** s'est contractée au deuxième trimestre de cette année à cause des confinements liés à la COVID et devrait connaître un rebond moins prononcé qu'en 2020, contribuant ainsi à un ralentissement de la croissance mondiale cette année. La croissance du PIB réel a reculé aux **États-Unis** pour un deuxième trimestre consécutif en 2022. Même si peu de critères ont été réunis pour signaler officiellement de récession au premier semestre de l'année¹, des hausses de taux vigoureuses par la Fed suggèrent que le risque d'une véritable récession, avec des pertes d'emplois, est élevé en 2023 (tableau 1).

Canada : une légère récession probable prévue en 2023
L'économie canadienne n'est pas à l'abri des tendances mondiales. Autant l'inflation totale que l'inflation de base sont à des sommets jamais atteints depuis des décennies (graphique 1). Comme ailleurs, l'inflation des prix de l'énergie et des biens est élevée au Canada. Les prix des services ne sont pas très loin derrière, alors que la croissance des salaires augmente et que les ménages renouent avec les services dont l'accès avait été restreint durant les confinements. L'intensification des pressions salariales soulève également des préoccupations quant à l'enracinement progressif des attentes inflationnistes.

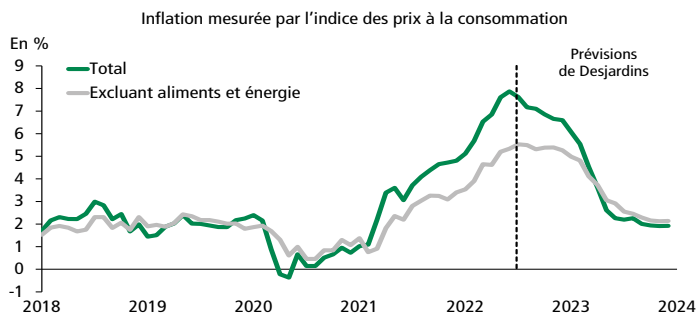
¹ Pour plus de détails, veuillez consulter : [Récessions : pas toujours facile de les reconnaître](#), Desjardins, Études économiques, Point de vue économique, 14 juillet 2022, 5 p.

TABLEAU 1
Perspectives économiques aux États-Unis et au Canada

EN %	RÉALISÉ	PRÉVISIONS	
	2021	2022	2023
États-Unis			
Croissance du PIB réel	5,7	1,6	0,4
Inflation mesurée par l'IPC	4,7	8,0	3,7
Taux de chômage	5,4	3,6	4,5
Taux des fonds fédéraux*	0,25	3,50	3,25
Rendement des bons du Trésor de 10 ans*	1,52	2,85	2,70
Canada			
Croissance du PIB réel	4,5	3,4	0,3
Inflation mesurée par l'IPC	3,4	6,9	3,0
Taux de chômage	7,5	5,3	6,2
Ventes de propriétés existantes	20,7	-24,0	-21,0
Prix moyen des maisons	21,3	1,0	-11,5
Taux cible du financement à un jour*	0,25	3,25	2,75
Rendement des bons du Trésor de 10 ans*	1,42	2,90	2,35
Québec			
Croissance du PIB réel	5,6	3,7	0,5
Inflation mesurée par l'IPC	3,8	6,8	3,1
Taux de chômage	6,1	4,4	5,2
Ventes de propriétés existantes	-2,4	-16,6	-16,8
Prix moyen des maisons	18,9	7,5	-11,6
Ontario			
Croissance du PIB réel	4,3	3,2	0,1
Inflation mesurée par l'IPC	3,5	6,9	3,0
Taux de chômage	8,0	5,6	6,8
Ventes de propriétés existantes	18,6	-33,5	-23,1
Prix moyen des maisons	25,6	3,9	-14,0

IPC : indice des prix à la consommation; * Fin de période.

Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada, Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

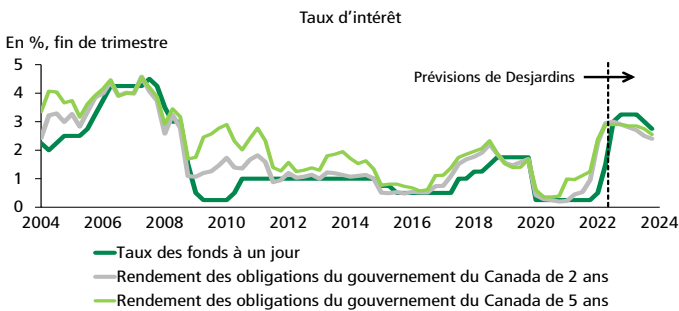
GRAPHIQUE 1
Canada : l'inflation élevée demeure au cœur des préoccupations de la population et des décideurs


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Ces facteurs ont incité la BdC à relever les taux d'intérêt de façon prononcée. Plus récemment, la BdC a haussé ses taux d'intérêt directs de 100 points de base. Il s'agit de l'augmentation la plus importante depuis 1998, et la plus forte annoncée par une grande banque centrale au cours de ce cycle jusqu'à présent. En conséquence, le taux directeur de la BdC est passé de 0,25 % en février 2022 à 2,50 % aujourd'hui, soit son

plus haut niveau depuis septembre 2008. La BdC a clairement indiqué qu'elle n'avait pas l'intention de s'arrêter là. Nous sommes d'avis qu'elle pourrait relever le taux des fonds à un jour au moins jusqu'à 3,25 % d'ici la fin de 2022 (graphique 2).

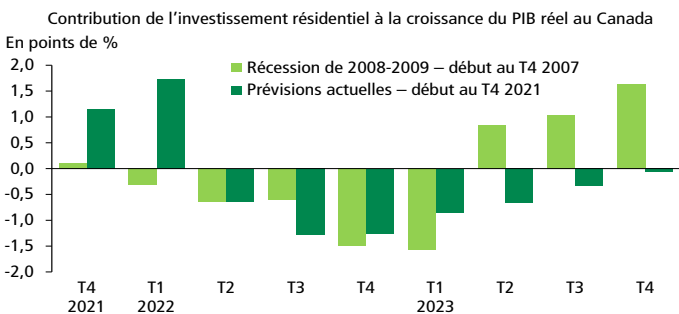
GRAPHIQUE 2
La Banque du Canada augmente les taux vigoureusement pour réduire l'inflation



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Le resserrement énergétique de la politique monétaire a eu des conséquences claires et immédiates sur le marché de l'habitation au Canada. Les ventes de maisons existantes ont dégringolé de 31 % à l'échelle nationale depuis leur sommet de février 2022. Le prix moyen des maisons a chuté de 17 % au cours de la même période. Nous prévoyons que le repli du marché immobilier se poursuivra pendant encore plusieurs trimestres, ce qui devrait entraîner une baisse de l'investissement résidentiel d'ici la fin de 2023. Celle-ci constituera le principal frein aux perspectives canadiennes (graphique 3).

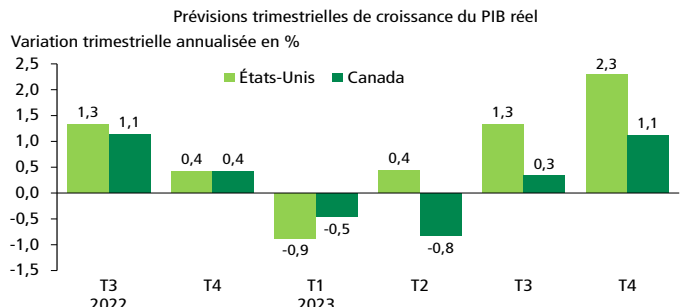
GRAPHIQUE 3
L'investissement résidentiel nuira considérablement à la croissance du PIB réel



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

On s'attend désormais à ce que l'économie canadienne bascule en légère récession au premier semestre de 2023 (graphique 4). La croissance faible que nous prévoyons aux États-Unis aura également des répercussions de ce côté-ci de la frontière. Par conséquent, le marché de l'emploi devrait

GRAPHIQUE 4
La croissance du PIB réel devrait être négative au Canada en première moitié de 2023



Source : Desjardins, Études économiques

grandement s'affaiblir. Cette situation mènera à une hausse du taux de chômage, car l'évolution de l'emploi ne suivra pas celle de la population active. Un fléchissement de l'activité économique devrait contribuer à freiner l'inflation et la croissance des salaires au pays. Cette décélération sera suffisamment prononcée pour inciter la BdC de renverser la vapeur au second semestre de 2023 (tableau 1 à la page 2).

Le Québec devrait faire mieux que les autres provinces
L'économie québécoise devrait s'en tirer plutôt bien par rapport à celle des autres grandes provinces en raison de certains éléments.

D'abord, le marché du travail au Québec est parmi les plus tendus au Canada, favorisant ainsi une croissance plus forte des salaires. De plus, les employeurs pourraient être incités à retenir un maximum d'employés s'ils s'attendent seulement à une courte période de faiblesse économique.

Par la suite, le taux d'épargne du Québec est le plus élevé au Canada, ce qui donne aux ménages une bonne marge de manœuvre pour absorber l'augmentation du coût de la vie et des taux d'intérêt.

Enfin, l'abordabilité du logement s'est moins détériorée qu'ailleurs, et la correction du marché immobilier devrait ainsi être moins abrupte qu'en Ontario et en Colombie-Britannique. Les Québécois se sont également moins endettés.

Aperçu des risques entourant notre nouveau scénario de base

Les prévisions demeurent teintées d'une très grande incertitude. Des risques baissiers ou haussiers pourraient nous faire diverger de la trajectoire prévue.

Parmi les risques baissiers, on retrouve le risque d'une inflation plus persistante qui pourrait survenir en cas de nouvelle flambée des prix des matières premières, de nouvelles contraintes aux chaînes d'approvisionnement (par exemple en raison

d'événements géopolitiques) ou encore si les gouvernements mettent en place des mesures gonflant démesurément les revenus de tous les ménages. Ces chocs auraient aussi pour effet d'entraîner les attentes inflationnistes davantage en hausse, risquant d'alimenter une spirale inflationniste.

Autre risque important, le resserrement monétaire pourrait être plus musclé que prévu. Cela pourrait être la conséquence directe d'une inflation plus persistante. Toutefois, il y a également une possibilité que les banques centrales resserrent trop par rapport à ce que la situation exige, notamment en raison du manque de clarté sur la portion de l'inflation attribuable aux pressions provenant de l'offre ou de la demande.

Il faudra aussi surveiller de près l'état de l'économie américaine. Notre scénario de base actuel incorpore seulement un ralentissement économique au sud de la frontière, mais il en faudrait peu pour que les États-Unis vivent également une récession. Étant donné l'importance du secteur extérieur au Canada et au Québec, les perspectives seraient revues en baisse advenant un tel scénario.

En termes de risques à la hausse, le portrait pourrait s'avérer moins sombre en raison d'une meilleure résilience du marché du travail. Le point de départ du marché du travail est très favorable en raison des pénuries de main-d'œuvre. Les marges de profit élevées de plusieurs entreprises impliquent aussi qu'elles ont une importante latitude pour passer à travers la tempête tout en conservant leurs travailleurs en vue de la reprise. Dans ces conditions, la remontée du taux de chômage pourrait être plus modeste que prévu.

L'effet tampon du coussin d'épargne des ménages canadiens pourrait aussi influencer l'économie plus positivement que prévu. Même en tenant compte de l'inflation, les ménages canadiens jouissent encore d'un excédent d'épargne comparativement à la tendance pré-pandémique. Ceci se combine à un programme d'assurance-emploi qui a été élargi et bonifié durant la crise, et qui pourrait faire en sorte que moins de ménages vivraient d'importantes difficultés financières comparativement à d'anciens épisodes de récession.

Finalement, dans le cas d'une récession confirmée et d'une baisse de l'inflation, une hausse des dépenses publiques serait envisageable et justifiée. Des mesures pourraient, entre autres, être réintroduites pour préserver les liens employeur-employés, facilitant ainsi la reprise du marché du travail. L'amélioration spectaculaire des soldes budgétaires depuis 2020 offrirait aux gouvernements fédéral et provinciaux la marge de manœuvre pour mettre en place des plans de relance économique. Idéalement, ces plans devaient être orientés vers l'accroissement de la productivité, la hausse de l'offre d'habitation et l'accélération de la transition énergétique. Cela jetterait les assises d'un nouveau cycle économique plus équitable et plus durable.

Vivre avec des difficultés économiques à court terme pour réaliser des gains à long terme

Le scénario parfait serait celui d'un « atterrissage en douceur », où l'inflation reviendrait à la cible de 2 % de la BdC sans avoir de récession. Sans dire qu'il s'agit d'une mission impossible, ce scénario nous semble maintenant moins réaliste que celui d'une récession légère au Canada. Le Québec pourrait encore éviter ce scénario en raison de certains éléments plus favorables.

Il est important de souligner que ne pas réagir à une inflation élevée serait encore pire pour la croissance économique à long terme. L'inflation nuit à tous, mais surtout aux plus vulnérables. Elle érode le pouvoir d'achat, et beaucoup de gens ne voient pas leur revenu augmenter aussi rapidement que les dépenses. Elle plonge également les marchés financiers dans l'incertitude en plus de décourager les investissements.

Une récession en 2023 n'est pas une bonne nouvelle, mais elle devrait aider à éviter un scénario encore plus douloureux. Elle est aussi susceptible de jeter les bases d'une croissance plus forte en 2024, accompagnée d'une inflation plus faible et plus stable.