

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Gare à la surenchère dans le nombre de hausses de taux d'intérêt

Il ne s'agit pas d'un remède miracle

Par Hendrix Vachon, économiste principal

Le vent a tourné au cours des derniers mois sur les marchés financiers, maintenant plus prompts à anticiper plusieurs hausses de taux d'intérêt directs pour contrer l'augmentation de l'inflation. Il importe toutefois de rappeler que le relèvement des taux d'intérêt n'est pas un remède miracle, surtout dans le contexte actuel. Plusieurs arguments militent pour un resserrement monétaire modéré en 2022. Pour l'instant, notre scénario principal mise sur trois hausses de 25 points de base des taux directs aux États-Unis et au Canada.

Les problèmes d'offre ne se régleront pas avec des hausses de taux d'intérêt

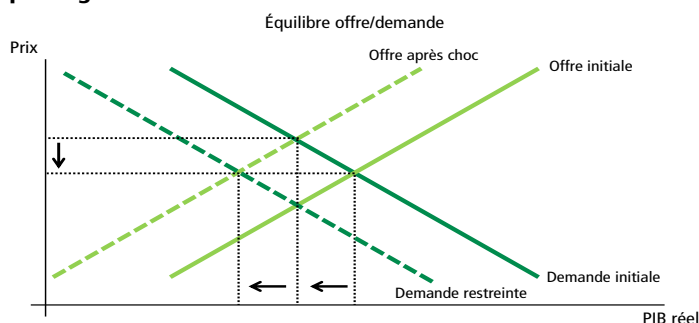
Comme nous l'avons déjà abordé dans un précédent [Point de vue économique](#), il est difficile pour les banques centrales de lutter contre l'inflation causée par des problèmes d'offre. Actuellement, la production de biens et services dans plusieurs pays demeure contrainte par les effets de la pandémie et des mesures sanitaires. Augmenter les taux d'intérêt dans ce contexte n'aiderait pas à régler les problèmes du côté de l'offre. Le meilleur remède serait une évolution favorable de la pandémie avec le retrait des mesures sanitaires.

Les taux d'intérêt agissent principalement sur la demande. Les augmenter aurait essentiellement pour effet de freiner la consommation et l'investissement. Cela pourrait quand même aider à réduire l'inflation, mais au prix d'un ralentissement économique (graphique 1). Dans les pires scénarios, la combinaison d'une offre demeurant faible et d'une demande limitée par plusieurs hausses de taux d'intérêt pourrait nous précipiter dans une nouvelle récession au début de 2023.

L'endettement élevé suggère une plus grande sensibilité aux taux d'intérêt

Le risque d'un ralentissement économique, voire d'une récession, augmente aussi avec la sensibilité aux taux d'intérêt. Bien qu'il soit difficile d'estimer cette sensibilité avec précision, on sait

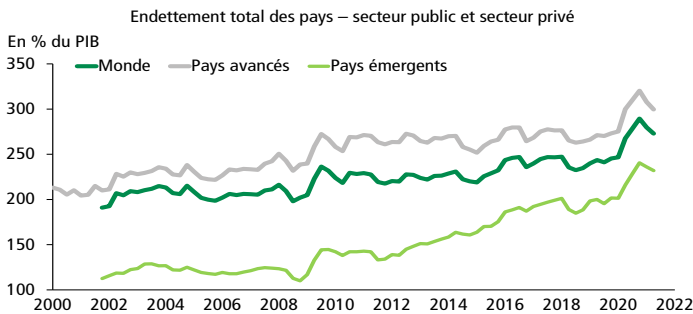
GRAPHIQUE 1 Les hausses des taux d'intérêt réduisent la demande et ne font pas augmenter l'offre



Source : Desjardins, Études économiques

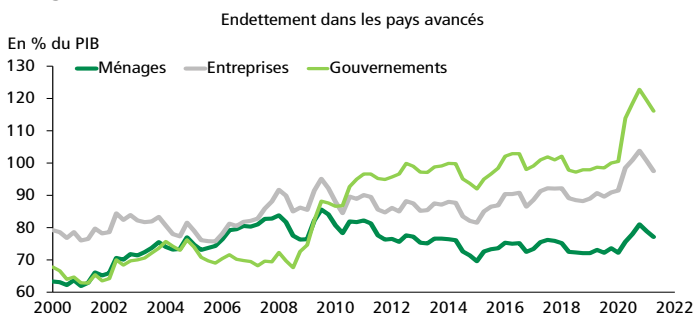
qu'elle s'accroît avec le niveau d'endettement. Le poids des dettes s'est d'ailleurs encore accru au cours des dernières années (graphique 2 à la page 2). La pandémie n'a évidemment pas aidé, surtout du côté de l'endettement des gouvernements (graphique 3 à la page 2). Ceux-ci pourraient maintenant faire face à une hausse plus rapide de leurs coûts de financement. Pour compenser, certains gouvernements pourraient être tentés de réduire d'autres dépenses ou d'augmenter les revenus. Dans les deux cas, cela aurait pour effet de freiner la demande et la croissance économique.

GRAPHIQUE 2 Le poids de la dette est plus élevé qu'avant la pandémie



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3 Une augmentation plus forte de la dette a été observée auprès des gouvernements



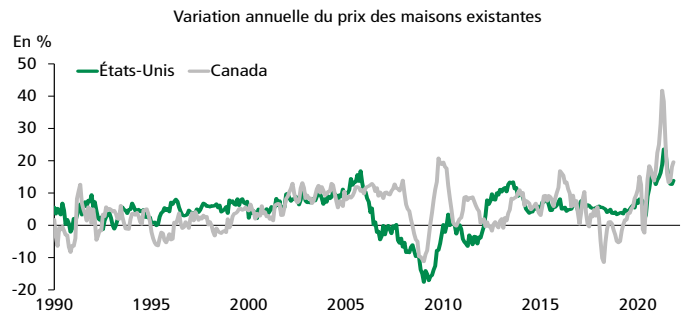
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

L'endettement des entreprises et des ménages est aussi un enjeu dans plusieurs pays. Actuellement, les bas taux d'intérêt rendent la situation soutenable, mais la donne pourrait rapidement changer à la suite de plusieurs hausses de taux d'intérêt. Les entreprises et les consommateurs pourraient alors réduire leurs investissements et leurs dépenses.

Il ne faudrait pas freiner trop rapidement le marché de l'habitation

Il y a des secteurs d'activité qui pourraient réagir davantage à un relèvement trop brusque des taux d'intérêt. Le marché de l'habitation sera particulièrement à surveiller. Durant la pandémie, le degré d'activité a considérablement augmenté dans ce secteur. Cela a compensé pour des secteurs ayant eu plus de difficultés. Les faibles taux d'intérêt ont probablement contribué à cet essor. S'ils devaient rapidement se relever, le freinage du secteur de l'habitation pourrait être marqué et entraîner d'autres secteurs d'activité avec lui.

GRAPHIQUE 4 Il y a un risque de correction après les fortes hausses de prix des maisons des dernières années



Sources : National Association of Realtors, Association canadienne de l'immeuble et Desjardins, Études économiques

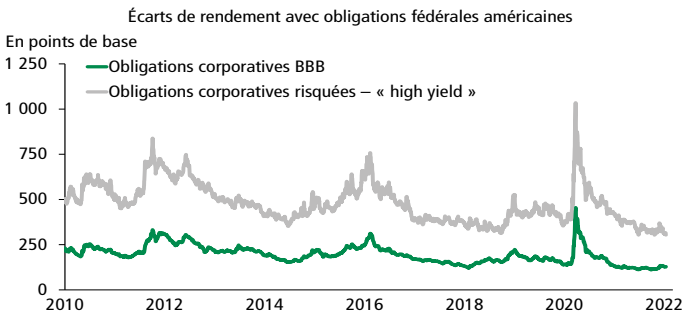
Il y a aussi un enjeu du côté de la valorisation du marché de l'habitation. Après deux années de fortes hausses des prix résidentiels, il y a maintenant des risques de correction (graphique 4). La hausse des taux d'intérêt devrait réduire le nombre d'acheteurs potentiels, ce qui pourrait se traduire par des pressions à la baisse sur les prix. Que les prix se modèrent ou diminuent légèrement ne serait pas catastrophique. Cependant, une correction majeure aurait un plus grand effet baissier sur l'économie. Entre autres, voyant la valeur de leur propriété diminuer significativement, plusieurs personnes pourraient être incitées à réduire leur consommation. On parle ici d'un effet de richesse négatif.

Risque d'instabilité financière généralisée

En plus d'une correction des actifs immobiliers, les valeurs mobilières pourraient aussi subir une forte décreue et amplifier l'effet de richesse négatif sur les dépenses de consommation. Les politiques monétaires ultra-accommodantes des dernières années ont été un élément de soutien à la valorisation de différentes classes d'actifs. Un renversement trop rapide de ces politiques monétaires risquerait de pénaliser fortement la valeur des actifs financiers, comme les actions et les obligations.

Il y a aussi un risque d'instabilité financière généralisée. Les marchés financiers fonctionnent moins bien lorsque la volatilité est grande. Les entreprises et les institutions financières pourraient avoir plus de difficultés à se refinancer et les faillites pourraient augmenter. L'effet pourrait être amplifié par un relèvement des primes de risque. Pour l'instant, les primes de risque demeurent très faibles, mais la situation pourrait évoluer rapidement dans les prochains trimestres (graphique 5 à la page 3). Une hausse de volatilité dans les taux de change et des mouvements de capitaux internationaux défavorisant certains pays seraient d'autres éléments qui aggraveraient l'instabilité financière.

GRAPHIQUE 5
Les écarts de crédit pourraient remonter avec l'incertitude économique et financière

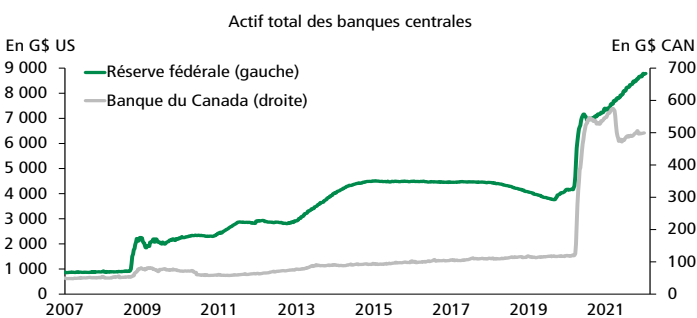


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Moins besoin de hausses de taux, si les banques centrales réduisent leur bilan

En plus des hausses de taux d'intérêt, les banques centrales pourraient amorcer la réduction de la taille de leur bilan (graphique 6). La Réserve fédérale (Fed) et la Banque du Canada ont déjà mentionné cette possibilité. Le président de la Fed a même été plus précis récemment en mentionnant que cela pourrait débiter vers la fin de l'année. Il faut comprendre que si une expansion du bilan a un effet baissier sur les taux obligataires, une réduction du bilan devrait contribuer à relever ces mêmes taux. On pourrait voir un effet de pentification supplémentaire sur la courbe des taux obligataires avec cette mesure de resserrement monétaire. Cela pourrait aussi contribuer à rehausser différentes primes de risque.

GRAPHIQUE 6
Certaines banques centrales pourraient réduire leur détention d'actifs



Sources : Datastream, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Nous croyons que les prévisions de hausses de taux directeurs doivent prendre en considération un début de réduction de la taille des bilans en 2022. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, moins de hausses de taux directeurs seraient alors requises pour modérer l'inflation. À noter que la réduction des bilans devrait s'opérer en laissant arriver à échéance les titres détenus par les banques centrales. Il s'agirait donc d'un processus très graduel. Cela dit, les banques centrales pourraient aussi choisir d'accélérer le pas en vendant des actifs si elles jugeaient qu'un resserrement plus prononcé s'avérait nécessaire. Dans un autre ordre d'idées, il y a aussi l'enjeu des politiques gouvernementales. L'économie et l'inflation seront davantage freinées si les gouvernements réduisent leur degré d'intervention.

Conclusion : la modération aura meilleur goût

Les arguments militant pour des hausses de taux directeurs modérées sont nombreux. Les banques centrales voudront probablement jouer de prudence pour éviter des scénarios où l'économie retournerait en récession. En même temps, les banques centrales miseraient sur une résorption graduelle des problèmes d'offre qui permettrait à l'inflation de diminuer significativement dans les prochains trimestres.

L'histoire nous enseigne cependant que pour diminuer l'inflation, les banques centrales ont déjà eu à freiner l'économie au point où le PIB réel a diminué et le chômage a augmenté. On ne peut donc pas écarter complètement cette possibilité. D'une part, les problèmes d'offre pourraient s'avérer plus persistants, surtout si la pandémie et les mesures sanitaires restent en place plus longtemps que prévu. Par la suite, le principal danger sera l'enracinement de l'inflation à un niveau élevé. Advenant une augmentation des anticipations d'inflation et d'ajustements successifs aux hausses de prix, notamment du côté des salaires, les banques centrales pourraient craindre que l'inflation demeure élevée à moyen terme. Dans ce cas de figure, un resserrement monétaire plus prononcé que ce nous anticipons actuellement pourrait être requis.