

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Jouer pour ne pas perdre

Par Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique

Après avoir retranché 25 points de base de plus au taux directeur en octobre, les dirigeants de la Banque du Canada (BdC) ont fait une déclaration audacieuse : selon eux, les taux d'intérêt sont désormais suffisamment faibles pour remettre l'économie pleinement sur les rails. Le taux directeur se situe dans le bas de la fourchette du taux neutre estimée, mais demeure supérieur au sommet de 1,75 % observé entre la crise financière mondiale et la pandémie. Il est donc difficile de voir comment les dirigeants de la BdC peuvent avoir la certitude que le taux actuel de 2,25 % est assez faible pour permettre à l'économie de se redresser. Malgré la vigueur de l'*Enquête sur la population active* et les plus récents chiffres du PIB, l'économie canadienne semble encore fragile.

Mais en lisant entre les lignes du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre, on comprend que quelque chose d'autre est en jeu. Les banquiers centraux ont très peur d'une nouvelle vague d'inflation. Ainsi, ce n'est pas tant qu'ils sont certains d'en avoir fait assez; ils disent en réalité avoir fait tout ce qu'ils pensent pouvoir faire.

L'ancien gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, a récemment déclaré que l'institution était en « mode gestion des risques ». Une analogie sportive pourrait être encore plus appropriée : il semble que la banque centrale joue en essayant de ne pas perdre plutôt qu'en tentant de gagner.

La poussée inflationniste provoquée par la pandémie semble avoir laissé des traces au sein de l'institution. Malgré très peu de données autres qu'anecdotiques, les banquiers centraux tiennent maintenant explicitement compte d'une pression inflationniste additionnelle découlant de la réorientation des chaînes

d'approvisionnement et de la recherche de nouveaux marchés par les entreprises canadiennes. Il ne fait aucun doute que cette situation représente un risque haussier pour les perspectives d'inflation, mais l'intégrer au scénario de base est prématuré. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente suggèrent des conditions plutôt favorables.

En réalité, dans ses calculs, la BdC ne semble pas accorder suffisamment d'importance au risque que les taux d'intérêt actuels étouffent un cycle prospectif d'investissement des entreprises. Le gouvernement fédéral a bon espoir d'attirer des capitaux privés et a, de toute évidence, mis en place des mesures pour stimuler l'investissement des entreprises. Par ailleurs, la révolution de l'intelligence artificielle au sud de la frontière pourrait bientôt se répandre de manière plus évidente au Canada, à mesure que les entreprises parviennent à opérationnaliser les outils qui ont été développés. Les plus récents chiffres sur la productivité montrent que les entreprises ont commencé à s'adapter à la nouvelle dynamique commerciale avec les États-Unis. Elles ont rationalisé leurs opérations, mais leur production continue de croître. Il serait dommage que les banquiers centraux entravent ces perspectives.

En dépit du langage ambigu selon lequel elle pourrait changer d'avis si les conditions évoluent, la BdC a été si claire et énergique dans son message que nous ne prévoyons pas d'autre baisse de taux au cours du cycle actuel. Nous nous attendons à ce qu'elle réitère son message de la dernière déclaration, soit que les taux actuels sont adéquats. Toutefois, pour les six prochains mois environ, jusqu'à ce que la politique budgétaire joue un rôle plus important, la BdC sera le seul joueur économique sur la patinoire. Si des signes commencent à montrer que sa théorie

TABLE DES MATIÈRES

Réflexions de la semaine.....	1	À surveiller	3	Indicateurs économiques	5
-------------------------------	---	--------------------	---	-------------------------------	---

Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège • Randall Bartlett, économiste en chef adjoint
Benoit P. Durocher, directeur et économiste principal • Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique
Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères • Marc-Antoine Dumont, économiste senior • Tiago Figueiredo, stratège macro
Francis Généreux, économiste principal • Florence Jean-Jacobs, économiste principale • Kari Norman, économiste • Sonny Scarfone, économiste principal
Oskar Stone, analyste • LJ Valencia, économiste

Desjardins, Études économiques : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française (OQLF), nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. **MISE EN GARDE** : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement Desjardins. Copyright © 2025, Mouvement Desjardins. Tous droits réservés.

de l'inflation des coûts l'a menée dans la mauvaise direction, elle devra rapidement revoir son plan de match. Les risques sont trop importants pour retarder inutilement de nouveaux assouplissements. La BdC doit jouer pour gagner.

À surveiller

MERCREDI 10 décembre - 14:00

Décembre

Consensus 3,75 %

Desjardins 3,75 %

29 octobre 4,00 %

JEUDI 11 décembre - 8:30

1-5 déc.

Consensus nd

Desjardins 215 000

24-28 nov. 191 000

MERCREDI 10 décembre - 9:45

Décembre

Consensus 2,25 %

Desjardins 2,25 %

29 octobre 2,25 %

JEUDI 11 décembre - 8:30

Septembre

Consensus -5,68

Desjardins -4,50

août -6,32

ÉTATS-UNIS

*** En raison de l'impasse budgétaire qui a eu lieu aux États-Unis, il pourrait y avoir des modifications à l'horaire de publication des indicateurs.**

Réunion de la Réserve fédérale (décembre) – Il y a un peu plus de suspense pour cette réunion de la Réserve fédérale (Fed). Alors que les décisions prises lors des récentes réunions du comité de politique monétaire étaient pleinement pressenties, celle-ci semble encore propice à une baisse comme à un statu quo. Au moment d'écrire ces lignes, environ le tiers des prévisionnistes sondés par Bloomberg penchaient pour des taux directeurs inchangés et les deux tiers s'attendaient plutôt à une nouvelle diminution de 25 points de base. Nous nous trouvons dans ce dernier camp. Même au sein du comité, il risque d'y avoir de la dissension. Toutefois, la faiblesse prévue de la croissance économique au dernier trimestre de 2025, l'effet encore plutôt modeste des tarifs sur les prix à la consommation et le flou qui entoure la conjoncture, causé par l'absence de données due à l'impasse budgétaire, militent davantage pour une nouvelle baisse. Pour le moment, la Fed n'a pas trop à craindre de se rapprocher encore un peu du taux neutre estimé aux alentours de 3 %. Évidemment, ses dirigeants auraient sans doute préféré avoir sous la main les résultats de l'inflation, de l'emploi et du PIB réel qui seront publiés d'ici Noël. Il sera particulièrement intéressant de connaître les nouvelles prévisions des dirigeants.

Demandes initiales d'assurance-chômage (1-5 déc.) – Bien que leur évolution soit observée de près chaque semaine, les données hebdomadaires d'assurance-chômage font rarement les manchettes. Toutefois, la baisse enregistrée la semaine dernière, avec leur plus bas niveau depuis septembre 2022, nous a étonnés. Ce recul prononcé des demandes d'assurance-chômage suggère une vigueur du marché du travail qui contraste avec d'autres indicateurs affichant un portrait plus maussade. En l'absence de données récentes de l'emploi mensuel alors que les résultats d'octobre ne seront publiés que le 16 décembre avec ceux de novembre, toute information supplémentaire prend donc une nouvelle importance. Est-ce que le bas niveau de 191 000 sera suivi d'un rebond ramenant à la tendance moyenne (autour de 225 000 depuis le début de l'été)? Il faudra aussi surveiller la publication, mardi, des données de septembre et d'octobre des offres d'emplois et des embauches et mises à pied brutes.

CANADA

Décision de la Banque du Canada (décembre) – On s'attend à ce que la Banque du Canada (BdC) laisse le taux directeur inchangé lors de sa prochaine réunion. Toutefois, la perspective d'un assouplissement additionnel demeure d'actualité, puisque l'économie canadienne montre encore des signes suggérant que d'autres mesures de relance pourraient être appropriées. Comme l'inflation de base devrait se rapprocher des niveaux d'avant la pandémie, c'est le marché du travail qui devrait demeurer au centre des préoccupations. Nous prévoyons que la BdC maintiendra le statu quo, tout en demeurant vigilante si l'économie canadienne se détériore davantage.

Balance commerciale (septembre) – Le déficit commercial du Canada s'est probablement amoindri en septembre. On s'attend à une légère baisse des exportations, probablement attribuable à des importations américaines plus faibles. D'autre part, les importations devraient avoir progressé, étant donné que la plupart des [tarifs de représailles ont été éliminés](#) en septembre. Il faut cependant noter que de nombreuses données normalement utilisées dans nos estimations ne sont toujours pas disponibles en raison de l'arrêt des opérations du gouvernement américain.

VENDREDI 12 décembre - 8:30
T3 2025

Consensus	79,3 %
Desjardins	79,7 %

T2 2025
79,3 %
MARDI 9 décembre - 20:30
Novembre
a/a

Consensus	0,7 %
-----------	-------

Octobre
0,2 %
VENDREDI 12 décembre - 2:00
Octobre
m/m

Consensus	0,1 %
-----------	-------

Septembre
-0,1 %

Taux d'utilisation de la capacité industrielle (T3) – Nous estimons que le taux d'utilisation de la capacité industrielle aura augmenté au troisième trimestre de 2025 pour s'établir à 79,7 %, par rapport à 79,3 % au trimestre précédent. Nous nous attendons à ce que cette modeste progression reflète une hausse de l'activité dans des secteurs clés comme la construction, les services publics et la fabrication. Pour la suite, le nombre important de renouvellements hypothécaires, le ralentissement de la croissance démographique et l'incertitude entourant la renégociation de l'ACEUM seront d'importants obstacles qui pourraient nuire à l'utilisation de la capacité.

OUTRE-MER

Chine : Indice des prix à la consommation (novembre) – En Chine, l'inflation devrait demeurer faible en novembre, malgré le rebond observé en octobre. L'indice des prix à la consommation devrait demeurer en territoire positif, mais de très peu, témoignant d'une demande intérieure encore fragile. L'inflation de base, excluant l'alimentation et l'énergie, devrait rester stable, soutenue par les dépenses liées aux programmes de relance et à la consommation de services. Toutefois, la baisse persistante des prix alimentaires et la faiblesse du secteur immobilier continuent de limiter les pressions haussières. À court terme, les risques demeurent orientés vers une inflation faible, dans un contexte de croissance ralentie et de politiques de soutien encore prudentes.

Royaume-Uni : PIB mensuel (octobre) – La croissance du PIB réel britannique a ralenti au troisième trimestre. La variation non annualisée est passée de 0,3 % au printemps à 0,1 % à l'été. La situation n'a pas été aidée par le résultat du PIB mensuel de septembre, qui affichait une baisse de 0,1 %, faisant suite à une stagnation en août et une diminution de 0,1 % en juillet. Une légère hausse de 0,1 % est présentement attendue pour le PIB mensuel d'octobre, ce qui donnerait un timide élan à la croissance du quatrième trimestre. D'un côté, les ventes au détail ont reculé de 0,2 % en octobre. De l'autre côté, d'autres indicateurs se montrent plus positifs, notamment les indices PMI, qui se sont améliorés au cours des derniers mois.

Indicateurs économiques

Semaine du 8 au 12 décembre 2025

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
------	-------	------------	---------	-----------	---	---------------------


ÉTATS-UNIS

* En raison de l'impasse budgétaire qui a eu lieu aux États-Unis, il pourrait y avoir des modifications à l'horaire de publication des indicateurs.

LUNDI 8	---	---				
MARDI 9	---	---				
MERCREDI 10	8:30	Indice du coût de l'emploi (t/t)	T3	0,9 %	1,0 %	0,9 %
	14:00	Budget fédéral (G\$ US)	Déc.	nd	nd	-284,4
	14:00	Réunion de la Réserve fédérale	Nov.	3,75 %	3,75 %	4,00 %
	14:30	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
JEUDI 11	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	1-5 déc.	nd	215 000	191 000
	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Sept.	-66,6	-66,3	-59,6
	10:00	Stocks des grossistes – final (m/m)	Sept.	nd	nd	0,0 %
VENDREDI 12	8:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, A. Paulson				
	8:30	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Cleveland, B. Hammack				

CANADA

LUNDI 8	---	---				
MARDI 9	---	---				
MERCREDI 10	9:45	Décision de la Banque du Canada	Déc.	2,25 %	2,25 %	2,25 %
	10:30	Discours du gouverneur et de la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, T. Macklem et C. Rogers				
JEUDI 11	8:30	Balance commerciale (G\$)	Sept.	-5,68	-4,50	-6,32
VENDREDI 12	8:30	Permis de bâtir (m/m)	Oct.	-1,3 %	-2,2 %	4,5 %
	8:30	Taux d'utilisation de la capacité industrielle	T3	79,3 %	79,7 %	79,3 %
	8:30	Ventes des grossistes (m/m)	Oct.	-0,1 %	-0,1 %	0,6 %

Note : Desjardins, Études économiques participe à toutes les semaines au sondage de la maison Bloomberg pour le Canada et les États-Unis. Environ 15 économistes sont consultés pour le sondage au Canada et près d'une centaine du côté américain. Les simplifications m/m, t/t et a/a correspondent respectivement à des variations mensuelles, trimestrielles et annuelles. À la suite du trimestre, les simplifications p, d et t correspondent respectivement à première estimation, deuxième estimation et troisième estimation. Les heures indiquées sont à l'heure normale de l'Est (GMT -5 heures).  Prévisions de Desjardins, Études économiques du Mouvement Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 8 au 12 décembre 2025

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes	
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a
OUTRE-MER							
DURANT LA SEMAINE							
Chine	---	Balance commerciale (G\$ US)	Nov.	103,30		90,07	
DIMANCHE 7							
Japon	18:50	Compte courant (G¥)	Oct.	2 993,2		4 347,6	
Japon	18:50	PIB réel – final	T3	-0,5 %		-0,4 %	
LUNDI 8							
Allemagne	2:00	Production industrielle	Oct.	0,3 %	-0,4 %	1,3 %	-1,0 %
Australie	22:30	Réunion de la Banque de réserve d'Australie	Déc.	3,60 %		3,60 %	
MARDI 9							
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Oct.	15,2		15,3	
Japon	18:50	Indice des prix à la production	Nov.	0,3 %	2,7 %	0,4 %	2,7 %
Chine	20:30	Indice des prix à la consommation	Nov.		0,7 %		0,2 %
Chine	20:30	Indice des prix à la production	Nov.		-2,0 %		2,1 %
MERCREDI 10							
Italie	10:00	Production industrielle	Oct.	-0,5 %	0,2 %	2,8 %	1,5 %
Brésil	16:30	Réunion de la Banque centrale du Brésil	Déc.	15,00 %		15,00 %	
JEUDI 11							
Suisse	3:30	Réunion de la Banque nationale suisse	Déc.	0,00 %		0,00 %	
Japon	23:30	Production industrielle – final	Oct.	nd	nd	1,4 %	1,5 %
VENDREDI 12							
Allemagne	---	Compte courant (G€)	Oct.	nd		18,6	
Royaume-Uni	2:00	Balance commerciale (M£)	Oct.	-1 200		-1 094	
Royaume-Uni	2:00	Construction	Oct.	-0,1 %	1,5 %	0,2 %	1,3 %
Royaume-Uni	2:00	Indice des services	Oct.	0,0 %		0,2 %	
Royaume-Uni	2:00	PIB mensuel	Oct.	0,1 %		-0,1 %	
Royaume-Uni	2:00	Production industrielle	Oct.	1,0 %	-1,2 %	-2,0 %	-2,5 %
Allemagne	2:00	Indice des prix à la consommation – final	Oct.	-0,2 %	2,3 %	-0,2 %	2,3 %
France	2:45	Indice des prix à la consommation – final	Nov.	-0,1 %	0,9 %	-0,1 %	0,9 %
France	2:45	Salaires – final	T3	nd		0,3 %	

Note : Contrairement au Canada et aux États-Unis, la divulgation des chiffres économiques outre-mer se fait de façon beaucoup plus approximative. La journée de publication des statistiques est donc indicative seulement. Les simplifications m/m, t/t et a/a correspondent respectivement à des variations mensuelles, trimestrielles et annuelles. À la suite du trimestre, les simplifications p, d et t correspondent respectivement à première estimation, deuxième estimation et troisième estimation. Les heures indiquées sont à l'heure normale de l'Est (GMT -5 heures).