

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Que demander de plus?

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

De nombreux signes indiquent que les hausses de taux d'intérêt de la Banque du Canada (BdC) fonctionnent exactement comme prévu. Les consommateurs ont réduit leurs dépenses. Les entreprises embauchent peu. Et l'inflation a chuté presque aussi rapidement qu'elle a grimpé. Alors, on peut se poser la question : pourquoi les taux d'intérêt sont-ils toujours élevés?

Il est vrai que l'économie a connu une croissance légèrement supérieure aux attentes des analystes au dernier trimestre de 2023. Il est aussi vrai que la croissance du PIB commence l'année sur des bases plus solides que ce que prévoyait la BdC. Mais il n'y a pas vraiment de quoi se réjouir.

La progression de l'économie au quatrième trimestre de l'année dernière et au premier trimestre de cette année est peu inspirante. Une croissance d'environ 1 % n'a rien de spectaculaire, surtout avec l'explosion démographique actuelle.

L'expansion qui a eu lieu à la fin de 2023 n'a également rien à voir avec les activités à l'intérieur de nos frontières. En fait, la demande intérieure finale s'est contractée pour la première fois depuis 2022. De plus, une bonne partie de l'augmentation de l'activité économique observée en début d'année est attribuable à la fin des conflits de travail au Québec. Ce coup de pouce économique ponctuel n'est pas garant d'une croissance durable.

À tout autre moment au cours des 30 dernières années, les banquiers centraux auraient pu discuter ouvertement de la nécessité d'assouplir les politiques. Toutefois, depuis le début de l'année, ils demeurent muets à ce sujet. Ils affirment que l'inflation sous-jacente fait du surplace au-dessus de la cible de 2 %. Le temps des baisses de taux est donc loin.

Le problème, c'est qu'ils se sont trop fiés à leurs deux mesures privilégiées de l'inflation de base : l'IPC médian et l'IPC tronqué. Alors que les dirigeants de la BdC soutiennent qu'ils examinent une vaste gamme d'indicateurs d'inflation, d'autres mesures

s'étaient nettement plus rapprochées de la cible de la banque lors de la publication du dernier *Rapport sur la politique monétaire*.

Six semaines plus tard, les pressions inflationnistes sont encore plus timides. L'ancienne mesure de l'inflation de base préférée de la BdC, l'IPCX, n'est plus que de 2,4 % d'une année à l'autre. L'inflation excluant le logement a plongé à 1,6 %. Par conséquent, même si l'IPC médian et l'IPC tronqué restent nettement supérieurs à 3 %, un regard plus global sur les indicateurs d'inflation révèle une croissance des prix en nette décélération.

Il est important que les banquiers centraux ajustent leur réponse en fonction de la bonne mesure de l'inflation. Les taux d'intérêt élevés font plus que refroidir une économie en surchauffe : ils causent des dommages. L'augmentation des coûts d'emprunt amène les promoteurs à suspendre ou à annuler leurs projets de construction domiciliaire, ce qui accentue la pénurie de logements au pays. Les entreprises réduisent également leurs investissements, ce qui complique davantage la croissance de la productivité au pays.

Nous supposons que la BdC adoucira le ton la semaine prochaine. Il est clair que l'économie intérieure est en difficulté : les banques commerciales indiquent que de plus en plus d'emprunteurs ont de la difficulté à rembourser leurs prêts. Les salaires pourraient aussi ne pas augmenter aussi rapidement qu'on le pensait. Les nouvelles données sur la rémunération publiées cette semaine démontrent que les salaires ont augmenté de seulement 2,4 %, soit environ la moitié des 4 % à 5 % cités par la BdC en janvier. Mais surtout, les banquiers centraux devront reconnaître les progrès accomplis pour contenir l'inflation.

Même s'il est vrai que les pressions inflationnistes sous-jacentes sont encore légèrement au-dessus de la cible, il est temps de parler de la croissance des prix de façon plus nuancée. Ce faisant,

TABLE DES MATIÈRES

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

la BdC ouvrira très légèrement la porte à d'éventuelles baisses de taux.

Selon notre hypothèse de base, elle commencera à abaisser ses taux en juin. Toutefois, si les prochaines statistiques sur l'emploi sont décevantes ou que l'inflation se modère plus rapidement que prévu, elle pourrait agir dès avril. Car vraiment, que demander de plus?

À surveiller

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne, Tiago Figueiredo, associé – stratégie macroéconomique, Marc Desormeaux, économiste principal, Marc-Antoine Dumont, économiste senior, et Francis Généreux, économiste principal

MARDI 5 mars - 10:00

Février

Consensus	52,9
Desjardins	52,6

Janvier **53,4**

JEUDI 7 mars - 15:00

Janvier

Consensus	10,000
Desjardins	15,000

Décembre **1,561**

VENREDI 8 mars - 8:30

Février

Consensus	190 000
Desjardins	200 000

Janvier **353 000**

MERCREDI 6 mars - 9:45

Mars

Consensus	5,00 %
Desjardins	5,00 %

24 Janvier **5,00 %**

JEUDI 7 mars - 8:30

Janvier

Consensus	0,29
Desjardins	-0,60

Décembre **-0,31**

ÉTATS-UNIS

Indice ISM services (février) – Après avoir descendu de façon inquiétante en décembre, l'ISM services a rebondi en janvier pour atteindre 53,4, soit le meilleur niveau depuis septembre 2023. On ne s'attend toutefois pas à ce que la remontée se poursuive en février, mais plutôt à une baisse assez modeste. Les indicateurs régionaux non manufacturiers ont connu des résultats plutôt mixtes en février, tout comme les principaux indices de confiance des ménages. On prévoit ainsi que l'ISM services diminuera pour passer à 52,6, ce qui demeure plutôt positif pour la croissance de l'économie.

Crédit à la consommation (janvier) – La croissance du crédit à la consommation a nettement ralenti en décembre. La hausse de 1,6 G\$ US jure nettement avec le gain moyen de 16,5 G\$ US des trois mois précédents. Il sera intéressant de voir si cette faiblesse s'est poursuivie en janvier. D'un côté, la faiblesse de la consommation et la légère hausse du taux d'épargne suggèrent une autre mince croissance du crédit. D'un autre côté, les données hebdomadaires du crédit octroyé par les banques signalent plutôt une remontée. Somme toute, on s'attend à un gain autour de 15 G\$ US.

Création d'emplois non agricoles (février) – La croissance du marché du travail américain continue de surprendre alors que les embauches nettes ont enregistré en janvier un deuxième mois consécutif au-dessus de 300 000 nouveaux travailleurs. On s'attend, encore une fois, à un ralentissement des embauches en février. Il reste cependant à savoir si ce pronostic sera à nouveau déjoué. D'un côté, les composantes liées à la facilité de se trouver un emploi au sein de l'indice de confiance du Conference Board se sont légèrement détériorées en février. Toutefois, les indicateurs régionaux auprès des entreprises montrent des résultats mixtes concernant la variation du nombre d'employés entre janvier et février. D'un autre côté, les nouvelles demandes hebdomadaires d'assurance-chômage ont diminué de façon marquée durant la semaine où a eu lieu l'enquête sur le marché du travail. On prévoit néanmoins environ 200 000 nouveaux emplois en février. Le taux de chômage pourrait passer à 3,8 %. Il faudra surveiller l'évolution des heures travaillées et du salaire horaire moyen, lesquels ont été affectés en janvier par une météo défavorable.

CANADA

Réunion de la Banque du Canada (mars) – La Banque du Canada (BdC) laissera ses taux d'intérêt directeurs inchangés le 6 mars, mais il est probable qu'elle se montre un peu plus *dovish* que lors de l'annonce précédente de janvier. Bien que les résultats du PIB réel aient légèrement dépassé les projections de la banque centrale, les détails montrent que l'économie canadienne est loin d'être en bonne santé. Plus important encore, l'inflation a ralenti davantage que ne le prévoyait la BdC. Cela devrait permettre à ses dirigeants de présenter un communiqué plus équilibré. Nous continuons de penser que la BdC commencera à abaisser les taux directeurs en juin, avec cinq réductions de 25 points de base prévues cette année.

Balance commerciale (janvier) – Le solde commercial de marchandises du Canada devrait s'être enfoncé encore plus en territoire négatif. Nous estimons que l'augmentation des importations est le principal facteur expliquant ce recul, notamment du côté des importations de véhicules et de pièces automobiles, qui semblent avoir progressé en janvier. De plus, la dépréciation du dollar canadien aurait fait grimper les prix des importations. Du côté des exportations, on s'attend à un résultat relativement neutre en janvier. Par rapport au mois précédent, le prix du pétrole (désaisonnalisé) a baissé de 4,4 % au premier mois de l'année, influençant les exportations. Cela dit, le tout nouveau projet d'oléoduc

VENDREDI 8 mars - 8:30
Février

Consensus	21 400
Desjardins	5 000

Janvier 37 300
JEUDI 7 mars - 8:15
Mars

Consensus	4,50 %
Desjardins	4,50 %

25 Janvier 4,50 %
VENDREDI 8 mars - 20:30
Février

Consensus	a/a
Desjardins	0,2 %

Janvier -0,8 %

Trans Mountain devrait être en fonction ce printemps. Les exportations risquent donc d'être à la hausse au second semestre de 2024.

Création d'emplois (février) – Les indicateurs d'emploi au Canada commencent à diverger. Selon l'Enquête sur la population active, l'économie a créé des emplois au cours de chacun des trois derniers mois. Cependant, les données provenant des entreprises, plus fiables, mais disponibles moins rapidement, indiquent une baisse de l'emploi pendant la même période. C'est vrai même si l'on tient compte de l'effet des conflits de travail. Bien que nous n'entrevoyions pas de recul net de l'emploi en février, un modeste gain de 5 000 ferait tout de même augmenter le taux de chômage à 5,9 %. Toujours selon l'Enquête sur la population active, la croissance des salaires a également été forte, ce qui contraste avec les chiffres moins reluisants observés dans les données provenant des entreprises. On s'attend à une décélération des chiffres de l'Enquête sur la population active au cours des prochains mois.

OUTRE-MER

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (mars) – Il est trop tôt pour une première baisse de taux d'intérêt en zone euro, mais on semble s'en approcher. La Banque centrale européenne pourrait ouvrir un peu plus son jeu à sa rencontre de la semaine prochaine, surtout qu'elle aura de nouvelles prévisions à présenter sur l'économie et l'inflation. Les progrès en termes d'inflation ont été rapides à l'automne 2023. Malheureusement, le rebond de février dans la variation des prix excluant les aliments et l'énergie vient compliquer la lecture de la situation. Quoi qu'il en soit, la croissance économique, qui est actuellement à près de 0 %, suggère que les chances d'atteindre la cible d'inflation dans un horizon prévisible restent bonnes. Nous prévoyons une première baisse de taux d'intérêt en zone euro en juin prochain.

Chine : Indice des prix à la consommation (février) – La Chine a connu un quatrième mois consécutif de déflation en janvier avec une variation annuelle de -0,8 % de l'indice des prix à la consommation. Cela fait suite à des baisses annuelles de 0,2 %, de 0,5 % et de 0,3 % d'octobre à décembre 2023. Les pressions déflationnistes se concentrent principalement dans la viande, où la combinaison d'une offre abondante et d'une faible demande a entraîné un recul important des prix. On observe toutefois une accélération des prix du côté des services et du tourisme, ce qui concorde avec le rebond post-COVID qui a été plus tardif en Chine. La politique budgétaire expansionniste et la récente baisse des taux d'intérêt offrent néanmoins l'espoir que l'inflation pourrait éventuellement retourner en territoire positif. Les données de février offriront davantage d'information quant à l'ampleur du problème de déflation en Chine.

Indicateurs économiques

Semaine du 4 au 8 mars 2024

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 4	11:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, P. Harker				
MARDI 5	10:00	Indice ISM services	Févr.	52,9	52,6	53,4
	10:00	Nouvelles commandes manufacturières (m/m)	Janv.	-3,0 %	-2,5 %	0,2 %
MERCREDI 6	10:00	Stocks des grossistes – final (m/m)	Janv.	nd	-0,1 %	-0,1 %
	10:00	Témoignage du président de la Réserve fédérale, J. Powell, devant un comité du congrès				
	12:00	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de San Francisco, M. Daly				
	14:00	Publication du <i>Livre Beige</i>				
JEUDI 7	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	26 févr.-1 mars	nd	213 000	215 000
	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Janv.	-63,2	-64,0	-62,2
	8:30	Productivité non agricole – final (taux ann.)	T4	3,1 %	3,1 %	3,2 %
	8:30	Coût unitaire de main-d'œuvre – final (taux ann.)	T4	0,7 %	0,6 %	0,5 %
	10:00	Témoignage du président de la Réserve fédérale, J. Powell, devant un comité du congrès				
	11:30	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Cleveland, L. Mester				
VENDREDI 8	15:00	Crédit à la consommation (G\$ US)	Janv.	10,000	15,000	1,561
	7:00	Discours du président de la Réserve fédérale de New York, J. Williams				
	8:30	Création d'emplois non agricoles	Févr.	190 000	200 000	353 000
	8:30	Taux de chômage	Févr.	3,7 %	3,8 %	3,7 %
	8:30	Salaire horaire moyen (m/m)	Févr.	0,2 %	0,1 %	0,6 %
	8:30	Heures hebdomadaires travaillées	Févr.	34,3	34,3	34,1
CANADA						
LUNDI 4	---	---				
MARDI 5	---	---				
MERCREDI 6	8:30	Productivité du travail (t/t)	T4	-0,1 %	0,5 %	-0,8 %
	9:45	Réunion de la Banque du Canada	Mars	5,00 %	5,00 %	5,00 %
	10:30	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem et de la première sous-gouverneure, C. Rogers				
JEUDI 7	8:30	Permis de bâtir (m/m)	Janv.	nd	6,9 %	-14,0 %
	8:30	Balance commerciale (G\$)	Janv.	0,29	-0,60	-0,31
VENDREDI 8	8:30	Création d'emplois	Févr.	21 400	5 000	37 300
	8:30	Taux de chômage	Févr.	5,8 %	5,9 %	5,7 %
	8:30	Taux d'utilisation de la capacité industrielle	T4	nd	81,9 %	79,7 %

Note : Desjardins, Études économiques participent 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 des caisses Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 4 au 8 mars 2024

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)	Févr.	nd		103,79		
LUNDI 4								
Japon	18:30	Indice des prix à la consommation – Tokyo	Févr.	2,5 %		1,8 %		
Japon	19:30	Indice PMI composite – final	Févr.	nd		50,3		
Japon	19:30	Indice PMI services – final	Févr.	nd		52,5		
MARDI 5								
France	2:45	Production industrielle	Janv.	0,0 %	1,7 %	1,1 %	0,9 %	
Italie	3:45	Indice PMI composite	Févr.	51,5		50,7		
Italie	3:45	Indice PMI services	Févr.	52,3		51,2		
France	3:50	Indice PMI composite – final	Févr.	47,7		47,7		
France	3:50	Indice PMI services – final	Févr.	48,0		48,0		
Allemagne	3:55	Indice PMI composite – final	Févr.	46,1		46,1		
Allemagne	3:55	Indice PMI services – final	Févr.	48,2		48,2		
Italie	4:00	PIB réel – final	T4	0,2 %	0,5 %	0,2 %	0,5 %	
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – final	Févr.	48,9		48,9		
Zone euro	4:00	Indice PMI services – final	Févr.	50,0		50,0		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – final	Févr.	53,3		53,3		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – final	Févr.	54,3		54,3		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la production	Janv.	-0,1 %	-8,0 %	-0,8 %	-10,6 %	
MERCREDI 6								
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Janv.	21,0		22,4		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI construction	Févr.	49,0		48,8		
Zone euro	5:00	Ventes au détail	Janv.	0,1 %	-1,3 %	-1,1 %	-0,8 %	
JEUDI 7								
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Janv.	-6,5 %	-5,5 %	8,9 %	2,7 %	
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Mars	4,50 %		4,50 %		
Japon	18:50	Compte courant (G¥)	Janv.	2 074,4		1 810,0		
VENDREDI 8								
Japon	0:00	Indicateur avancé – préliminaire	Janv.	109,7		110,2		
Japon	0:00	Indicateur coïncident – préliminaire	Janv.	110,2		115,9		
Allemagne	2:00	Indice des prix à la production	Janv.	0,1 %	-6,8 %	-1,2 %	-8,6 %	
Allemagne	2:00	Production industrielle	Janv.	0,6 %	-5,0 %	-1,6 %	-3,0 %	
France	2:45	Balance commerciale (M€)	Janv.	nd		-6 829		
France	2:45	Compte courant (G€)	Janv.	nd		-0,7		
Zone euro	5:00	PIB réel – final	T4	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	
Zone euro	5:00	Création d'emplois – final	T4	nd	nd	0,3 %	1,3 %	
Chine	20:30	Indice des prix à la production	Févr.		-2,6 %		-2,5 %	
Chine	20:30	Indice des prix à la consommation	Févr.		0,2 %		-0,8 %	

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. (SA) : ajusté pour les saisonnalités, (NSA) : non ajusté pour les saisonnalités. Les heures indiquées sont à l'heure normale de l'Est (GMT - 5 heures).