

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Pragmatisme plutôt que dogmatisme

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

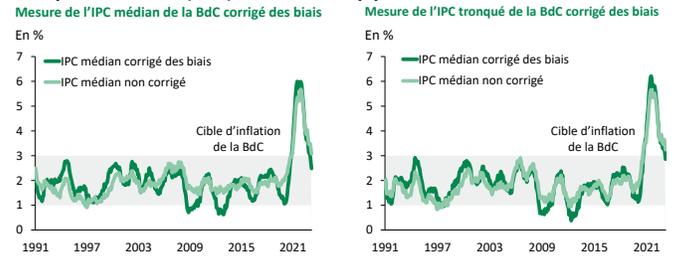
La Banque du Canada (BdC) court le risque de maintenir une politique monétaire restrictive pendant trop longtemps. Cela pourrait plonger l'économie dans une récession inutile. Avant la dernière décision relative au taux directeur, nous avons fait valoir que les mesures privilégiées de l'inflation fondamentale utilisées par la banque centrale surestiment la véritable nature des pressions sous-jacentes sur les prix.

Depuis la publication de nos [travaux](#), d'autres groupes d'économistes se sont joints à nous pour souligner les limites de l'utilisation de l'IPC médian et de l'IPC tronqué comme guides pour déterminer la politique monétaire. Nos recherches utilisent toutefois la méthode la plus robuste et sophistiquée pour démontrer leurs faiblesses.

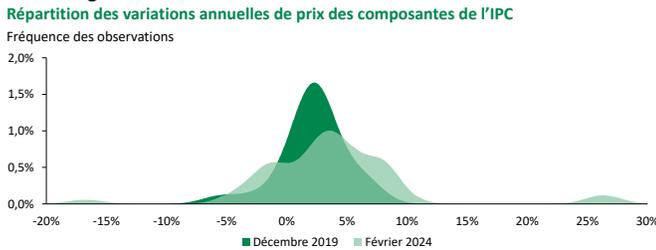
Nous avons montré comment des asymétries dans la distribution sous-jacente des variations de prix ont biaisé à la hausse les indicateurs de la BdC. Ce qui a surtout surpris les lecteurs, c'est la part importante de la distribution qui affiche des variations de prix bien en deçà de la cible de 2 %, comme le montre la partie inférieure gauche de la courbe (graphique 1).

La façon de calculer l'IPC médian et l'IPC tronqué bruts fait que des signaux importants relativement aux tendances sous-jacentes des prix à la consommation passent inaperçus. À la suite de recherches menées par la Fed de Cleveland, nous avons corrigé ce biais et découvert que l'inflation sous-jacente est probablement inférieure à ce que laissent entendre les mesures non corrigées (graphique 2).

Graphique 2
Lorsque corrigées des biais, les mesures de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada (BdC) sont beaucoup plus basses



Graphique 1
La distribution des variations de prix est fortement biaisée vers le coin inférieur gauche de la courbe



À la défense du gouverneur Macklem, ce dernier n'a pas été dogmatique à propos de l'utilisation de ces mesures dites « privilégiées » de la BdC. Il a fait preuve d'ouverture quant à la nécessité de revoir les indicateurs afin de s'assurer que les banquiers centraux mettent tout en œuvre pour évaluer correctement l'inflation sous-jacente.

Dans leurs dernières communications, ceux-ci ont mentionné à plusieurs reprises qu'ils consultaient tout un éventail d'indicateurs, dont l'IPC excluant les aliments et l'énergie, l'IPCX et la part des composantes de l'IPC augmentant plus rapidement

TABLE DES MATIÈRES

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

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, 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 des caisses 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 des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir de 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 du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sans indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2024, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

que 3 %. Ce qu'ils recherchent, c'est une cohérence entre tous ces indicateurs.

La bonne nouvelle, c'est qu'une telle cohérence commence à se dessiner. Les taux annualisés sur trois mois de l'IPC médian, de l'IPC tronqué, de l'IPC excluant les aliments et l'énergie ainsi que de l'IPCX varient de 0,0 % à 2,3 %. Pas plus tard qu'en décembre 2023, cette fourchette était de 2,4 % à 3,8 %. Bien que la proportion des composantes dont les prix ont augmenté plus rapidement que 3 % par année demeure élevée, à 40 %, la proportion de celles ayant progressé de moins de 1 % est maintenant elle aussi d'environ 40 %, ce qui est plus élevé que la moyenne de 2019. La seule ombre au tableau est le prix du pétrole brut, qui a augmenté de 20 % depuis le début 2024.

Quoi qu'il en soit, en date d'aujourd'hui, les banquiers centraux devraient avoir une plus grande confiance qu'en début d'année quant au fait que l'inflation se dirige bien vers la cible de 2 %. En tenant pour acquis que ceux-ci sont sincères dans leur volonté d'équilibrer les risques entourant l'économie et l'inflation, l'approche pragmatique consisterait, pour la BdC, à commencer à assouplir les conditions financières vers le milieu de 2024.

Le faire d'une manière graduelle, mais constante ne devrait pas engendrer de nouvelles pressions inflationnistes, puisque les taux seraient encore en territoire restrictif au moins jusqu'en 2025. Cela atténuerait toutefois les effets néfastes de l'accumulation des renouvellements hypothécaires et des cas d'insolvabilité des entreprises. Ainsi, même si nous prévoyons que la BdC ne modifiera pas le taux directeur la semaine prochaine, les dirigeants pourraient commencer à suggérer que les baisses de taux ne sont plus très loin.

À surveiller

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne, Marc Desormeaux, économiste principal, Marc-Antoine Dumont, économiste senior, Francis Généreux, économiste principal, et Tiago Figueiredo, stratège macro

MERCREDI 10 avril - 8:30

Mars	m/m
Consensus	0,3 %
Desjardins	0,4 %
Février	0,4 %

VENDREDI 12 avril - 10:00

Avril	
Consensus	78,7
Desjardins	78,8
Mars	79,4

MERCREDI 10 avril - 9:45

Avril	
Consensus	5,00 %
Desjardins	5,00 %
6 mars	5,00 %

ÉTATS-UNIS

Indice des prix à la consommation (mars) – L’inflation se montre têtue depuis quelques mois et les progrès vers un retour à la cible de 2 % de la Réserve fédérale sont décevants. À 3,2 % en février, la variation annuelle de l’indice des prix à la consommation (IPC) est semblable à ce qu’elle affichait en juin et en juillet 2023. Et l’on ne s’attend pas à mieux pour le mois de mars, au contraire. La variation annuelle de l’IPC total devrait remonter à 3,5 %. Le gain mensuel serait de 0,4 % comme en février. Encore une fois, les prix de l’énergie, voire de l’essence, dont les prix à la pompe ont bondi de 6,9 % en moyenne en mars, contribueront positivement à la croissance mensuelle de l’IPC total. Du côté de l’inflation de base, un gain de 0,3 % est attendu, soit un peu moins que celui de 0,4 % en février. Au cours de ce mois, les prix des biens (excluant les aliments et l’énergie) avaient enregistré une rare hausse après huit mois consécutifs de baisse, mais les prix des services avaient ralenti un peu. Il sera intéressant de voir si ces mouvements ont continué en mars. L’inflation de base devrait afficher un très modeste ralentissement, soit de 3,8 % à 3,7 %.

Indice de confiance des consommateurs de l’Université du Michigan (avril – préliminaire) – L’indice de confiance de l’Université du Michigan a connu une hausse étonnante en mars. Alors que la version préliminaire affichait une diminution à 76,5 par rapport à la version finale de février (76,9), la version finale de mars montre plutôt un gain à 79,4. C’est son plus haut niveau depuis juillet 2021. On anticipe cependant une légère baisse pour le mois d’avril. La modeste diminution de l’indice du Conference Board en mars, la remontée des demandes d’assurance-chômage la semaine dernière et, surtout, la hausse des prix de l’essence qui s’est poursuivie au cours du mois militent tous pour une légère détérioration de la confiance. Cela dit, l’appréciation des cours boursiers atténue ces facteurs négatifs. Somme toute, on s’attend à ce que l’indice de l’Université du Michigan diminue de seulement quelques dixièmes de point.

CANADA

Réunion de la Banque du Canada (avril) – La Banque du Canada (BdC) ne changera pas le taux directeur en avril, mais elle pourrait suggérer que les baisses de taux ne sont plus très loin. Avec les données récentes montrant une croissance économique morose, une atténuation des pressions sur les prix et un affaiblissement du marché du travail, les arguments en faveur du maintien de la politique monétaire actuelle commencent à se faire ténus. Les derniers sondages menés par la BdC auprès des consommateurs et des entreprises ont mis en lumière la possibilité qu’un assouplissement bien dosé permette à l’économie canadienne d’échapper à une récession. Desserrer les conditions monétaires de manière graduelle, mais constante ne devrait pas engendrer de pressions inflationnistes et pourrait atténuer les effets néfastes de l’accumulation des renouvellements hypothécaires et des cas d’insolvabilité des entreprises.

VENDREDI 12 avril - 9:00

Mars	m/m
Consensus	nd
Desjardins	-1,5 %
Février	-3,1 %

Ventes de propriétés existantes (mars) – Nous nous attendons à une baisse de 1,5 % des ventes de propriétés à l'échelle nationale en mars 2024. Les chiffres préliminaires provenant des associations immobilières régionales laissent entrevoir des baisses mensuelles désaisonnalisées à Toronto, Vancouver, Calgary et Edmonton, quoique l'activité semble être demeurée relativement vigoureuse dans les deux derniers marchés. Nous continuerons à surveiller ce qui se passe du côté des nouvelles inscriptions. Cet indicateur, important pour mesurer l'équilibre entre l'offre et la demande et pour prédire les pressions sur les prix à court terme, a connu des hauts et des bas au cours de la dernière année, à l'image des attentes à l'égard des taux d'intérêt. Le coût d'emprunt plus élevé lors du renouvellement hypothécaire semble inciter certains propriétaires à mettre leur propriété en vente, tandis que d'autres pourraient attendre que les activités d'achat se stabilisent.

OUTRE-MER
MERCREDI 10 avril - 21:30

Mars	a/a
Consensus	0,4 %
Février	0,7 %

Chine : Indice des prix à la consommation (mars) – Après quatre mois en territoire négatif, la variation annuelle de l'indice chinois des prix à la consommation a bondi de -0,8 % en janvier à 0,7 % en février. Ce gain cache toutefois d'importantes divergences entre les composantes. Alors que les services ont connu une hausse mensuelle de 1,9 %, les biens ont reculé de 0,1 %. Le prix de la viande, un indicateur important de la demande intérieure chinoise, a aussi diminué de 2,9 %. Il serait ainsi un peu prématuré de déclarer la fin du problème de déflation. Cela dit, la bonne croissance de la production industrielle et des ventes au détail en février offre l'espoir que la situation pourrait continuer de se normaliser.

JEUDI 11 avril - 8:15

Avril	
Consensus	4,50 %
Desjardins	4,50 %
7 mars	4,50 %

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (avril) – À sa dernière réunion de politique monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) s'est réjouie de la diminution de l'inflation, mais a encore jugé préférable d'attendre avant d'amorcer une réduction des taux d'intérêt. Les plus récents chiffres d'inflation ont montré une nouvelle amélioration vers la cible de 2 %, ce qui devrait plaire à la BCE, mais les prix des services continuent de croître à un rythme élevé. Il y a aussi l'enjeu des salaires. Jusqu'ici, les progrès sont limités et la BCE devra attendre à sa rencontre de politique monétaire de juin pour avoir des données plus fraîches sur les salaires et la confirmation d'une véritable tendance au ralentissement. En bref, la BCE va très probablement laisser sa politique monétaire inchangée en avril, en laissant entendre qu'un changement pourrait s'opérer en juin, si les données évoluent comme souhaité.

VENDREDI 12 avril - 2:00

Février	m/m
Consensus	0,1 %
Janvier	0,2 %

Royaume-Uni : PIB mensuel (février) – L'économie britannique a commencé 2024 du bon pied avec un gain de 0,2 % du PIB réel mensuel en janvier. Cela contraste avec la baisse de 0,1 % subie en décembre 2023. La meilleure tenue des indices PMI est plutôt positive pour la croissance de l'activité économique au Royaume-Uni. Toutefois, la baisse de 0,3 % des ventes au détail en février (après un gain de 0,5 %) suggère plutôt une faiblesse mensuelle du PIB.

Indicateurs économiques

Semaine du 8 au 12 avril 2024

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 8	19:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Minneapolis, N. Kashkari				
MARDI 9	---	---				
MERCREDI 10	8:30	Indice des prix à la consommation				
		Total (m/m)	Mars	0,3 %	0,4 %	0,4 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Mars	0,3 %	0,3 %	0,4 %
		Total (a/a)	Mars	3,5 %	3,5 %	3,2 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Mars	3,7 %	3,7 %	3,8 %
	8:45	Discours d'une gouverneure de la Réserve fédérale, M. Bowman				
	10:00	Stocks des grossistes – final (m/m)	Févr.	nd	0,5 %	0,5 %
	12:45	Discours du président de la Réserve fédérale de Chicago, A. Goolsbee				
	14:00	Budget fédéral (G\$ US)	Mars	nd	nd	-296,3
	14:00	Publication du compte rendu de la Réserve fédérale				
JEUDI 11	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	1-5 avril	nd	215 000	221 000
	8:30	Indice des prix à la production				
		Total (m/m)	Mars	0,3 %	0,5 %	0,6 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Mars	0,2 %	0,3 %	0,3 %
	8:45	Discours du président de la Réserve fédérale de New York, J. Williams				
	12:00	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Boston, S. Collins				
VENDREDI 12	8:30	Prix des exportations (m/m)	Mars	0,2 %	0,8 %	0,8 %
	8:30	Prix des importations (m/m)	Mars	0,3 %	0,4 %	0,3 %
	10:00	Indice de confiance du Michigan – préliminaire	Avril	78,7	78,8	79,4
	13:30	Discours du président de la Réserve fédérale d'Atlanta, R. Bostic				
	14:30	Discours du président de la Réserve fédérale d'Atlanta, R. Bostic				
	15:30	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de San Francisco, M. Daly				
CANADA						
LUNDI 8	---	---				
MARDI 9	---	---				
MERCREDI 10	8:30	Permis de bâtir (m/m)	Févr.	-3,9 %	-5,4 %	13,5 %
	9:45	Réunion de la Banque du Canada	Avril	5,00 %	5,00 %	5,00 %
	9:45	Publication du <i>Rapport sur la politique monétaire</i> de la Banque du Canada				
	10:30	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem, et de la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, C. Rogers				
JEUDI 11	---	---				
VENDREDI 12	9:00	Ventes de maisons existantes (m/m)	Mars	nd	-1,5 %	-3,1 %

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 avancée de l'Est (GMT - 4 heures).  Prévisions de Desjardins, Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 8 au 12 avril 2024

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
DIMANCHE 7								
Japon	19:50	Compte courant (G¥)	Févr.	1 995,0		2 727,5		
LUNDI 8								
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Févr.	25,0		27,6		
Allemagne	2:00	Production industrielle	Févr.	0,5 %	-6,7 %	1,0 %		-5,5 %
MARDI 9								
Japon	1:00	Confiance des consommateurs	Mars	39,6		39,1		
France	2:45	Balance commerciale (M€)	Févr.	nd		-7 388		
France	2:45	Compte courant (G€)	Févr.	nd		-1,0		
Japon	19:50	Indice des prix à la production	Mars	0,3 %	0,8 %	0,2 %		0,6 %
Nouvelle-Zélande	22:00	Réunion de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande	Avril	5,50 %		5,50 %		
MERCREDI 10								
Italie	4:00	Ventes au détail	Févr.	nd	nd	-0,1 %		1,0 %
Chine	21:30	Indice des prix à la consommation	Mars		0,4 %			0,7 %
Chine	21:30	Indice des prix à la production	Mars		-2,8 %			-2,7 %
JEUDI 11								
Corée du Sud	---	Réunion de la Banque de Corée	Avril	3,50 %		3,50 %		
Allemagne	---	Compte courant (G€)	Févr.	nd		29,7		
Chine	---	Balance commerciale (G\$ US)	Mars	70,22		75,31		
Italie	4:00	Production industrielle	Févr.	0,5 %	-2,7 %	-1,2 %		-3,4 %
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Avril	4,50 %		4,50 %		
VENDREDI 12								
Japon	0:30	Production industrielle – final	Févr.	nd	nd	-0,1 %		-3,4 %
Royaume-Uni	2:00	Balance commerciale (M£)	Févr.	-3 100		-3 129		
Royaume-Uni	2:00	Construction	Févr.	-0,4 %	-1,0 %	1,1 %		0,7 %
Royaume-Uni	2:00	Indice des services	Févr.	0,1 %		0,2 %		
Royaume-Uni	2:00	PIB mensuel	Févr.	0,1 %		0,2 %		
Royaume-Uni	2:00	Production industrielle	Févr.	0,0 %	0,6 %	-0,2 %		0,5 %
Allemagne	2:00	Indice des prix à la consommation – final	Mars	0,4 %	2,2 %	0,4 %		2,2 %
France	2:45	Indice des prix à la consommation – final	Mars	0,2 %	2,3 %	0,2 %		2,3 %

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. (SA) : ajusté pour les saisonnalités, (NSA) : non ajusté pour les saisonnalités. Les heures indiquées sont à l'heure avancée de l'Est (GMT - 4 heures).