

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

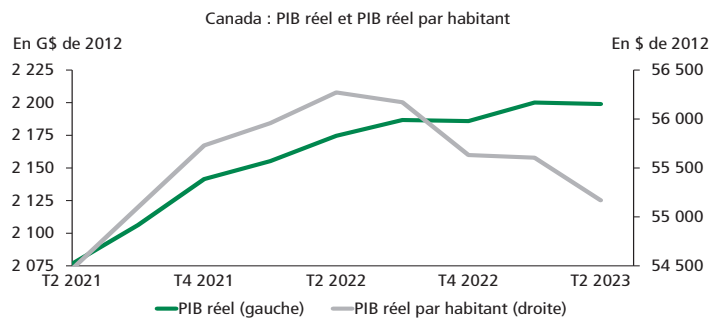
La forte croissance de la population cache la morosité de l'économie canadienne

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne

Comme on pouvait s'y attendre cette semaine, la Banque du Canada (BdC) a laissé le taux des fonds à un jour inchangé. Pour plusieurs des raisons abordées dans notre [Commentaire hebdomadaire](#) de vendredi dernier, son communiqué de presse indique clairement qu'elle estime en avoir suffisamment fait pour l'instant. Pour le moment, nous nous attendons à ce que la BdC se tienne à l'écart et surveille l'effet des hausses de taux passées qui continuent de se transmettre au sein de l'économie. En effet, selon nous, le prochain mouvement de taux sera une réduction et surviendra au premier semestre de 2024.

Mais si le communiqué de la BdC s'est surtout attardé aux indicateurs économiques globaux, à savoir le PIB réel, l'emploi et l'inflation mesurée par l'IPC, les chiffres par habitant, lorsqu'ils sont disponibles, brossent un portrait encore plus sombre de l'économie canadienne. Tout d'abord, même si les mouvements en dents de scie du PIB réel au cours de la dernière année ont donné lieu à des contractions modestes suivies d'accélération marquées, le PIB réel par habitant a pour sa part diminué au cours de chacun des quatre derniers trimestres (graphique 1). C'est encore pire pour ce qui est de la variation de la demande intérieure par habitant. Sans surprise, une bonne part de la faiblesse peut être attribuée à un recul soutenu des investissements résidentiels très sensibles aux conditions de crédit. Cependant, la contraction des chiffres par habitant est constante dans d'autres secteurs, comme la consommation de biens non durables (par exemple, l'essence et l'alimentation) et les investissements en machinerie et outillage. En revanche, la croissance des dépenses en biens de consommation durables par habitant a largement échappé à cette tendance, en grande partie, grâce au bond des ventes d'automobiles, qui ont été retardées par la pandémie.

GRAPHIQUE 1
L'explosion démographique a stimulé le PIB réel global



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques.

Rien de tout cela n'est un hasard. La croissance démographique, la plus forte depuis les années 1950, a donné un élan à l'activité économique depuis la mi-2022. Cette vigueur est entièrement attribuable aux nouveaux arrivants au Canada. Et comme les nouveaux arrivants doivent s'acheter des voitures, meubler leur résidence et se procurer d'autres biens, les dépenses des ménages ont augmenté d'une façon que les économistes n'anticipaient pas il y a un an, faisant fi des effets restrictifs des taux d'intérêt plus élevés.

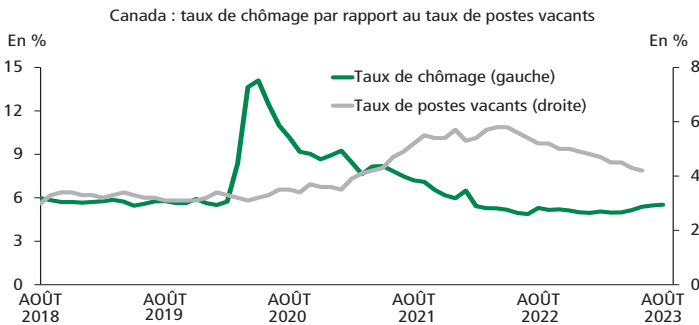
Fait important, ce nombre sans précédent de nouveaux arrivants se compose principalement de résidents non permanents, tels que des travailleurs temporaires et des étudiants. Comme plusieurs de ces personnes sont venues répondre à des besoins particuliers sur le marché du travail, elles ont pu rapidement trouver un emploi et toucher un revenu. Par conséquent, le taux de chômage au Canada a à peine bougé de ses creux historiques, même si le taux de postes vacants a graduellement diminué par

TABLE DES MATIÈRES

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

rapport aux sommets records atteints l'an dernier (graphique 2). Cette situation a favorisé une croissance importante du revenu disponible et un taux d'épargne supérieur à la moyenne préandémique malgré l'érosion du pouvoir d'achat des ménages par les prix et les taux d'intérêt élevés.

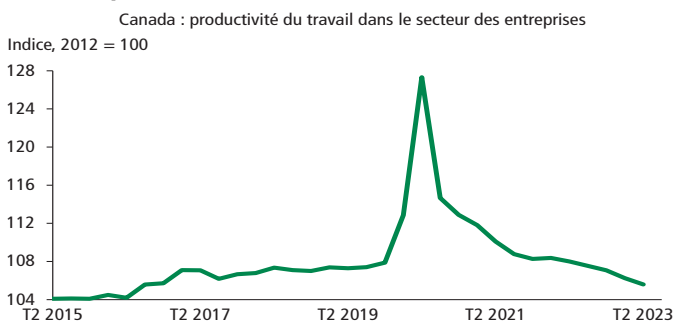
GRAPHIQUE 2
Malgré la baisse des postes vacants, le marché du travail demeure tendu



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques.

Le manque d'investissement des entreprises au Canada est plus alarmant. L'investissement dans les ouvrages non résidentiels a été porté par les prix élevés des matières premières, mais les dépenses en immobilisations relatives à la machinerie et à l'outillage ont été très faibles. Au lieu d'investir dans des technologies qui améliorent la productivité, les entreprises semblent se tourner vers les travailleurs étrangers pour s'attaquer à la pénurie de main-d'œuvre. Les heures travaillées au Canada ont ainsi augmenté, mais la productivité a, quant à elle, constamment diminué pendant la reprise postpandémique. En effet, les données du T2 2023 publiées plus tôt cette semaine ont démontré que la productivité des entreprises canadiennes est à son niveau le plus faible depuis 2016 (graphique 3). Et la situation ne risque pas de s'améliorer de sitôt. Par exemple, la dernière *Enquête sur les perspectives des entreprises* de la BdC a montré que les intentions d'investissement étaient à leur plus faible

GRAPHIQUE 3
La productivité des entreprises canadiennes est à son plus faible niveau depuis 2016



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques.

depuis 2020 chez les entreprises n'étant pas liées aux ressources naturelles.

Cette productivité moribonde n'est pas nouvelle. Comme mentionné dans nos [récentes recherches](#), la croissance anémique de la productivité est la cause principale de la morosité du PIB réel par habitant du Canada depuis 2014. L'absence de dépenses en immobilisations dans l'extraction minière, pétrolière et gazière en raison de la faiblesse des prix des matières premières et un environnement d'investissement incertain à long terme en sont largement responsables. Cependant, même si ce secteur est devenu plus productif pour préserver sa rentabilité, le reste de l'économie canadienne a vu sa productivité diminuer.

Pour l'avenir, la détérioration de la confiance des entreprises permet de croire que les investissements non résidentiels ne sont pas près d'augmenter. La confiance des consommateurs, elle aussi à la baisse, semble indiquer que la consommation des ménages connaîtra le même sort. Étant donné qu'une récession pourrait commencer n'importe quand, on s'attend à ce que le PIB réel et la demande intérieure par habitant ralentissent davantage, surtout si les gains de population restent aussi élevés. Même si le déclin de la demande de main-d'œuvre, attribuable au recul des ventes, devrait entraîner un ralentissement des admissions nettes de résidents non permanents, cela ne suffira probablement pas à soulager la morosité du PIB réel par habitant au Canada, bien installée depuis longtemps. Il faudrait pour cela accélérer la productivité au Canada, qui fait cruellement défaut depuis un certain temps déjà et qui ne semble pas sur le point de s'améliorer.

À surveiller

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

MERCREDI 13 septembre - 8:30

Août	m/m
Consensus	0,6 %
Desjardins	0,6 %
Juillet	0,2 %

JEUDI 14 septembre - 8:30

Août	m/m
Consensus	0,2 %
Desjardins	0,3 %
Juillet	0,7 %

VENDREDI 15 septembre - 9:15

Août	m/m
Consensus	0,1 %
Desjardins	0,1 %
Juillet	1,0 %

VENDREDI 15 septembre - 10:00

Septembre	
Consensus	69,2
Desjardins	67,5
Août	69,5

ÉTATS-UNIS

Indice des prix à la consommation (août) – Le taux d’inflation a connu en juillet sa première augmentation depuis juin 2022. Cette hausse provenant surtout d’effet de base dû aux mouvements d’il y a un an. On s’attend à une autre hausse pour le mois d’août, mais cette fois-ci, le gain proviendra d’une accélération de la variation mensuelle des prix due à la hausse récente des prix de l’essence. Les prix à la pompe ont augmenté de près de 7 % au cours du mois dernier (alors qu’ils ont plutôt tendance à diminuer au cours des mois d’août). Cela amplifiera la contribution des prix de l’énergie et fera en sorte que la variation mensuelle de l’indice total des prix à la consommation (IPC) atteindra 0,6 %, la plus forte en plus d’un an. Excluant l’énergie et les aliments, on prévoit une croissance mensuelle de 0,2 % comme au cours des deux derniers mois. La variation annuelle de l’IPC total devrait passer de 3,2 % à 3,7 %, tandis que l’inflation de base devrait passer de 4,7 % à 4,3 %.

Ventes au détail (août) – Les ventes au détail ont enregistré en juillet leur plus forte croissance mensuelle depuis janvier dernier. Après ce gain, une autre hausse mensuelle est attendue en août, et ce, bien que les ventes d’automobiles devraient s’avérer négatives. On devrait, entre autres, voir une bonne contribution positive des ventes des stations-service gonflées par la hausse des prix à la pompe. De plus, les données préliminaires sur les transactions par carte affichent aussi des gains dans plusieurs catégories en août, notamment du côté des magasins de meubles, de vêtements et des magasins en ligne. Somme toute, on prévoit une hausse de 0,3 % des ventes au détail totales, mais un gain de 0,5 % des ventes excluant l’automobile et l’essence.

Production industrielle (août) – La production industrielle a connu une bonne croissance mensuelle de 1,0 % en juillet. Cela provenait surtout d’un bond de la production d’énergie causée par la météo anormalement chaude. On s’attend à un léger ressac de cet effet pour le mois d’août. Du côté du secteur de la fabrication, l’amélioration de l’indice ISM manufacturier (bien qu’il demeure sous la barre de 50) et une meilleure croissance des heures travaillées pointent sur une légère hausse. Somme toute, une augmentation de 0,1 % de la production industrielle est prévue.

Indice de confiance des consommateurs de l’Université du Michigan (septembre – préliminaire) – Après avoir gagné 12,8 points en juin et en juillet, l’indice de confiance de l’Université du Michigan a diminué de 2,1 points en août. On s’attend à une autre baisse pour le mois de septembre. Cela dit, les signes sont plutôt flous et contradictoires. D’un côté, les niveaux plus élevés des prix de l’essence et des taux d’intérêt hypothécaires, en plus de la diminution de l’indice de confiance du Conference Board en août, offrent un portrait plutôt négatif pour les ménages. De l’autre côté, les demandes d’assurance-chômage sont en baisse, la Bourse est plutôt mixte depuis un mois et l’indice de confiance TIPP a augmenté en septembre. Somme toute, on prévoit tout de même une diminution de quelques points de l’indice de l’Université du Michigan, mais l’incertitude sur cette prévision est grande.

VENDREDI 15 septembre - 8:30

Juillet	m/m
Consensus	nd
Desjardins	0,6 %
Juin	-1,7 %

VENDREDI 15 septembre - 9:00

Août	m/m
Consensus	nd
Desjardins	-0,2 %
Juillet	-0,7 %

MERCREDI 13 septembre - 2:00

Juillet	m/m
Consensus	-0,2 %
Juin	0,5 %

JEUDI 14 septembre - 8:15

Septembre	
Consensus	4,25 %
Desjardins	4,50 %
27 juillet	4,25 %

JEUDI 14 septembre - 22:00
Août
CANADA

Ventes des manufacturiers (juillet) – Après la baisse de juin, les ventes du secteur manufacturier devraient avoir augmenté de 0,6 % au Canada en juillet. Ce gain semble avoir été porté par les prix, en partie grâce à une hausse du côté de l'énergie et du pétrole, les volumes ayant probablement diminué au cours du mois. Un examen plus approfondi révèle que les exportations d'aéronefs, de matériel de transport et de pièces ainsi que de produits agricoles, de pêche et d'alimentation intermédiaire ont augmenté en juillet, ce qui témoigne d'une hausse des ventes dans ce secteur. Malgré tout, notre prévision d'une hausse de 0,6 % des ventes manufacturières est inférieure au résultat provisoire de 0,7 % évoqué par Statistique Canada.

Ventes de propriétés existantes (août) – Nous prévoyons que les données de l'Association canadienne de l'immeuble (ACI), qui seront disponibles vendredi prochain, devraient afficher une certaine stabilité pour les ventes de propriétés à l'échelle nationale en août. Les premières données des chambres immobilières, qui précèdent la publication de l'ACI, suggèrent des résultats régionaux plus mitigés. À Toronto, Vancouver et Hamilton, le repli des ventes après la reprise des hausses de taux d'intérêt par la BdC semble s'être poursuivi en août. En revanche, l'élan semble persistant à Calgary et à Edmonton, probablement soutenu par d'importants gains démographiques et un marché du travail relativement vigoureux. Encore une fois, la question des nouvelles inscriptions est importante. Le resserrement de l'offre et de la demande du début de l'année a contribué au redressement des prix plus tôt en 2023, particulièrement dans les marchés dispendieux de l'Ontario. Toutefois, la hausse importante et généralisée des nouvelles inscriptions au cours des derniers mois suggère un changement dans la confiance du marché. Si cette tendance se poursuit, les perspectives d'augmentation de la valeur des propriétés seront beaucoup moins favorables à l'avenir.

OUTRE-MER


Royaume-Uni : PIB mensuel (juillet) – Le PIB mensuel britannique a connu une bonne croissance de 0,6 % en juin, appuyant ainsi la croissance au deuxième trimestre et jetant du même souffle une bonne base pour celle du troisième trimestre. Cela dit, la situation pourrait être moins positive pour le mois de juillet. C'est ce que signale la forte baisse de 1,2 % des ventes au détail au cours de ce mois. Les indices PMI se situent aussi sous la barre de 50 depuis le début de l'été. Une baisse du PIB mensuel paraît donc possible.

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (septembre) – Les investisseurs sont divisés quant à la prochaine décision de la Banque centrale européenne (BCE), mais nous croyons que les probabilités d'une autre hausse demeurent supérieures à 50 %. Certes, l'économie de la zone euro montre des signes de ralentissement et l'inflation a diminué, mais ce n'est peut-être pas suffisant pour convaincre la BCE sur l'atteinte de sa cible d'inflation de 2 %. Le marché de l'emploi reste vigoureux, avec un taux de chômage à un creux historique. De plus, la variation trois mois annualisée des prix excluant les aliments et l'énergie est remontée au-dessus de 4 % en août. Enfin, plusieurs membres du Conseil des gouverneurs ont récemment laissé entendre qu'une autre hausse de taux demeurerait possible en septembre ou à une rencontre ultérieure.

Chine : Production industrielle et ventes au détail (août) – Les mauvaises nouvelles économiques se multiplient depuis quelque temps en Chine. Moins soutenues par des effets de base favorables, les variations annuelles de la production industrielle et des ventes au détail devraient en août mieux représenter la faiblesse relative de la croissance chinoise, à l'image de ce que nous montrent déjà les exportations nettes, les indices de prix et les indices PMI.

Indicateurs économiques

Semaine du 11 au 15 septembre 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 11	---	---				
MARDI 12	---	---				
MERCREDI 13	8:30	Indice des prix à la consommation				
		Total (m/m)	Août	0,6 %	0,6 %	0,2 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Août	0,2 %	0,2 %	0,2 %
		Total (a/a)	Août	3,6 %	3,7 %	3,2 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Août	4,3 %	4,3 %	4,7 %
	14:00	Budget fédéral (G\$ US)	Août	-258,2	nd	-220,8
JEUDI 14	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	4-8 sept.	225 000	223 000	216 000
	8:30	Indice des prix à la production				
		Total (m/m)	Août	0,4 %	0,7 %	0,3 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Août	0,2 %	0,2 %	0,3 %
	8:30	Ventes au détail				
		Total (m/m)	Août	0,2 %	0,3 %	0,7 %
		Excluant automobiles (m/m)	Août	0,4 %	0,7 %	1,0 %
	10:00	Stocks des entreprises (m/m)	Juill.	0,1 %	0,1 %	0,0 %
VENDREDI 15	8:30	Indice Empire manufacturier	Sept.	-10,0	-15,0	-19,0
	8:30	Prix des exportations (m/m)	Août	0,3 %	0,8 %	0,7 %
	8:30	Prix des importations (m/m)	Août	0,3 %	0,7 %	0,4 %
	9:15	Production industrielle (m/m)	Août	0,1 %	0,1 %	1,0 %
	9:15	Taux d'utilisation de la capacité de production	Août	79,3 %	79,3 %	79,3 %
	10:00	Indice de confiance du Michigan – préliminaire	Sept.	69,2	67,5	69,5
CANADA						
LUNDI 11	---	---				
MARDI 12	---	---				
MERCREDI 13	8:30	Comptes du bilan national	T2			
JEUDI 14	8:30	Ventes des grossistes (m/m)	Juill.	nd	nd	-2,8 %
VENDREDI 15	8:30	Opérations internationales en valeurs mobilières (G\$)	Juill.	nd	nd	12,56
	8:30	Ventes des manufacturiers (m/m)	Juill.	nd	0,6 %	-1,7 %
	9:00	Ventes de maisons existantes (m/m)	Août	nd	-0,2 %	-0,7 %

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

Indicateurs économiques

Semaine du 11 au 15 septembre 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 11								
Italie	4:00	Production industrielle	Juill.	-0,3 %	-1,8 %	0,5 %	-0,8 %	
MARDI 12								
Allemagne	---	Compte courant (G€)	Juill.	nd		29,6		
Royaume-Uni	2:00	Taux de chômage ILO	Juill.	4,3 %		4,2 %		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation courante	Sept.	-76,0		-71,3		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation future	Sept.	-15,0		-12,3		
Japon	19:50	Indice des prix à la production	Août	0,2 %	3,3 %	0,1 %	3,6 %	
MERCREDI 13								
Royaume-Uni	2:00	Balance commerciale (M€)	Juill.	-4 500		-4 787		
Royaume-Uni	2:00	Construction	Juill.	-0,5 %	2,8 %	1,6 %	4,6 %	
Royaume-Uni	2:00	Indice des services	Juill.	-0,1 %		0,2 %		
Royaume-Uni	2:00	PIB mensuel	Juill.	-0,2 %		0,5 %		
Royaume-Uni	2:00	Production industrielle	Juill.	-0,6 %	0,4 %	1,8 %	0,7 %	
Zone euro	5:00	Production industrielle	Juill.	-0,9 %	-0,4 %	0,5 %	-1,2 %	
JEUDI 14								
Japon	0:30	Production industrielle – final	Juill.	nd	nd	-2,0 %	-2,5 %	
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Sept.	4,25 %		4,25 %		
Chine	22:00	Production industrielle	Août		3,9 %		3,7 %	
Chine	22:00	Ventes au détail	Août		3,0 %		2,5 %	
VENDREDI 15								
Japon	0:30	Indice de l'activité tertiaire	Juill.	0,3 %		-0,4 %		
France	2:45	Indice des prix à la consommation – final	Août	1,0 %	4,8 %	1,0 %	4,8 %	
Zone euro	5:00	Balance commerciale (G€)	Juill.	nd		12,5		
Italie	5:00	Balance commerciale (M€)	Juill.	nd		7 718		
Russie	6:30	Réunion de la Banque de Russie	Sept.	12,00 %		12,00 %		

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).