

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Est-ce que le resserrement des conditions de crédit affectera davantage la croissance économique?

Par Francis Généreux, économiste principal

Bien qu'elle soit actuellement parsemée de fragilités et d'incertitudes, la conjoncture économique fait preuve de résilience. La croissance reste jusqu'à maintenant relativement bonne face aux hausses de taux d'intérêt directeurs décrétées depuis plus d'un an. Nos scénarios tablent cependant sur un effet retardé du resserrement monétaire qui affectera tôt ou tard l'activité économique et le marché du travail.

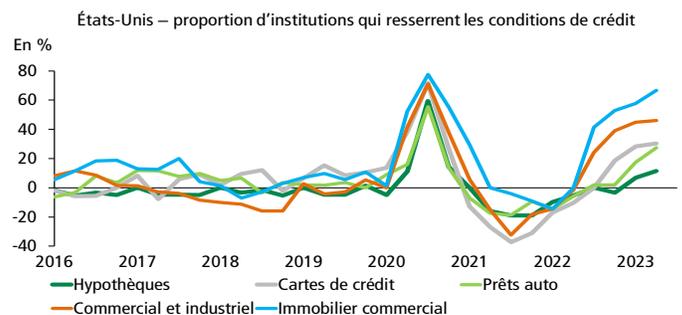
L'un des moyens par lesquels la politique monétaire peut affecter la croissance économique est un resserrement des conditions de crédit. La hausse des coûts de financement des institutions financières pousse naturellement celles-ci à se montrer plus prudentes dans l'octroi de prêts à leur clientèle. Cela est amplifié par l'incertitude qui accompagne les ralentissements économiques et par les risques de voir la situation financière des ménages et des entreprises et, par ricochet, leur capacité de remboursement se détériorer. Il y a aussi des impératifs plus sectoriels lorsqu'une industrie précise ou une région géographique sont davantage affectées par un bouleversement économique. En outre, on note des enjeux propres au secteur financier, où l'évolution de la liquidité ou encore des craintes sur la valeur des portefeuilles de prêts ou sur la volatilité des dépôts peuvent inciter à la prudence.

Les problèmes du secteur bancaire américain qui se sont manifestés depuis la mi-mars avec, en premier lieu, la faillite de la Silicon Valley Bank, sont donc un élément qui avait le potentiel de restreindre davantage les conditions de crédit. Effectivement, aux États-Unis, on perçoit, grâce à l'enquête trimestrielle auprès des directeurs de crédit (*senior loan officers*), que le resserrement des conditions de crédit qui s'effectue depuis 2022 a pris de l'ampleur. Parmi les raisons expliquant ce resserrement, on retrouve avant tout les perspectives économiques moins favorables ou plus incertaines, mais aussi une moins grande

tolérance au risque, une détérioration de la valeur des garanties ainsi que des inquiétudes concernant les coûts de financement et les positions de liquidité des banques.

Tous ces facteurs ont poussé les banques américaines à restreindre le crédit à la fois aux ménages et aux entreprises (graphique 1). Selon les types de prêts, le resserrement peut prendre plusieurs formes. La plus courante est l'augmentation de l'écart entre les taux exigés des emprunteurs et le coût des fonds de l'institution financière, mais il y a aussi, entre autres, des exigences plus strictes relativement au dossier de crédit des clients, des demandes de versements d'acomptes ou de garanties plus élevés qu'auparavant, etc. Ces restrictions, qui s'ajoutent aux taux d'intérêt plus hauts, rendent évidemment le crédit moins attrayant pour les ménages et les entreprises. On remarque d'ailleurs une baisse importante de la demande de crédit auprès des institutions financières (graphique 2 à la page 2).

GRAPHIQUE 1
Les institutions financières américaines resserrent les conditions de crédit

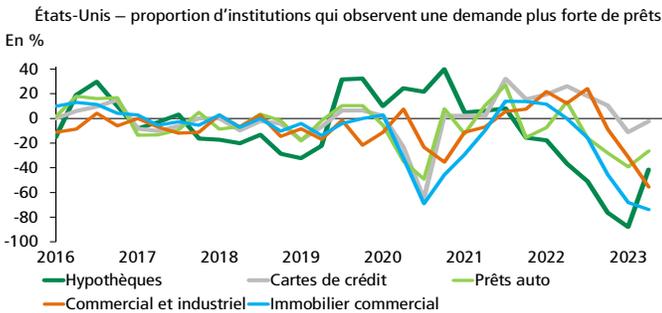


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

TABLE DES MATIÈRES

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

GRAPHIQUE 2 La demande de prêt est en baisse

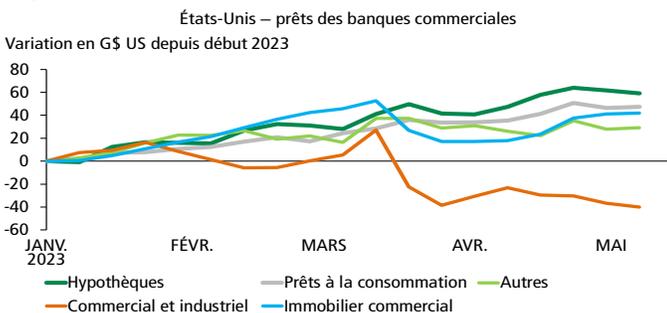


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Normalement, des conditions si serrées et une demande de crédit si faible devraient entraîner un ralentissement important du volume de prêts et de la croissance économique. Ces conséquences ne sont pas encore pleinement apparentes et c'est pourquoi on peut s'étonner de la résilience actuelle de l'économie américaine.

Même l'effet des perturbations financières qui sévissent depuis le mois de mars a été bien moins marqué que ce que plusieurs analystes appréhendaient. La faillite de SVB, les problèmes d'autres institutions, les craintes envers les banques régionales et la volatilité des dépôts ont tous fait craindre une contraction rapide du crédit. Il est vrai que l'on perçoit une baisse nette du crédit accordé aux entreprises par les banques commerciales, mais le crédit aux ménages est peu affecté. Et même pour les entreprises, après le coup initial, l'encours est maintenant plutôt stable (graphique 3).

GRAPHIQUE 3 Ce sont davantage les prêts aux entreprises qui sont touchés depuis la mi-mars



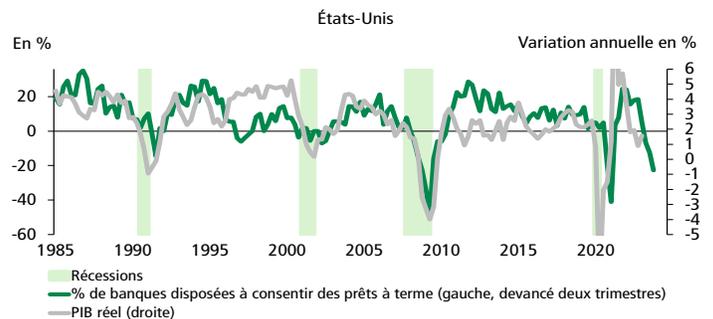
Sources : Federal reserve Board et Desjardins, Études économiques

La situation est certes moins grave qu'appréhendé, mais il ne faut pas non plus crier victoire. L'enquête de la Fed auprès des directeurs de crédit signale clairement que les banques américaines s'attendent à resserrer davantage les conditions pour toutes les catégories de prêts durant le reste de l'année 2023.

Les principales raisons justifiant ces éventuelles restrictions sont une détérioration attendue de la qualité des portefeuilles de prêts et de la valeur des garanties des clients, une réduction de la tolérance au risque ainsi que des préoccupations concernant les coûts de financement des banques, leur position de liquidité et les sorties de dépôts.

Un resserrement supplémentaire des conditions de crédit, lesquelles sont déjà passablement contraignantes, devrait tôt ou tard affecter négativement la croissance économique. Certes, celle-ci et le crédit peuvent évoluer de façon divergente pendant un certain temps. L'aide financière du gouvernement fédéral américain pendant la pandémie est un exemple qui a permis aux ménages de fonctionner en utilisant moins de crédit et en remboursant même leurs dettes de façon marquée. Le recours à l'épargne accumulée ou une période de croissance élevée des revenus peuvent aussi servir de tampon. Toutefois, l'ampleur du resserrement déjà effectué et une poursuite de celui-ci ne peuvent qu'être dommageables pour la croissance. En fait, il n'y a pas d'exemple où la réticence des banques à accorder des prêts a été aussi grande sans que les États-Unis tombent en récession (graphique 4)

GRAPHIQUE 4 La réticence des banques à octroyer des prêts n'est pas de bon augure pour la croissance économique



Sources : Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

Ce facteur est aussi de mise pour d'autres pays avancés. Étant donné que la poussée inflationniste a frappé presque partout, la hausse des taux directeurs s'est généralisée à la plupart des grandes économies. Les inquiétudes bancaires issues des États-Unis ont également eu des échos ailleurs. Cela entraîné un resserrement des conditions financières et des conditions de crédit en zone euro, au Royaume-Uni et au Canada selon les enquêtes nationales auprès des directeurs de crédit. Donc, là aussi, malgré une certaine résilience, l'économie devrait tôt ou tard être affectée par l'effet des hausses de taux directeurs et par la réticence des institutions financières à octroyer plus de prêts. Cela pourrait très bien être l'un des facteurs qui conduira l'économie vers quelques trimestres de décroissance. D'autres risques, comme celui d'un défaut de paiement du gouvernement fédéral américain causé par l'absence de relèvement du [plafond légal de la dette](#), pourraient aussi avoir cet effet.

À surveiller

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

MARDI 30 mai - 9:00

Mars	a/a
Consensus	nd
Desjardins	-1,8 %
Février	0,4 %

MARDI 30 mai - 10:00

Mai	Indice
Consensus	99,5
Desjardins	99,0
Avril	101,3

JEUDI 1 juin - 10:00

Mai	Indice
Consensus	47,1
Desjardins	46,3
Avril	47,1

VENDREDI 2 juin - 8:30

Mai	
Consensus	188 000
Desjardins	190 000
Avril	253 000

MARDI 30 Mai - 8:30

T1 2023	G\$
Consensus	-10,2
Desjardins	-7,9
T4 2022	-10,6

ÉTATS-UNIS

Indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons existantes (mars) – L'indice Case-Shiller a enregistré en février une modeste hausse mensuelle de 0,1 %. On s'attend cependant à ce que ce premier gain depuis juin 2022 soit tout de suite suivi par un retour à la tendance baissière. Ainsi, une diminution de 0,2 % est prévue pour le mois de mars. Cela devrait suffire à faire basculer la variation annuelle des prix nettement en territoire négatif, et ce, pour la première fois depuis 2012. Un glissement sur 12 mois de -1,8 % est prévu.

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board (mai) – L'indice de confiance du Conference Board est tombé en avril à son plus bas niveau depuis juillet 2022. Une autre baisse est probable pour le mois de mai alors que les inquiétudes entourant le plafond de la dette prennent nettement de l'ampleur. D'ailleurs, l'indice de l'Université du Michigan a subi au cours du présent mois sa plus forte baisse mensuelle en près d'un an tandis que l'indice TIPP a enregistré son pire recul depuis avril 2020. Cela dit, la Bourse est en baisse alors que les investisseurs s'inquiètent d'un défaut de paiement du gouvernement fédéral américain ou d'une inflation trop résiliente pour permettre à la Réserve fédérale de mettre fin à son resserrement monétaire. La baisse des prix de l'essence observée depuis quelques semaines pourrait toutefois offrir un certain soutien. L'indice du Conference Board pourrait tout de même reculer sous la barre de 100.

Indice ISM manufacturier (mai) – L'ISM manufacturier évolue autour de 47,0 depuis le début de l'année. Après avoir diminué à 46,3 en mars, il est remonté à 47,1 en mai. On s'attend à une nouvelle baisse qui devrait le ramener à 46,3 en mai. C'est le niveau suggéré par les mouvements des indices manufacturiers régionaux publiés jusqu'à maintenant. L'indice resterait ainsi bien campé sous la barre de 50, qui signale une baisse de l'activité manufacturière.

Création d'emplois selon les entreprises (mai) – La création d'emplois est demeurée vive aux États-Unis en avril. Les révisions à la baisse des résultats des deux mois précédents ont quelque peu atténué l'effet de surprise de l'ajout de 253 000 nouveaux travailleurs en avril. On s'attend, encore une fois, à une baisse de cadence pour le mois de mai. L'augmentation récente des demandes d'assurance-chômage pointe d'ailleurs vers une croissance plus lente de l'emploi et le nombre de postes affichés est aussi en baisse depuis le début de l'année. Un résultat légèrement sous les 200 000 est probable. Le taux de chômage devrait remonter à 3,5 %.

CANADA

Compte courant (T1) – Le déficit du compte courant du Canada devrait avoir diminué au premier trimestre de 2023, malgré une légère détérioration du surplus commercial des biens et une augmentation du déficit commercial des services au cours du trimestre. Le solde des revenus de placement devrait s'être amélioré grâce au rebond de la valeur des actifs financiers pendant cette période.

MERCREDI 31 mai - 8:30

T1 2023	taux. ann.
Consensus	1,8 %
Desjardins	2,9 %
T4 2022	0,0 %

PIB réel selon les dépenses (T1) – La croissance trimestrielle du PIB réel devrait avoir bondi de 2,9 % à rythme annualisé au premier trimestre de 2023, après avoir stagné au quatrième trimestre de 2022. Notre prévision, plus robuste que celle de 2,3 % évoquée par la Banque du Canada (BdC) dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2023, s'appuie sur la vigueur de la consommation des ménages. En effet, les données mensuelles du T1 suggèrent que les ventes d'automobiles et la consommation de services ont été solides pendant la période. Les exportations ont aussi connu une bonne progression au premier trimestre de l'année, compensant largement le recul des importations. La contribution des investissements des entreprises devrait être positive, ce qui contrebalancera la faiblesse continue de l'investissement résidentiel. Enfin, les stocks devraient de nouveau avoir freiné la croissance au T1, bien que dans une moindre mesure qu'au T4 2022. Cela dit, il y a un risque que nous surestimions le ralentissement des stocks, ce qui laisse croire que notre prévision, déjà supérieure à celle de la BdC, pourrait être revue à la hausse.

MERCREDI 31 mai - 8:30

Mars	m/m
Consensus	-0,1 %
Desjardins	0,0 %
Février	0,1 %

PIB réel par industrie (mars) – Le PIB réel par industrie devrait avoir stagné en mars, puisqu'on s'attend à ce que les secteurs de la production de biens et de services soient demeurés stables. Du côté des biens, la progression de l'extraction minière, pétrolière et gazière ainsi que de la fabrication a probablement été en grande partie compensée par une faiblesse dans les autres secteurs. Pour ce qui est des services, la contraction importante des volumes de ventes au détail et les baisses moins marquées dans les autres secteurs devraient avoir été compensées par des gains modestes ailleurs. Si l'on regarde le résultat provisoire d'avril, nous prévoyons une contraction d'environ 0,2 % au cours du mois, car les gains robustes dans le secteur des ressources pourraient avoir été plus que contrebalancés par le ralentissement causé par la grève de la fonction publique et les tempêtes de verglas dans le Centre du Canada.

OUTRE-MER
MARDI 30 mai - 21:30

Mai	Indice
Consensus	nd
Avril	54,4

Chine : Indice PMI composite (mai) – De premiers signes d'essoufflement du rebond économique se sont manifestés en avril alors que la production industrielle, les ventes au détail et les indices PMI ont moins bien performé que prévu. La pression devrait continuer de se faire sentir du côté manufacturier avec le recul de la consommation mondiale de biens, mais les secteurs de la construction et des services pourraient témoigner d'un redressement de la demande intérieure chinoise. Les données de mai indiqueront si la baisse des indices PMI du mois dernier n'était qu'un faux pas ou s'il s'agit d'un ralentissement plus persistant.

JEUDI 1 juin - 5:00

Mai	a/a
Consensus	6,3 %
Avril	7,0 %

Zone euro : Indice des prix à la consommation (mai – préliminaire) – Pour la première fois depuis septembre 2022, l'inflation s'est accélérée en zone euro en avril. La variation annuelle de l'IPC total est passée de 6,8 % en mars à 7,0 % le mois dernier. Les récentes variations mensuelles de l'indice total, tout comme celles de l'indice de base qui exclut l'énergie, les aliments, l'alcool et les produits du tabac, se sont montrées plutôt résilientes. Les données préliminaires du mois de mai permettront de savoir si l'inflation demeure aussi tenace ou si l'apaisement reprendra son cours.

Indicateurs économiques

Semaine du 29 mai au 2 juin 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 29	---	Marchés fermés (Memorial Day)				
MARDI 30	9:00	Indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons (a/a)	Mars	nd	-1,8 %	0,4 %
	10:00	Confiance des consommateurs	Mai	99,5	99,0	101,3
	13:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Richmond, T. Barkin				
MERCREDI 31	8:50	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Boston, S. Collins et d'une gouverneure de la Réserve fédérale, M. Bowman				
	9:45	Indice PMI de Chicago	Mai	47,5	46,5	48,6
	12:30	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, P. Harker				
	13:30	Discours d'un gouverneur de la Réserve fédérale, P. Jefferson				
	14:00	Publication du Livre Beige				
JEUDI 1	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	22-26 Mai	235 000	234 000	229 000
	8:30	Productivité non agricole – final (taux ann.)	T1	-2,7 %	-2,4 %	-2,7 %
	8:30	Coût unitaire de main-d'œuvre – final (taux ann.)	T1	6,3 %	6,0 %	6,3 %
	10:00	Dépenses de construction (m/m)	Avril	0,2 %	0,4 %	0,3 %
	10:00	Indice ISM manufacturier	Mai	47,1	46,3	47,1
	13:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, P. Harker				
	---	Ventes d'automobiles (taux ann.)	Mai	15 350 000	15 000 000	15 910 000
VENDREDI 2	8:30	Création d'emplois non agricoles	Mai	188 000	190 000	253 000
	8:30	Taux de chômage	Mai	3,5 %	3,5 %	3,4 %
	8:30	Salaire horaire moyen (m/m)	Mai	0,3 %	0,2 %	0,5 %
	8:30	Heures hebdomadaires travaillées	Mai	34,4	34,4	34,4
CANADA						
LUNDI 29	---	---				
MARDI 30	8:30	Compte courant de la balance des paiements (G\$)	T1	-10,2	-7,9	-10,6
MERCREDI 31	8:30	PIB réel (taux ann.)	T1	1,8 %	2,9 %	0,0 %
	8:30	PIB réel par industrie (m/m)	Mars	-0,1 %	0,0 %	0,1 %
JEUDI 1	---	---				
VENDREDI 2	---	---				

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 29 mai au 2 juin 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 29								
Japon	1:00	Indicateur coïncident – final	Mars	nd		98,7		
Japon	1:00	Indicateur avancé – final	Mars	nd		97,5		
Japon	19:30	Taux de chômage	Avril	2,7 %		2,8 %		
MARDI 30								
Zone euro	4:00	Masse monétaire M3	Avril		2,0 %		2,5 %	
Zone euro	5:00	Confiance des consommateurs – final	Mai	-17,4		-17,4		
Zone euro	5:00	Confiance économique	Mai	99,0		99,3		
Zone euro	5:00	Confiance des industries	Mai	-3,6		-2,6		
Zone euro	5:00	Confiance des services	Mai	10,2		10,5		
Japon	19:50	Ventes au détail	Avril	0,6 %	7,1 %	0,6 %	7,2 %	
Japon	19:50	Production industrielle – préliminaire	Avril	1,4 %	1,9 %	1,1 %	-0,6 %	
Chine	21:30	Indice PMI composite	Mai	nd		54,4		
Chine	21:30	Indice PMI manufacturier	Mai	49,5		49,2		
Chine	21:30	Indice PMI non manufacturier	Mai	55,0		56,4		
MERCREDI 31								
Japon	1:00	Mises en chantier	Avril		-0,8 %		-3,2 %	
Japon	1:00	Confiance des consommateurs	Mai	36,0		35,4		
France	2:45	PIB réel – final	T1	0,2 %	0,8 %	0,2 %	0,8 %	
France	2:45	Dépenses de consommation	Avril	0,3 %	-3,7 %	-1,3 %	-4,2 %	
France	2:45	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Mai	0,3 %	5,5 %	0,7 %	6,9 %	
France	2:45	Indice des prix à la production	Avril	nd	nd	2,0 %	12,9 %	
Italie	4:00	PIB réel – final	T1	0,5 %	1,8 %	0,5 %	1,8 %	
Italie	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Mai	-0,2 %	7,2 %	0,5 %	8,3 %	
Allemagne	8:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Mai	0,2 %	6,4 %	0,4 %	7,2 %	
Japon	20:30	Indice PMI manufacturier – final	Mai	nd		50,8		
JEUDI 1								
Allemagne	2:00	Ventes au détail	Avril	1,0 %	-5,8 %	-2,4 %	-6,5 %	
Royaume-Uni	2:00	Prix des maisons – Nationwide	Mai	-0,5 %	-3,7 %	0,5 %	-2,7 %	
Italie	3:45	Indice PMI manufacturier	Mai	45,8		46,8		
France	3:50	Indice PMI manufacturier – final	Mai	46,1		46,1		
Allemagne	3:55	Indice PMI manufacturier – final	Mai	42,9		42,9		
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – final	Mai	44,6		44,6		
Italie	4:00	Taux de chômage	Avril	7,8 %		7,8 %		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – final	Mai	46,9		46,9		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Mai	0,2 %	6,3 %	0,6 %	7,0 %	
Zone euro	5:00	Taux de chômage	Avril	6,5 %		6,5 %		
VENDREDI 2								
France	2:45	Production industrielle	Avril	0,3 %	1,4 %	-1,1 %	-0,1 %	

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).