

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Non, ce n'est pas différent cette fois-ci

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

Le cycle de hausses de taux le plus agressif de l'histoire a été accompagné, jusqu'à récemment, d'un surprenant concert de voix rassurantes répétant à tout le monde que « cette fois-ci, ce serait différent ». Banquiers centraux, représentants gouvernementaux, têtes dirigeantes – tous affirmaient que l'économie pourrait composer avec le rythme record des hausses de taux. Que ce soit en s'appuyant sur le nombre élevé de postes disponibles, le rétablissement de l'offre ou l'excédent d'épargne, beaucoup concluaient la même chose : il n'y avait pas lieu de s'inquiéter.

Selon eux, la pandémie avait créé un ensemble de circonstances tellement unique que les précédents historiques n'étaient pas pertinents. L'économie allait s'ajuster progressivement, ralentissant juste assez pour ramener l'inflation à 2 %, mais pas suffisamment pour que l'on puisse parler de récession. Les dernières semaines ont montré à quel point ce raisonnement était erroné.

Certains d'entre nous ont averti que la mer ne s'était pas encore retirée, et que lorsqu'elle le ferait, ce ne serait pas différent des dernières fois. Évidemment que nous n'allions pas revivre la crise financière de 2008 ni l'éclatement de la bulle technologique du début des années 2000. Cependant, rien ne permettait non plus de croire que des taux d'intérêt nettement plus élevés frapperaient les économies moins durement aujourd'hui qu'ils ne l'ont fait dans le passé, ou que l'ajustement serait moins rapide lorsqu'il se produirait. Comme l'aurait dit Mark Twain, « l'histoire ne se répète pas, elle rime ».

La conviction que les choses allaient se passer différemment était cependant si forte il y a quelques semaines que le marché obligataire anticipait que le taux des fonds fédéraux plafonnerait à 5,70 % sans que les marchés boursiers réagissent vraiment.

Alors que les taux des bons du Trésor augmentaient, les écarts de crédit demeuraient relativement stables tandis que les actions oscillaient. Les attentes du marché à l'égard des bénéfices futurs ne reflétaient pas non plus de grande crainte de récession. L'idée que cette fois-ci serait différente semblait avoir pris racine.

Maintenant que la mer s'est bel et bien retirée et qu'on a découvert ceux qui se baignaient nus, les décideurs politiques doivent l'admettre : l'histoire qu'ils ont racontée était fautive. Au lieu d'atteindre son objectif de stabilité des prix sans troubler les marchés et l'économie, la Réserve fédérale américaine (Fed) échoue maintenant dans deux de ses trois mandats. L'inflation demeure trop élevée et le système financier est désormais en difficulté.

La semaine prochaine, la Fed aura la tâche peu enviable de devoir pondérer à la fois l'instabilité financière et l'inflation excessive. Les décideurs politiques devront tenir compte des leçons de l'histoire et faire preuve d'une grande vigilance sur les deux fronts. Car supposer que cette fois-ci serait différente à ces deux chapitres était bel et bien de la folie.

Une politique monétaire souple, combinée à des mesures de relance budgétaire massives et à des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, a engendré une inflation excessivement élevée. Le resserrement agressif visant à contenir ces pressions sur les prix a inévitablement mis au jour les vulnérabilités du système financier – surtout après des années d'argent facile – et entraînera probablement une faiblesse importante de l'économie. Ces événements ne sont pas sans précédents historiques. Le premier point à l'ordre du jour de la réunion du Federal Open Market Committee devrait être de reconnaître que les circonstances actuelles sont très semblables à celles de certains épisodes passés.

TABLE DES MATIÈRES

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

En reconnaissant que le chemin vers la stabilité des prix sera ponctué d'obstacles, les décideurs politiques pourront se tenir prêts à y faire face plutôt que de l'ignorer jusqu'à ce qu'il soit trop tard. En supposant que la stabilité financière ne se détériorera pas davantage d'ici mercredi prochain, la Fed devrait relever ses taux de 25 points de base maintenant les perspectives du taux directeur alignées sur celles de l'inflation. Elle pourra ensuite utiliser les achats d'actifs et les mesures d'assouplissement du crédit pour s'attaquer aux risques pesant sur la stabilité financière.

Comme le président de la Fed, Jerome Powell, l'a lui-même dit à maintes reprises : « L'histoire nous met en garde contre des mesures d'assouplissement prématurées. » Cette fois-ci n'est pas différente des précédentes. Bien qu'elle doive rester agile en prévision d'une détérioration potentielle, la Fed risque de s'attirer de pires maux à l'avenir si elle perd de vue aujourd'hui sa lutte contre l'inflation.

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 21 mars - 10:00

Février

Consensus	4 190 000
Desjardins	4 350 000

Janvier **4 000 000**

MERCREDI 22 mars - 14:00

Mars

Consensus	5,00 %
Desjardins	5,00 %

1^{er} février **4,75 %**

JEUDI 23 mars - 10:00

Février

Consensus	650 000
Desjardins	685 000

Janvier **670 000**

VENDREDI 24 mars - 8:30

Février

Consensus	1,5 %
Desjardins	-1,3 %

Janvier **-4,5 %**

ÉTATS-UNIS

Ventes des propriétés existantes (février) – La revente de propriétés a maintenant connu douze mois consécutifs de baisse. Elles ont chuté de 37,1 % depuis le sommet atteint en novembre 2021. Cela demeure plus modéré que le recul total de 52,4 % enregistré entre 2005 et 2010. On s'attend à une hausse des ventes de propriétés existantes en février. Les ventes en suspens de maisons ont enregistré en janvier et en décembre deux hausses consécutives, c'est une première depuis l'été 2020. Le gain de 8,1 % en janvier est un signe particulièrement fort d'une hausse possible des ventes en février. De leur côté, les données régionales préliminaires sur la revente de maisons montrent une variation annuelle moins négative qui serait compatible avec une bonne hausse mensuelle des ventes. On anticipe que les ventes de propriétés existantes passeront à 4 350 000 unités.

Réunion de la Réserve fédérale (mars) – Les dernières communications officielles des dirigeants de la Réserve fédérale (Fed), incluant les témoignages récents de Jerome Powell devant des comités du Congrès, ne laissent pas de doute envers une nouvelle hausse des taux directeurs. Les anticipations pour un relèvement de 50 points étaient même élevées. Bien que la situation économique et la force de l'inflation militent clairement pour une poursuite du resserrement monétaire amorcé il y a maintenant un an, la situation financière est maintenant plus ambiguë. La faillite de la Silicon Valley Bank et de deux autres institutions financières ainsi que la fragilité plus apparente de banques régionales laissent maintenant planer un doute sur les intentions de la Fed. On prévoit néanmoins qu'ils relèveront de 25 points la fourchette cible du taux des fonds à un jour à cette réunion. Il sera cependant très intéressant de connaître la lecture de la Fed envers cette nouvelle donne financière, incluant ce que dira Jerome Powell lors de sa conférence de presse. On pourra aussi prendre connaissance des nouvelles prévisions économiques et de taux d'intérêt des dirigeants de la Fed et voir s'ils croient devoir encore beaucoup resserrer leur politique.

Ventes de maisons neuves (février) – Les ventes de maisons individuelles neuves ont, comme en décembre, enregistré une hausse mensuelle de 7,2 % en janvier. C'est leur quatrième gain mensuel en six mois. Le niveau annualisé de 670 000 maisons atteint au début de 2023 représente un gain de 21,8 % par rapport au creux de septembre 2022. Dans un contexte de taux d'intérêt hypothécaires élevés, le regain des ventes de maisons neuves est étonnant. Il pourrait même se poursuivre à très court terme alors que l'octroi de permis de bâtir de maisons individuelles a augmenté de 7,6 % en février et que l'achalandage d'acheteurs de maisons individuelles a augmenté selon l'enquête de confiance des constructeurs de maisons. Les demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat ont toutefois diminué par rapport à janvier. Somme toute, on s'attend à ce que le niveau des ventes passe de 670 000 à 685 000 unités.

Nouvelles commandes de biens durables (février) – Après une croissance de 5,1 % en décembre, les nouvelles commandes de biens durables ont chuté de 4,5 % en janvier. Ces mouvements sont largement dus au secteur de l'aviation. On s'attend d'ailleurs à ce que celui-ci contribue à nouveau négativement à l'évolution des commandes en février. C'est le signal procuré par les données publiées par Boeing. Excluant les transports, on s'attend à une modeste hausse de 0,2 % des nouvelles commandes après une hausse de 0,8 % en janvier. La production manufacturière excluant les automobiles a légèrement augmenté de 0,1 % en février. De son côté, la composante « nouvelles commandes » de l'ISM manufacturier demeure négative à 47,0, mais elle s'est tout de même améliorée et rapprochée de la barre des 50 par rapport au 42,5 de janvier. Les nouvelles commandes totales de biens durables devraient afficher une baisse totale de 1,3 %.

MARDI 21 mars - 8:30

Février	m/m
Consensus	0,5 %
Desjardins	0,6 %
Janvier	0,5 %

CANADA

Indice des prix à la consommation (février) – Les prix globaux au Canada ont probablement augmenté de 5,4 % au cours de la période de douze mois s'étant terminée en février, en baisse par rapport au rythme de 5,9 % observé en janvier. Le recul des prix de l'essence en février a contribué à faire baisser les prix. Par ailleurs, le déclin marqué des tarifs d'électricité en janvier, qui résultait de subventions à l'énergie accordées par le gouvernement de l'Alberta, ne devrait rien ajouter aux baisses observées le mois dernier. Le taux annuel d'inflation fondamentale, excluant les aliments et l'énergie, devrait ralentir légèrement, passant de 4,9 % à 4,8 %. Les prix des services de télécommunications ont exercé une pression à la hausse sur ces chiffres. En effet, après avoir pesé sur l'indice en janvier, alors que les rabais des Fêtes sur les forfaits cellulaires avaient été exceptionnellement prolongés au début de 2023, les prix de ces services devraient avoir rebondi en février. Cela dit, on s'attend à ce que le rythme annualisé sur trois mois de l'inflation fondamentale ait diminué pour s'établir à environ 3 %, ce qui serait une bonne nouvelle pour la BdC. Néanmoins, tous les yeux seront tournés vers les mesures de l'inflation fondamentale de la BdC, qui se sont stabilisées autour de 3,5 %, soit la limite inférieure des fourchettes récentes. Ultimement, la BdC souhaite voir ces mesures diminuer davantage pour se rassurer quant au fait que l'inflation est en voie de revenir à 2 %.

VENDREDI 24 mars - 8:30

Janvier	m/m
Consensus	0,7 %
Desjardins	1,0 %
Décembre	0,5 %

Ventes au détail (janvier) – Les ventes au détail devraient avoir augmenté de 1,0 % en janvier, ce qui est légèrement supérieur au résultat provisoire de 0,7 % de Statistique Canada. Encore une fois, les ventes d'automobiles ont probablement été le moteur de la croissance au cours du premier mois de 2023. La vigueur des ventes d'automobiles est au moins partiellement attribuable aux retards de livraison de véhicules commandés plus tôt. Les ventes au détail, à l'exclusion des véhicules et des pièces automobiles, devraient avoir diminué de 0,3 % en janvier, et les ventes au détail de base (excluant les stations-service et les pièces et véhicules automobiles) de 0,7 %. Cette mesure restreinte des ventes stagne depuis le milieu de 2022, ce qui révèle un déplacement des dépenses en biens de consommation vers des dépenses en services qui ne figurent pas dans le rapport. De façon plus générale, les ventes au détail ont tendance à ralentir en période de récession. Par conséquent, nous surveillerons de près ces données, au moment où les ménages canadiens continuent d'assimiler les effets des hausses de taux décrétées par la Banque du Canada (BdC) au cours de la dernière année.

OUTRE-MER

JEUDI 23 mars - 8:00

Mars	
Consensus	4,25 %
2 février	4,00 %

Royaume-Uni : Réunion de la Banque d'Angleterre (mars) – La Banque centrale européenne a poursuivi son resserrement monétaire malgré les récentes tensions sur le système financier. Est-ce que la Banque d'Angleterre (BoE) en fera autant? Il faut noter que les deux banques centrales ne sont pas au même stade dans leur resserrement, la BoE a plus d'avance et semblait plus près d'une pause dans ses dernières communications. Néanmoins, l'inflation reste élevée, plus élevée qu'en zone euro même. Sans compter que le marché du travail reste très vigoureux. La BoE pourrait finalement préférer maintenir le cap et décréter une autre hausse de 25 points de base.


VENDREDI 24 mars - 5:00


Mars	
Consensus	52,0
Février	52,0

Zone euro : Indice PMI (mars – préliminaire) – Les indices PMI reprennent nettement de la vigueur en Europe. L'indice composite de la zone euro a atteint 52,0 en février, soit son plus haut niveau depuis juin 2022. Un tel niveau pointe sur un retour à la croissance du PIB réel au premier trimestre de 2023. Une nouvelle hausse serait un signe positif pour la conjoncture. Il sera cependant intéressant de voir si les soubresauts des marchés financiers au cours de la dernière semaine et les incertitudes concernant le secteur bancaire auront de premières répercussions sur les indices PMI.

Indicateurs économiques

Semaine du 20 au 24 mars 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 20	---	---				
MARDI 21	10:00	Ventes de maisons existantes (taux ann.)	Fév.	4 190 000	4 350 000	4 000 000
MERCREDI 22	14:00	Réunion de la Réserve fédérale	Mars	5,00 %	5,00 %	4,75 %
	14:30	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
JEUDI 23	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	13-17 Mars	nd	199 000	192 000
	8:30	Compte courant (G\$ US)	T4	-213,6	-218,4	-217,1
	10:00	Ventes de maisons neuves (taux ann.)	Fév.	650 000	685 000	670 000
VENDREDI 24	8:30	Nouvelles commandes de biens durables (m/m)	Fév.	1,5 %	-1,3 %	-4,5 %
CANADA						
LUNDI 20	---	---				
MARDI 21	---	Budget du Québec 2023				
	---	Budget du Nouveau-Brunswick 2023				
	8:30	Indice des prix à la consommation				
		Total (m/m)	Fév.	0,5 %	0,6 %	0,5 %
		Total (a/a)	Fév.	5,3 %	5,4 %	5,9 %
MERCREDI 22	---	Budget de la Saskatchewan 2023				
	13:30	Publication du résumé des délibérations du Conseil de direction de la Banque du Canada				
JEUDI 23	---	Budget de l'Ontario 2023				
	---	Budget de la Nouvelle-Écosse 2023				
	---	Budget de Terre-Neuve-et-Labrador 2023				
VENDREDI 24	8:30	Ventes au détail				
		Total (m/m)	Janv.	0,7 %	1,0 %	0,5 %
		Excluant automobiles (m/m)	Janv.	0,7 %	0,3 %	-0,6 %

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 20 au 24 mars 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 20								
Allemagne	3:00	Indice des prix à la production	Fév.	-1,4 %	14,4 %	-1,0 %	17,8 %	
Zone euro	6:00	Balance commerciale (G€)	Janv.	nd		-18,1		
MARDI 21								
Zone euro	6:00	Construction	Janv.	nd	nd	-2,5 %	-1,3 %	
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation courante	Mars	-44,0		-45,1		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation future	Mars	15,0		28,1		
MERCREDI 22								
Royaume-Uni	3:00	Indice des prix à la consommation	Fév.	0,6 %	9,8 %	-0,6 %	10,1 %	
Italie	5:30	Compte courant (M€)	Janv.	nd		2 527		
Zone euro	6:00	Compte courant (G€)	Janv.	nd		15,9		
Brésil	17:30	Réunion de la Banque centrale du Brésil	Mars	13,75 %		13,75 %		
JEUDI 23								
Suisse	4:30	Réunion de la Banque nationale suisse	Mars	1,50 %		1,00 %		
Norvège	5:00	Réunion de la Banque de Norvège	Mars	3,00 %		2,75 %		
Royaume-Uni	8:00	Réunion de la Banque d'Angleterre	Mars	4,25 %		4,00 %		
Zone euro	11:00	Confiance des consommateurs – préliminaire	Mars	-18,5		-19,0		
Japon	19:30	Indice des prix à la consommation	Fév.		3,3 %		4,3 %	
Royaume-Uni	20:01	Confiance des consommateurs	Mars	-36		-38		
Japon	20:30	Indice PMI composite – préliminaire	Mars	nd		51,1		
Japon	20:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Mars	nd		47,7		
Japon	20:30	Indice PMI services – préliminaire	Mars	nd		54,0		
VENDREDI 24								
Royaume-Uni	3:00	Ventes au détail	Fév.	0,2 %	4,8 %	0,5 %	-5,1 %	
France	3:45	Salaires – final	T4	nd		0,6 %		
France	4:15	Indice PMI composite – préliminaire	Mars	51,2		51,7		
France	4:15	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Mars	48,0		47,4		
France	4:15	Indice PMI services – préliminaire	Mars	52,5		53,1		
Allemagne	4:30	Indice PMI composite – préliminaire	Mars	51,0		50,7		
Allemagne	4:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Mars	47,0		46,3		
Allemagne	4:30	Indice PMI services – préliminaire	Mars	51,1		50,9		
Zone euro	5:00	Indice PMI composite – préliminaire	Mars	52,0		52,0		
Zone euro	5:00	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Mars	49,0		48,5		
Zone euro	5:00	Indice PMI services – préliminaire	Mars	52,5		52,7		
Royaume-Uni	5:30	Indice PMI composite – préliminaire	Mars	52,7		53,1		
Royaume-Uni	5:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Mars	49,7		49,3		
Royaume-Uni	5:30	Indice PMI services – préliminaire	Mars	53,0		53,5		

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).