

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

La vie après les hausses de taux

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

Les négociateurs se réjouiront si, la semaine prochaine, la Réserve fédérale américaine (Fed) hisse le drapeau blanc et annonce la fin du cycle actuel de hausses des taux. La campagne agressive de la banque centrale pour maîtriser l'inflation a ébranlé les marchés, et tout allègement sera accueilli de manière positive. Mais la vie après les hausses de taux d'intérêt n'est pas toujours ce que l'on pourrait espérer.

Lors des trois plus récents cycles de relèvement, après que les taux eurent atteint leur sommet, les marchés boursiers ont plongé, l'économie s'est effondrée et la Fed a eu recours à des mesures d'assouplissement monétaire dans les neuf mois qui ont suivi, en moyenne. Autrement dit, la fin des hausses de taux d'intérêt coïncide souvent avec le début d'une période plus pénible encore.

C'est que le relèvement prend fin seulement lorsque les banquiers centraux estiment que l'économie a été suffisamment punie. Et contrairement aux apparences à ce moment-là, les décideurs politiques ont souvent tendance à pencher pour une punition trop forte plutôt que trop douce. Il semble que ce soit également le cas cette fois-ci.

Le marché du travail aux États-Unis continue de créer des emplois, et les compagnies demeurent rentables. Les ménages et les entreprises font preuve d'une plus grande résilience que ce à quoi s'attendaient la plupart des prévisionnistes. Et au moins quelques voix persistent à suggérer que la Fed devrait encore relever substantiellement ses taux. Mais la vigueur de l'économie et du système financier peut rapidement faire place à une faiblesse sans que l'on s'en aperçoive. Dans le passé, après avoir semblé plus résistante que prévu au resserrement monétaire, l'économie a fini par subir de plein fouet les conséquences des hausses de taux.

Il y a un peu plus de 20 ans, en 2000, la Fed avait porté ses taux à 6,50 %. À l'époque, selon les prévisions consensuelles, l'économie américaine allait continuer de croître sans entrave au cours de l'année suivante. Cependant, presque immédiatement après la dernière hausse du cycle, l'indice S&P 500, qui progressait depuis des années, s'est mis à chuter, et l'économie, à perdre de la vitesse. Pendant les deux années suivantes, le marché boursier a perdu près de 50 % de sa valeur, et le taux de chômage a grimpé de 2,5 points de pourcentage.

La même chose s'est produite après la dernière hausse du cycle de resserrement monétaire du milieu des années 2000, qui a pris fin en 2006. Le marché boursier a continué de progresser en 2007, mais la vigueur s'est estompée rapidement par la suite. En 2009, les actions valaient près de 50 % moins cher qu'à la date de la dernière hausse de taux, et l'économie était au cœur de sa pire récession en près d'un siècle.

Il est vrai que l'effondrement de l'économie et des marchés financiers survenu peu après la dernière hausse du cycle de resserrement de 2019 n'est pas pertinent ici, puisqu'il a été provoqué par la pandémie. Mais l'économie était déjà en mauvaise posture à la fin de 2019 et au début de 2020. Le système financier faisait face à des défis relativement au marché des pensions. Et la Fed avait déjà commencé à baisser ses taux. On peut donc penser que n'eût été la COVID-19, les événements auraient pris une tournure similaire à celle des épisodes passés. Nous ne le saurons jamais.

Aujourd'hui, de nombreuses raisons portent à croire que Jerome Powell et ses collègues ont placé l'économie sur la même voie que par le passé. C'est voulu. La récente crise bancaire a révélé des failles dans le système et entraîné un resserrement des conditions financières d'une ampleur encore inconnue. Mais avec

TABLE DES MATIÈRES

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

une nouvelle hausse de taux de 25 points de base la semaine prochaine, on voit clairement de quel côté la Fed veut faire pencher la balance.

Ainsi, lorsque les banquiers centraux annonceront la fin du cycle actuel de relèvement des taux, c'est parce qu'ils jugeront que les perspectives sont suffisamment pessimistes. Que cette annonce arrive la semaine prochaine ou non, les négociateurs feraient bien de ne pas ouvrir trop vite le champagne : ce pourrait être le début d'un contexte plus difficile encore.

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

LUNDI 1 mai - 10:00

Avril	Indice
Consensus	46,8
Desjardins	45,9
Mars	46,3

MERCREDI 3 mai - 10:00

Avril	Indice
Consensus	51,9
Desjardins	50,7
Mars	51,2

MERCREDI 3 mai - 14:00

Mai	
Consensus	5,25 %
Desjardins	5,25 %
22 mars	5,00 %

VENDREDI 5 mai - 8:30

Avril	
Consensus	180 000
Desjardins	190 000
Mars	236 000

JEUDI 4 mai - 8:30

Mars	En G\$
Consensus	nd
Desjardins	-0,5
Février	0,4

ÉTATS-UNIS

Indice ISM manufacturier (avril) – Après avoir légèrement augmenté en février, et ce, à la suite de cinq baisses mensuelles consécutives, l'ISM manufacturier a repris sa tendance baissière dès le mois de mars. Il est ainsi tombé à 46,3, soit son plus bas niveau depuis les premiers mois de la pandémie. On s'attend à un nouveau recul en avril. C'est le signal procuré par les indices manufacturiers régionaux publiés jusqu'à maintenant. L'indice ISM manufacturier pourrait ainsi passer à 45,9.

Indice ISM services (avril) – L'ISM services a subi une baisse substantielle en mars, pour reculer de 3,9 points. Il demeure tout de même au-dessus de la barre de 50. Il sera intéressant de voir avec le résultat d'avril si le recul n'aura été qu'éphémère, à l'image de la chute de 6,3 de décembre, ou si une tendance plus nette vers le bas est en train de se mettre en place. Jusqu'à maintenant, les indices de confiance des ménages et les indicateurs régionaux non manufacturiers suggèrent une baisse plutôt timide pour le mois d'avril. L'ISM services pourrait reculer à 50,7.

Réunion de la Réserve fédérale (mai) – Lors de leur réunion de mars, les dirigeants de la Réserve fédérale ont écarté une partie des risques associés à la tourmente bancaire qui venait d'éclater pour plutôt continuer leur resserrement monétaire. Les craintes concernant les institutions financières se sont apaisées depuis la mi-mars, mais elles demeurent en partie présentes. On remarque aussi que l'inflation poursuit son ralentissement, mais que celui-ci est loin d'être pleinement satisfaisant. Dans ce contexte, une autre hausse de taux de 25 points devrait être décrétée lors de la réunion qui se terminera le 3 mai. Il sera cependant intéressant de voir ce que la Réserve fédérale et son président Jerome Powell signaleront pour la suite des choses. Est-ce qu'il y aura un message clair selon lequel cette hausse sera la dernière ou la porte restera-t-elle ouverte pour une poursuite du resserrement monétaire au cours des prochains mois?

Création d'emplois selon les entreprises (avril) – Bien que les embauches se fassent moins nombreuses qu'au tout début de l'année, le marché du travail demeure vigoureux aux États-Unis. Si l'on inclut les 236 000 nouveaux emplois de mars, plus d'un million de postes ont été pourvus au cours du premier trimestre. On s'attend cependant à une nouvelle décélération des embauches en avril. Les annonces de mises à pied qui s'accumulent, le ralentissement des heures travaillées au cours des derniers mois et l'augmentation récente des demandes d'assurance-chômage pointent vers une croissance un peu plus lente de l'emploi. Cela dit, la confiance des ménages envers l'actuel marché du travail reste très positive selon l'indice du Conference Board. Somme toute, un résultat légèrement sous les 200 000 est probable. Le taux de chômage devrait remonter à 3,6 %.

CANADA

Commerce international de marchandises (mars) – Le solde commercial du Canada devrait être tombé en territoire négatif en mars, puisque les exportations semblent s'être repliées alors que les importations ont gagné du terrain. La vigueur des données préliminaires sur les exportations d'automobiles des États-Unis nous fait croire que les importations canadiennes de véhicules et de pièces automobiles ont encore augmenté en mars. Si l'on ajoute à cela la dépréciation du dollar canadien, nous nous attendons à une hausse des prix et des volumes des importations. Du côté des exportations, la faiblesse des flux commerciaux vers notre voisin du Sud pourrait avoir été partiellement compensée par une autre hausse des exportations vers les autres pays. Cependant, nos prévisions comportent un risque à la baisse, puisque le repli généralisé des prix des biens a vraisemblablement continué de peser sur les exportations.

VENDREDI 5 mai - 8:30
Avril

Consensus	nd
Desjardins	15 000

Mars
34 700

Enquête sur la population active (avril) – Peu d'éléments indiquent que le marché du travail canadien a été malmené en avril. Nous nous attendons à ce que la tendance se soit généralement poursuivie au cours du mois, avec l'ajout de 15 000 emplois. Le taux de chômage devrait néanmoins grimper jusqu'à 5,1 %, une hausse relativement modeste considérant la faiblesse économique qui est attendue depuis longtemps. Le conflit de travail en cours dans le secteur public n'aura probablement pas d'incidence sur le nombre d'emplois, puisque la grève a été déclenchée après l'enquête. Même si les statisticiens avaient fait un suivi plus tard au cours du mois, le conflit aurait faussé le nombre total d'heures travaillées, mais pas les données sur l'emploi, puisque ces travailleurs sont toujours considérés comme des employés. Par ailleurs, le taux annuel de croissance des salaires devrait demeurer supérieur à 5 %, un niveau que la Banque du Canada juge incompatible avec une inflation de 2 %. Les banquiers centraux ont toutefois reconnu qu'une partie des embauches récentes s'est accompagnée d'une augmentation de l'offre de main-d'œuvre et n'exerce donc pas nécessairement de pression à la hausse sur l'inflation. Par conséquent, les participants au marché devraient se concentrer davantage sur les tendances du taux de chômage et des salaires que sur les chiffres globaux sur l'emploi.

MARDI 2 mai - 5:00
Avril

Consensus	a/a
Desjardins	7,0 %

Mars
6,9 %
OUTRE-MER

Zone euro : Indice des prix à la consommation (avril – préliminaire) – L'inflation poursuit son ralentissement en zone euro. La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation (IPC) est passée de 8,5 % en février à 6,9 % en mars. L'inflation s'éloigne donc de plus en plus du sommet de 10,6 % atteint en octobre dernier. La principale cause de cette baisse est la comparaison des prix récents de l'énergie avec ceux de l'an dernier. En mars, la variation annuelle des prix de l'énergie était de -0,9 %, alors qu'elle dépassait 40 % l'automne dernier. On remarque cependant que l'IPC qui exclut les aliments et l'énergie demeure sur une tendance haussière. Les données d'avril nous informeront si cette divergence persiste.

JEUDI 4 mai - 8:15
Mai

Consensus	3,75 %
Desjardins	4,00 %

16 mars
3,50 %

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (mai) – Une majorité d'analystes s'attend à ce que la Banque centrale européenne (BCE) annonce une augmentation de taux d'intérêt de 25 points de base. Des hausses de 50 points avaient été décrétées lors des réunions précédentes. À notre avis, étant donné la résilience de l'économie de la zone euro ainsi que l'absence de progrès sur l'inflation excluant l'énergie, les risques d'une autre augmentation de 50 points sont élevés. Certains dirigeants de la BCE ont d'ailleurs donné des indications dans ce sens. Rappelons aussi que la BCE avait amorcé plus tard son resserrement monétaire. Elle a donc encore du retard à récupérer. Elle pourrait néanmoins préférer réduire le rythme de ses hausses de taux en raison du risque plus élevé d'instabilité financière. Cela ne l'empêcherait pas de signaler d'autres augmentations de taux d'intérêt pour ses prochaines rencontres de politique monétaire.

Indicateurs économiques

Semaine du 1 au 5 mai 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 1	10:00	Dépenses de construction (m/m)	Mars	0,2 %	-0,1 %	-0,1 %
	10:00	Indice ISM manufacturier	Avril	46,8	45,9	46,3
MARDI 2	10:00	Nouvelles commandes manufacturières (m/m)	Mars	1,4 %	1,1 %	-0,7 %
	---	Ventes d'automobiles (taux ann.)	Avril	14 700 000	15 500 000	14 820 000
MERCREDI 3	10:00	Indice ISM services	Avril	51,9	50,7	51,2
	14:00	Réunion de la Réserve fédérale	Mars	5,25 %	5,25 %	5,00 %
	14:30	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
JEUDI 4	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	24-28 Avril	245 000	240 000	230 000
	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Mars	-68,5	-62,8	-70,5
	8:30	Productivité non agricole – préliminaire (taux ann.)	T1	0,1 %	-2,8 %	1,7 %
	8:30	Coût unitaire de main-d'œuvre – préliminaire (taux ann.)	T1	3,7 %	5,9 %	3,2 %
VENDREDI 5	8:30	Création d'emplois non agricoles	Avril	180 000	190 000	236 000
	8:30	Taux de chômage	Avril	3,6 %	3,6 %	3,5 %
	8:30	Salaire horaire moyen (m/m)	Avril	0,3 %	0,2 %	0,3 %
	8:30	Heures hebdomadaires travaillées	Avril	34,5	34,4	34,4
	13:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Saint-Louis, J. Bullard				
	13:00	Discours d'une gouverneure de la Réserve fédérale, L. Cook				
15:00	Crédit à la consommation (G\$ US)	Mars	17,250	15,000	15,290	
CANADA						
LUNDI 1	---	---				
MARDI 2	---	---				
MERCREDI 3	---	---				
JEUDI 4	8:30	Balance commerciale (G\$)	Mars	nd	-0,5	0,4
	12:50	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem				
VENDREDI 5	8:30	Création d'emplois	Avril	nd	15 000	34 700
	8:30	Taux de chômage	Avril	nd	5,1 %	5,0 %

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 (-4 heures).  Prévisions de Desjardins, Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 1 au 5 mai 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 1								
Japon	1:00	Confiance des consommateurs	Avril	34,8		33,9		
MARDI 2								
Australie	00:30	Réunion de la Banque de réserve d'Australie	Mai	3,60 %		3,60 %		
Royaume-Uni	2:00	Prix des maisons – Nationwide	Avril	-0,4 %	-3,6 %	-0,8 %	-3,1 %	
Allemagne	2:00	Ventes au détail	Mars	0,4 %	-6,5 %	-1,3 %	-7,0 %	
Italie	3:45	Indice PMI manufacturier	Avril	49,5		51,1		
France	3:50	Indice PMI manufacturier – final	Avril	45,5		45,5		
Allemagne	3:55	Indice PMI manufacturier – final	Avril	44,0		44,0		
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – final	Avril	45,5		45,5		
Zone euro	4:00	Masse monétaire M3	Mars		2,4 %		2,9 %	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – final	Avril	46,6		46,6		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Avril	0,7 %	7,0 %	0,9 %	6,9 %	
Italie	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Avril	nd	7,2 %	-0,3 %	7,7 %	
MERCREDI 3								
Zone euro	5:00	Taux de chômage	Mars	6,6 %		6,6 %		
Brésil	17:30	Réunion de la Banque centrale du Brésil	Mai	13,75 %		13,75 %		
Japon	20:30	Indice PMI composite – final	Avril	nd		52,5		
JEUDI 4								
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Mars	16,0		16,0		
Italie	3:45	Indice PMI composite	Avril	55,9		55,2		
Italie	3:45	Indice PMI services	Avril	56,9		55,7		
France	3:50	Indice PMI composite – final	Avril	53,8		53,8		
France	3:50	Indice PMI services – final	Avril	56,3		56,3		
Allemagne	3:55	Indice PMI composite – final	Avril	53,9		53,9		
Allemagne	3:55	Indice PMI services – final	Avril	55,7		55,7		
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – final	Avril	54,4		54,4		
Zone euro	4:00	Indice PMI services – final	Avril	56,6		56,6		
Norvège	4:00	Réunion de la Banque de Norvège	Mai	3,25 %		3,00 %		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – final	Avril	53,9		53,9		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – final	Avril	54,9		54,9		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la production	Avril	-1,8 %	5,7 %	-0,5 %	13,2 %	
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Mai	3,75 %		3,50 %		
VENDREDI 5								
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Mars	-2,4 %	-3,1 %	4,8 %	-5,7 %	
France	2:45	Salaires – préliminaire	T1	nd		0,7 %		
France	2:45	Production industrielle	Mars	-0,5 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %	
Italie	5:00	Ventes au détail	Mars	nd	nd	-0,1 %	5,8 %	
Zone euro	5:00	Ventes au détail	Mars	-0,2 %	-3,1 %	-0,8 %	-3,0 %	

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).