

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

« Court et superficiel » est-il le nouveau « transitoire »?

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège

On peut séparer les prévisionnistes en deux camps : ceux qui s'attendent à une récession et ceux qui croient qu'elle peut être évitée de justesse, mais l'idée que le ralentissement devrait être relativement léger et de courte durée fait largement consensus. La question pertinente est la suivante : quel est le risque que ce consensus ne se concrétise pas?

L'historique des récessions indique clairement que l'instabilité financière est l'un des facteurs les plus susceptibles d'entraîner une récession plus grave, que ce soit en ce qui a trait à l'ampleur de la contraction économique, au moment du creux ou à la vigueur de la période de reprise. Par conséquent, les marchés surveillent de près les signes potentiels de failles dans le système financier.

Il est vrai que l'infrastructure des marchés mondiaux a été considérablement renforcée par des mesures macroprudentielles dans la foulée de la crise financière mondiale. Ces mesures comprennent des coussins de fonds propres contracycliques pour les grandes banques afin d'assurer leur résilience aux chocs. Une autre mesure est le test de résistance servant à évaluer la capacité des emprunteurs hypothécaires à tolérer des taux plus élevés. Celle-ci s'avère une mesure particulièrement judicieuse à l'heure actuelle. La hausse des taux hypothécaires est un casse-tête pour de nombreux emprunteurs à taux variable au Canada, mais imaginons ce qui se passerait si des emprunteurs en position financière plus fragile avaient obtenu des prêts hypothécaires.

Cela dit, les diverses mesures macroprudentielles mises en place ne sont pas sans limites. L'une d'elles est le bilan plus petit des courtiers sur les marchés financiers. Cette situation découle directement des exigences plus rigoureuses en matière de capital et de liquidités associées aux règles mises en œuvre au milieu de la dernière décennie. La secrétaire du Trésor américain, Janet Yellen, a récemment exprimé ses préoccupations quant au manque de liquidités sur le marché des bons du Trésor, les

bilans des courtiers n'ayant pas suivi la croissance de l'offre d'obligations gouvernementales.

Jusqu'à cette année, l'assouplissement quantitatif contribuait à atténuer les tensions, la Fed absorbant une part importante de l'offre. C'est plutôt le contraire dans le contexte du resserrement quantitatif actuel. Diverses mesures du fonctionnement du marché des obligations américaines envoient de sérieux avertissements. Par exemple, la profondeur du marché indique le volume d'obligations que les courtiers principaux acceptent de négocier aux cours acheteur et vendeur en vigueur. Cette mesure a frôlé des creux records tout au long de l'année pour les obligations à court terme, qui sont particulièrement sensibles aux changements de politique monétaire.

La croissance de la taille des fonds communs de placement à capital variable est un autre sujet de préoccupation. Ces fonds donnent à leurs actionnaires le droit de racheter leurs actions sur demande, bien que certains d'entre eux aient investi dans des actifs qui peuvent être illiquides. En cas d'augmentation soudaine des rachats par les investisseurs, les fonds devront vendre des actifs pour financer ces rachats. Cela aura pour effet non seulement de réduire la valeur des actifs sous-jacents d'un fonds donné, mais aussi de réduire la valeur des actifs de tous les autres fonds, ce qui incitera les investisseurs à liquider leurs actions dans l'ensemble du secteur.

Cela crée alors un cercle vicieux, car les fonds doivent alors vendre encore plus d'actifs. Plus ces actifs sont illiquides, plus l'incidence sur les prix est importante. Il ne s'agit pas seulement d'un risque théorique. En effet, la disparité entre le profil de liquidités des actifs de ces fonds et celui de leurs passifs a contribué à la turbulence des marchés en mars 2020. Lors de cet épisode, l'hémorragie a finalement été stoppée lorsque la Fed et d'autres banques centrales ont étendu leurs achats d'actifs aux obligations de sociétés.

TABLE DES MATIÈRES

Réflexions de la semaine.....	1	À surveiller	3	Indicateurs économiques.....	4
-------------------------------	---	--------------------	---	------------------------------	---

C'était une décision facile à prendre à l'époque, puisque l'amélioration du fonctionnement du marché était alignée sur les objectifs de la politique monétaire visant à soutenir l'économie. Aujourd'hui, les banques centrales sont confrontées à l'un des plus grands défis de politique monétaire depuis des décennies. Elles ne peuvent donc pas laisser les politiques de taux et de bilan fonctionner de manière contradictoire. Cette contrainte entraîne un risque plus élevé de fluctuations très soudaines du marché, avec la possibilité de déclencher des cercles vicieux. Certaines [solutions](#) ont été proposées, notamment l'élargissement de l'accès aux facilités de liquidités de la Fed aux participants du marché autres que les négociants principaux, ou encore l'accroissement du rôle des chambres de compensation centralisée. On ignore toutefois si elles auront été mises en œuvre avant que quelque chose de très grave ne se produise.

Les banquiers centraux ont été plutôt avares de commentaires sur ces questions. La Banque du Canada (BdC) a indiqué qu'elle tentait de trouver un équilibre entre les risques associés à des resserrements insuffisants d'un côté et excessifs de l'autre. Toutefois, elle est surtout préoccupée par les risques liés à l'endettement au Canada. Et elle n'est pas celle qui est chargée de superviser le fonctionnement du plus important marché obligataire au monde. Encore au début du mois, le président de la Fed, Jerome Powell martelait que celle-ci ne voulait pas courir le risque d'un resserrement insuffisant. La gouverneure de la Fed, Lael Brainard, fait partie de ceux et celles qui ont le plus souvent discuté de la question de la stabilité financière. En octobre, elle a souligné qu'une baisse marquée de l'humeur des investisseurs à l'égard du risque ou d'autres événements de risque difficiles à prévoir pourraient être amplifiés, surtout en raison de la fragilité des liquidités sur les marchés financiers clés.

Or, contrairement aux discours de la plupart des banquiers centraux, divers rapports sur la stabilité financière, tels que celui du [FMI](#) et celui de la [Fed](#), sont teintés d'inquiétude. Les banquiers centraux continueront probablement de tenir une ligne dure à l'égard de l'inflation à très court terme, mais les limites de leur champ d'action commencent à apparaître. Cela donne à penser qu'il est peu probable qu'ils ignorent les avertissements pendant très longtemps. Il faut garder à l'esprit qu'il s'agit principalement de resserrer les conditions financières. La capacité de le faire de façon contrôlée diminue à mesure que les taux grimpent et que le nombre de courtiers qui doivent composer avec une offre qu'ils n'ont pas la capacité de gérer augmente. Elle est également réduite lorsque l'effet cumulatif des politiques de resserrement concertées à l'échelle mondiale entraîne des liquidations soudaines et imprévues dans certains véhicules de placement.

En somme, les banques centrales pourraient causer des dommages importants dans leur lutte contre l'inflation. Jusqu'à maintenant, ces tensions, y compris celles dans le secteur des cryptomonnaies ou dans les marchés émergents, n'ont pas provoqué de « moment Lehman », mais envisager ces risques de façon linéaire serait une erreur. Lorsqu'on nous demande

comment notre scénario de récession légère pourrait dégénérer, un événement touchant le système financier arrive en tête de liste. C'est une autre façon de dire qu'un mauvais calcul est le risque dominant, car un tel événement serait le résultat d'une surestimation par les banquiers centraux de la tolérance du système financier au resserrement.

Et même si le système financier tient, des erreurs pourraient quand même être commises si les banques centrales poussent le resserrement au-delà de certains points de basculement. Ici, au Canada, il y a de nombreuses raisons de croire que l'économie sera particulièrement vulnérable si la Banque du Canada agit avec trop de zèle. Nous examinerons ce que cela pourrait signifier dans un prochain *Point de vue économique*. Ce qu'il faut retenir pour l'instant, c'est qu'il appartiendra aux responsables de la politique monétaire de déterminer si le thème « court et superficiel » prendra fin de la même façon que le thème « transitoire ».

À surveiller

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

MERCREDI 23 novembre - 8:30

Octobre	m/m
Consensus	0,4 %
Desjardins	1,7 %
Septembre	0,4 %

MERCREDI 23 novembre - 10:00

Octobre	taux ann.
Consensus	570 000
Desjardins	550 000
Septembre	603 000

MARDI 22 novembre - 8:30

Septembre	m/m
Consensus	1,1 %
Desjardins	0,1 %
Août	0,7 %

MERCREDI 23 novembre - 4:00

Novembre	
Consensus	47,0
Octobre	47,3

ÉTATS-UNIS

Nouvelles commandes de biens durables (octobre) – Les nouvelles commandes de biens durables ont enregistré en septembre une croissance de 0,4 %. Celle-ci était due aux bonds de l'aviation civile et du secteur automobile. Ces deux industries devraient à nouveau appuyer les nouvelles commandes de biens durables en octobre. C'est ce que suggèrent les avancées des commandes chez Boeing ainsi que les progressions de la production industrielle du côté du secteur automobile et de l'aérospatiale. Excluant les transports, les nouvelles commandes ont connu des difficultés en septembre avec une baisse mensuelle de 0,5 %, la pire depuis avril 2020. On s'attend cependant à une modeste croissance de 0,1 % en octobre. La remontée de 47,5 en septembre à 49,2 en octobre de la composante « nouvelles commandes » de l'ISM manufacturier (bien qu'elle reste sous la barre de 50) est de bon augure. Même constat pour le gain de 0,3 % de la production industrielle de biens durables excluant les automobiles en octobre. Ainsi, excluant les transports, on prévoit une augmentation de 0,1 %. Au total, les nouvelles commandes de biens durables devraient connaître un gain de 1,7 %.

Ventes de maisons neuves (octobre) – Les ventes de maisons individuelles neuves se situaient en septembre 28,1 % sous leur sommet de décembre 2021. Comme la plupart des autres indicateurs du marché de l'habitation, elles souffrent aussi de la forte hausse des taux d'intérêt hypothécaires. De plus, on s'attend à une nouvelle baisse pour le mois d'octobre. Le niveau des permis de bâtir de maisons individuelles a subi en octobre un huitième recul mensuel consécutif, cette fois de 3,6 %. On remarque aussi la faiblesse des demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat et la dégradation de la confiance des constructeurs. On s'attend à ce que le niveau des ventes passe de 603 000 à 550 000 unités.

CANADA

Ventes au détail (septembre) – Les ventes au détail devraient avoir augmenté de 0,1 % en septembre. Cette prévision contraste avec l'estimation initiale de Statistique Canada, qui est de -0,5 %. Cette avancée mensuelle sera probablement répartie à peu près également entre des gains modestes dans les volumes et dans les prix. La hausse des prix s'explique par une poussée de l'IPC des biens désaisonnalisés. Les facteurs qui ont influé sur le volume des ventes au détail ont été plus mitigés en septembre. Les ventes unitaires d'automobiles et les importations de biens de consommation ont augmenté, tandis que les volumes du commerce de gros et l'emploi dans le commerce de détail ont reculé au cours du mois. Cependant, bien que les ventes unitaires d'automobiles aient augmenté en septembre, cette hausse a été plus que contrebalancée par la baisse des prix des véhicules. Ainsi, les ventes au détail excluant les véhicules automobiles progresseront de 0,5 % au cours du mois. Le résultat provisoire de Statistique Canada pour octobre devrait se situer à environ -0,1 %.

OUTRE-MER

Zone euro : Indices PMI (novembre – préliminaire) – Les indices PMI continuent de baisser dans la plupart des pays d'Europe. Pour la zone euro, l'indice composite est tombé à 47,3 en octobre, son plus bas niveau depuis novembre 2020. Ce niveau demeure compatible avec une décroissance du PIB réel eurolandais après que celui-ci soit parvenu à progresser de 0,2 % (non annualisé) durant l'été. Une poursuite de la baisse de l'indice PMI signalerait qu'une contraction s'installe en ce dernier trimestre de 2022.

Indicateurs économiques

Semaine du 21 au 25 novembre 2022

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 21						
	---	---				
MARDI 22						
	11:00	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Cleveland, L. Mester				
	14:15	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Kansas City, E. George				
	14:45	Discours du président de la Réserve fédérale de Saint-Louis, J. Bullard				
MERCREDI 23						
	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	14-18 nov.	225 000	226 000	222 000
	8:30	Nouvelles commandes de biens durables (m/m)	Oct.	0,4 %	1,7 %	0,4 %
	10:00	Indice de confiance du Michigan – final	Nov.	55,2	54,7	54,7
	10:00	Ventes de maisons neuves (taux ann.)	Oct.	570 000	550 000	603 000
	14:00	Publication du compte rendu de la Réserve fédérale				
JEUDI 24						
	---	Marchés fermés (<i>Thanksgiving Day</i>)				
VENDREDI 25						
	---	---				
CANADA						
LUNDI 21						
	---	---				
MARDI 22						
	8:30	Ventes au détail				
		Total (m/m)	Sept.	1,1 %	0,1 %	0,7 %
		Excluant automobiles (m/m)	Sept.	1,0 %	0,5 %	0,7 %
MERCREDI 23						
	---	---				
JEUDI 24						
	---	---				
VENDREDI 25						
	---	---				

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 normale de l'Est (GMT - 5 heures).  Prévisions de Desjardins, Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 21 au 25 novembre 2022

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 21								
Allemagne	2:00	Indice des prix à la production	Oct.	0,6 %	42,0 %	2,3 %	45,8 %	
MARDI 22								
Zone euro	4:00	Compte courant (G€)	Sept.	nd		-26,3		
Italie	4:30	Compte courant (M€)	Sept.	nd		-5 259		
Zone euro	10:00	Confiance des consommateurs – préliminaire	Nov.	-26,0		-27,6		
Nouvelle-Zélande	20:00	Réunion de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande	Nov.	4,25 %		3,50 %		
MERCREDI 23								
France	3:15	Indice PMI composite – préliminaire	Nov.	49,5		50,2		
France	3:15	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Nov.	47,0		47,2		
France	3:15	Indice PMI services – préliminaire	Nov.	50,6		51,7		
Allemagne	3:30	Indice PMI composite – préliminaire	Nov.	44,9		45,1		
Allemagne	3:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Nov.	45,0		45,1		
Allemagne	3:30	Indice PMI services – préliminaire	Nov.	46,2		46,5		
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – préliminaire	Nov.	47,0		47,3		
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Nov.	46,0		46,4		
Zone euro	4:00	Indice PMI services – préliminaire	Nov.	48,0		48,6		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – préliminaire	Nov.	47,5		48,2		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Nov.	45,8		46,2		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – préliminaire	Nov.	48,0		48,8		
Japon	19:30	Indice PMI composite – préliminaire	Nov.	nd		51,8		
Japon	19:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Nov.	nd		50,7		
Japon	19:30	Indice PMI services – préliminaire	Nov.	nd		53,2		
JEUDI 24								
Corée du Sud	---	Réunion de la Banque de Corée	Nov.	3,25 %		3,00 %		
Japon	0:00	Indicateur avancé – final	Sept.	nd		97,4		
Japon	0:00	Indicateur coïncident – final	Sept.	nd		101,1		
France	2:45	Confiance des entreprises	Nov.	101		102		
France	2:45	Perspectives de production	Nov.	nd		-8		
Suède	3:30	Réunion de la Banque de Suède	Nov.	2,50 %		1,75 %		
Allemagne	4:00	Indice Ifo – climat des affaires	Nov.	85,0		84,3		
Allemagne	4:00	Indice Ifo – situation courante	Nov.	93,9		94,1		
Allemagne	4:00	Indice Ifo – situation future	Nov.	77,0		75,6		
Japon	18:30	Indice des prix à la consommation – Tokyo	Nov.		3,6 %		3,5 %	
VENDREDI 25								
Allemagne	2:00	Confiance des consommateurs	Déc.	-39,8		-41,9		
Allemagne	2:00	PIB réel – final	T3	0,3 %	1,2 %	0,3 %	1,2 %	
France	2:45	Confiance des consommateurs	Nov.	83		82		
Italie	4:00	Confiance des consommateurs	Nov.	91,0		90,1		
Italie	4:00	Confiance économique	Nov.	nd		104,5		

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 normale de l'Est (GMT - 5 heures).