

# COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

## Banque du Canada : à plein régime vers les baisses de taux

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

Plus tôt cette année, nous avons écrit que la Banque du Canada (BdC) était engagée dans une course contre la montre pour réduire les taux d'intérêt en prévision de la vague de renouvellements hypothécaires à venir. L'apaisement des pressions inflationnistes et l'augmentation du taux de chômage signifient que les banquiers centraux doivent continuer d'abaisser le taux directeur à chacune de leurs prochaines réunions prévues, du moins jusqu'à ce que ce taux se situe dans une fourchette plus neutre. Si cela ne garantit pas un atterrissage en douceur dans un contexte de ralentissement de la croissance démographique, de resserrement des conditions d'octroi de crédit et de retour des conflits commerciaux, il s'agit de la meilleure façon d'éviter des difficultés inutiles liées aux renouvellements hypothécaires.

Les prévisions de la BdC quant à l'économie semblent trop optimistes. Dans le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet, la banque centrale avait prévu un rebond marqué de l'activité au troisième trimestre, mais les indicateurs préliminaires laissent entrevoir une progression plus modeste. Les baisses de taux ne stimulent pas encore beaucoup le marché immobilier, ce qui nous surprend quelque peu. Le prix des propriétés et les taux hypothécaires, qui demeurent tous deux élevés, font en sorte que l'accès à la propriété demeure hors de portée pour plusieurs. Ces mêmes forces ont également freiné les passages à des propriétés de plus haut de gamme. La baisse des taux d'intérêt n'a pas non plus provoqué d'accélération de la consommation. Jusqu'à présent, les ménages demeurent prudents, bon nombre d'entre eux s'apprêtant à affronter une hausse de leurs paiements hypothécaires ou de leur loyer.

À mesure que les taux diminueront, nous nous attendons à ce que les ménages canadiens délient un peu les cordons de

leur bourse. Le taux d'épargne des ménages a atteint 7,2 % au deuxième trimestre, soit le plus élevé depuis 1996 si l'on exclut la pandémie. Certains profiteront de cette marge de manœuvre pour payer des mensualités plus élevées sur leur prêt hypothécaire ou leur loyer. De plus, de nombreux ménages ont encore d'importantes épargnes dans leurs comptes bancaires. Cet argent rapporte des intérêts élevés. Afin de débloquer ces liquidités et d'éviter une récession, la question est de savoir à quelle vitesse la BdC doit assouplir sa politique. En date d'aujourd'hui, nous prévoyons qu'à ses six prochaines réunions, elle abaissera son taux directeur de 25 points de base, puis prendra une courte pause avant de poursuivre la détente jusqu'à un creux de 2,25 % d'ici la fin de 2025. Même si cette prévision était auparavant considérée comme très optimiste, le risque est désormais que les taux atteignent encore plus rapidement ce niveau plancher.

Les marchés OIS entrevoient une très faible probabilité seulement que les décideurs politiques choisissent de réduire le taux directeur de 50 points de base en octobre. Mais comme l'inflation est presque totalement maîtrisée, nous entrevoyons une possibilité un peu plus importante qu'une baisse de 50 points de base soit requise d'ici la fin de l'année. Des baisses standards de 25 points de base constituent toujours notre scénario principal, mais nous ne pouvons ignorer à quel point le discours entourant l'économie et l'inflation a changé. Les banques centrales du monde entier sont maintenant plus déterminées à freiner la détérioration du marché du travail qu'à en finir avec la lutte contre l'inflation.

Le communiqué accompagnant la décision monétaire de juillet soulignait que les dirigeants tentent de concilier les risques

### TABLE DES MATIÈRES

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

Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège • Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne  
 Benoit P. Durocher, directeur et économiste principal • Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique  
 Hélène Bégin, économiste principale • Marc Desormeaux, économiste principal • Marc-Antoine Dumont, économiste senior  
 Tiago Figueiredo, stratège macro • Francis Généreux, économiste principal • Florence Jean-Jacobs, économiste principale  
 Kari Norman, économiste • Hendrix Vachon, économiste principal • LJ Valencia, analyste économique  
**Desjardins, Études économiques** : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com) • [desjardins.com/economie](https://desjardins.com/economie)

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2024, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

de hausse de l'inflation et les risques de baisse de l'économie. Celui qui viendra avec la décision de septembre devrait mettre davantage l'accent sur ces derniers. Le marché du travail a continué de se dégrader : la stagnation des embauches et la croissance toujours rapide de la population ont entraîné une hausse du taux de chômage.

À présent, le danger est que la BdC prenne du retard sur l'économie si les décideurs restent trop concentrés sur l'inflation encore légèrement supérieure à la cible. À la suite des précédents cycles de resserrement, les banques centrales ont souvent trop tardé à réagir aux signes de détérioration de l'économie. Réussir un atterrissage en douceur dans le cycle actuel sera encore plus difficile compte tenu des vulnérabilités du Canada et des défis auxquels le pays fera face dans les prochains trimestres. Les décideurs devront être alertes et agiles pour éviter de répéter les erreurs du passé.

Nous croyons que les dirigeants de la BdC sont conscients de l'évolution de la dynamique et qu'ils adopteront un ton plus accommodant la semaine prochaine. Ainsi, nous entrevoyons une certaine possibilité que les attentes de baisses de taux d'intérêt s'intensifient tant à court terme qu'à long terme. La probabilité implicite d'une réduction de 50 points de base devrait s'accroître, et le taux directeur attendu à la fin de 2025 devrait diminuer, passant de 2,75 % actuellement à un taux plus près de notre prévision de longue date de 2,25 %. En résumé, nous entrevoyons des baisses de taux plus expéditives que ce que le marché prévoit actuellement sur cet horizon. L'image des taux plus élevés pendant plus longtemps est chose du passé : nous avançons maintenant à plein régime vers les baisses de taux.

## À surveiller

MARDI 3 septembre - 10:00

<b>Août</b>	
Consensus	47,5
Desjardins	46,5
<b>Juillet</b>	<b>46,8</b>

JEUDI 5 septembre - 10:00

<b>Août</b>	
Consensus	50,9
Desjardins	52,0
<b>Juillet</b>	<b>51,4</b>

VENDREDI 6 septembre - 8:30

<b>Août</b>	
Consensus	155 000
Desjardins	170 000
<b>Juillet</b>	<b>114 000</b>

MERCREDI 4 septembre - 8:30

<b>Juillet</b>	<b>G\$</b>
Consensus	nd
Desjardins	2,5
<b>Juin</b>	<b>0,6</b>

MERCREDI 4 septembre - 9:45

<b>Septembre</b>	
Consensus	4,25 %
Desjardins	4,25 %
<b>Juillet</b>	<b>4,50 %</b>

### ÉTATS-UNIS

**Indice ISM manufacturier (août)** – L'ISM manufacturier est tombé en juillet à son plus bas niveau depuis novembre 2023. On remarque entre autres une diminution des composantes liées à la production actuelle et aux nouvelles commandes, mais la chute la plus abrupte a été celle de la composante liée à l'emploi, qui a perdu 5,9 points. Cela l'a mené à un creux qui n'avait pas été atteint depuis le printemps 2009, si l'on exclut les premiers mois de la pandémie. Les indicateurs manufacturiers régionaux publiés jusqu'à maintenant pour le mois d'août ne pointent pas vers une remontée de l'ISM manufacturier. Au contraire, une légère baisse pourrait survenir.

**Indice ISM services (août)** – Après être à nouveau passé sous la barre de 50 en juin (pour une deuxième fois en 3 mois), l'ISM services a remonté à 51,4, ce qui demeure néanmoins un niveau assez bas. On s'attend à une légère hausse pour le mois d'août. Les indicateurs régionaux non manufacturiers montrent des signaux plutôt mixtes, mais on a pu observer une amélioration des indices de confiance des ménages.

**Création d'emplois non agricoles (août)** – Les données d'emplois de juillet ont beaucoup fait jaser, plusieurs personnes y ayant vu les signes d'une imminente récession. Il est vrai que le gain de 114 000 emplois au cours du mois semble faible par rapport au consensus et aux résultats des mois précédents. La hausse du taux de chômage à 4,3 % est de plus venue nourrir les inquiétudes. On peut toutefois croire que la faiblesse a été exagérée en juillet et surtout, amplifiée par le passage de l'ouragan Beryl. Celui-ci a fait grimper le nombre de personnes qui se sont absentes du travail à cause des intempéries à un niveau jamais vu pour un mois de juillet. On remarque aussi une forte hausse du nombre de personnes temporairement au chômage. Cette situation risque de se renverser, possiblement en août, à moins que l'ouragan Debby ait aussi perturbé les données. On s'attend ainsi à une remontée des embauches et à une légère baisse du taux de chômage.

### CANADA

**Commerce international (juillet)** – Le surplus commercial du Canada devrait s'être accru en juillet. Les exportations ont vraisemblablement poursuivi leur ascension, le nouvel oléoduc TMX ayant probablement soutenu le fort volume d'exportations d'énergie, comme cela a été le cas en juin. Cependant, les feux de forêt en Alberta pourraient avoir perturbé la circulation des produits pétroliers. Parallèlement, la production automobile canadienne est demeurée relativement stable en juillet, tandis que l'assemblage de véhicules légers américains a fléchi de 11,3 %, ce qui pourrait avoir pesé sur les exportations totales. Contrairement aux exportations, les importations canadiennes devraient être restées plutôt stables en juillet. En effet, les données préliminaires sur le commerce aux États-Unis ont montré une baisse notable des exportations du secteur automobile. De plus, la volatilité élevée dans certaines catégories commerciales, comme les métaux précieux, ainsi que les perturbations causées par l'ouragan Beryl et le bogue informatique chez les concessionnaires automobiles américains pourraient avoir des répercussions encore inconnues sur le solde commercial.

**Rencontre de la Banque du Canada (septembre)** – Il y a peu de doutes quant à savoir si les dirigeants réduiront le taux directeur de 25 points de base la semaine prochaine. Cependant, avec un ralentissement évident de l'économie et une inflation largement maîtrisée, les banquiers centraux pourraient opter pour un ton plus conciliant. Le communiqué pourrait mettre davantage l'accent sur la nécessité de freiner le ralentissement du marché du travail plutôt que sur la dernière ligne droite de la lutte contre l'inflation. Cela ancrerait davantage les attentes selon lesquelles la Banque du Canada abaissera son taux directeur à chacune de ses prochaines rencontres. Cela pourrait aussi ouvrir la porte à une discussion sur l'éventuelle nécessité d'accélérer la cadence, par exemple avec une baisse de 50 points de base à l'une de ces réunions. En l'absence du Rapport sur la politique monétaire

**JEUDI 5 septembre - 8:30**

<b>T2 2024</b>	<b>t/t</b>
Consensus	-0,1 %
Desjardins	0,2 %
<b>T1 2024</b>	<b>-0,3 %</b>

**VENDREDI 6 septembre - 8:30**

<b>Août</b>	
Consensus	25 000
Desjardins	30 000
<b>Juillet</b>	<b>-2 800</b>

accompagnant la décision, toute l'attention sera tournée vers le contenu du communiqué et le ton de la conférence de presse du gouverneur Macklem.

**Productivité de la main-d'œuvre (T2)** – Nous estimons que la croissance de la productivité de la main-d'œuvre a été de 0,2 % au deuxième trimestre de 2024, après une contraction de 0,3 % au premier. Cette amélioration attendue est probablement attribuable au ralentissement de la croissance du nombre total d'heures réelles travaillées dans le secteur des entreprises au printemps, un autre signe du refroidissement du marché du travail. Par ailleurs, la croissance du PIB réel du secteur des entreprises est demeurée positive, à 0,5 %. Cela dit, comme les effets des taux d'intérêt élevés continuent de nuire à l'activité économique, nous nous attendons à une baisse de la productivité du travail à court terme, qui s'améliorera seulement si la croissance de la population ralentit.

**Variation nette de l'emploi (août)** – L'économie canadienne est en mode « pas d'embauches, pas de congédiements » depuis quelques mois. Même si nous prévoyons un rebond de la croissance de l'emploi, celui-ci devrait s'accompagner d'une nouvelle hausse de la population et d'un redressement du taux de participation. Par conséquent, malgré la reprise des embauches en août, le taux de chômage devrait avoir progressé de deux dixièmes de point pour atteindre 6,6 %. Un tel résultat soulèvera un débat quant à savoir si la Banque du Canada doit réduire le taux directeur de 50 points de base en octobre. L'attention des banquiers centraux est davantage dirigée vers le marché du travail maintenant que l'inflation est largement maîtrisée.

# Indicateurs économiques

## Semaine du 2 au 6 septembre 2024

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
<b>ÉTATS-UNIS</b>						
<b>LUNDI 2</b>	---	Marchés fermés (fête du Travail)				
<b>MARDI 3</b>	10:00	Dépenses de construction (m/m)	Juillet	0,1 %	-0,4 %	-0,3 %
	10:00	Indice ISM manufacturier	Août	47,5	46,5	46,8
<b>MERCREDI 4</b>	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Juillet	-78,9	-79,4	-73,1
	10:00	Nouvelles commandes manufacturières (m/m)	Juillet	4,7 %	5,5 %	-3,3 %
	14:00	Publication du <i>Livre Beige</i>				
	---	Ventes d'automobiles (taux ann.)	Août	15 400 000	15 200 000	15 820 000
<b>JEUDI 5</b>	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	26-30 août	228 000	228 000	231 000
	8:30	Productivité non agricole – final (taux ann.)	T2	2,5 %	2,5 %	2,3 %
	8:30	Coût unitaire de main-d'œuvre – final (taux ann.)	T2	0,8 %	0,7 %	0,9 %
	10:00	Indice ISM services	Août	50,9	52,0	51,4
<b>VENDREDI 6</b>	8:30	Création d'emplois non agricoles	Août	155 000	170 000	114 000
	8:30	Taux de chômage	Août	4,2 %	4,2 %	4,3 %
	8:30	Heures hebdomadaires travaillées	Août	34,3	34,3	34,2
	8:30	Salaire horaire moyen (m/m)	Août	0,3 %	0,2 %	0,2 %
	8:45	Discours du président de la Réserve fédérale de New York, J. Williams				
	11:00	Discours d'un gouverneur de la Réserve fédérale, C. Waller				

## CANADA

<b>LUNDI 2</b>	---	Marchés fermés (fête du Travail)				
<b>MARDI 3</b>	---	---				
<b>MERCREDI 4</b>	8:30	Balance commerciale (G\$)	Juillet	nd	2,50	0,64
	9:45	Réunion de la Banque du Canada	Septembre	4,25 %	4,25 %	4,50 %
	10:30	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem et de la première sous-gouverneure, C. Rogers				
<b>JEUDI 5</b>	8:30	Productivité du travail (t/t)	T2	-0,1 %	0,2 %	-0,3 %
<b>VENDREDI 6</b>	8:30	Création d'emplois	Août	25 000	30 000	-2 800
	8:30	Taux de chômage	Août	6,5 %	6,6 %	6,4 %

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 2 au 6 septembre 2024

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
<b>OUTRE-MER</b>								
<b>DURANT LA SEMAINE</b>								
Allemagne	---	Ventes au détail	Mai	0,1 %	-0,7 %	-0,2 %	2,9 %	
<b>DIMANCHE 1</b>								
Japon	20:30	Indice PMI manufacturier – final	Août	nd		49,5		
<b>LUNDI 2</b>								
Italie	3:45	Indice PMI manufacturier	Août	47,9		47,4		
France	3:50	Indice PMI manufacturier – final	Août	42,1		42,1		
Allemagne	3:55	Indice PMI manufacturier – final	Août	42,1		42,1		
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – final	Août	45,6		45,6		
Italie	4:00	PIB réel – final	T2	0,2 %	0,9 %	0,2 %	0,9 %	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – final	Août	52,5		52,5		
<b>MARDI 3</b>								
Japon	20:30	Indice PMI composite – final	Août	nd		53,0		
Japon	20:30	Indice PMI services – final	Août	nd		54,0		
<b>MERCREDI 4</b>								
Italie	3:45	Indice PMI composite	Août	nd		50,3		
Italie	3:45	Indice PMI services	Août	52,5		51,7		
France	3:50	Indice PMI composite – final	Août	52,7		52,7		
France	3:50	Indice PMI services – final	Août	55,0		55,0		
Allemagne	3:55	Indice PMI composite – final	Août	48,5		48,5		
Allemagne	3:55	Indice PMI services – final	Août	51,4		51,4		
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – final	Août	51,2		51,2		
Zone euro	4:00	Indice PMI services – final	Août	53,3		53,3		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – final	Août	53,4		53,4		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – final	Août	53,3		53,3		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la production	Juillet	0,3 %	-2,5 %	0,5 %	-3,2 %	
<b>JEUDI 5</b>								
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Juillet	-1,5 %	-1,9 %	3,9 %	-11,8 %	
Zone euro	5:00	Ventes au détail	Juillet	0,2 %	0,2 %	-0,3 %	-0,3 %	
<b>VENDREDI 6</b>								
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Juillet	20,8		20,4		
Allemagne	2:00	Production industrielle	Juillet	-0,4 %	-3,5 %	1,4 %	-4,1 %	
France	2:45	Balance commerciale (M€)	Juillet	nd		-6 088		
France	2:45	Compte courant (G€)	Juillet	nd		-2,6		
France	2:45	Production industrielle	Juillet	-0,3 %	-0,8 %	0,8 %	-1,6 %	
Italie	4:00	Ventes au détail	Juillet	nd	nd	-0,2 %	-1,0 %	
Zone euro	5:00	Création d'emplois – final	T2	nd	nd	0,2 %	0,8 %	
Zone euro	5:00	PIB réel – final	T2	0,3 %	0,6 %	0,3 %	0,6 %	

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).