

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Bienvenue au Canada, où ignorer les effets décalés du resserrement monétaire peut être dangereux

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

Plus tôt ce mois-ci, lors d'une conférence du Fonds monétaire international soulignant la contribution de Ken Rogoff à l'analyse de l'économie internationale, celui-ci a fait valoir qu'il faudrait revenir aux années 1970 pour trouver une période aussi « incroyablement difficile » que celle que nous vivons en ce moment. Et ce serait « incroyablement difficile » de prétendre le contraire.

Au Canada, les prévisionnistes comme nous ont dû composer cette année avec une foule d'événements exceptionnels, de la grève des fonctionnaires fédéraux à celle des employés du port de Vancouver en passant par les tempêtes de verglas et les feux de forêt. Alors que la fin d'année s'annonçait plus calme, le Front commun, représentant un total de 420 000 travailleurs des secteurs de la santé, des services sociaux et de l'éducation au Québec, a déclenché une grève au début de cette semaine. Il a ensuite été rejoint par le personnel enseignant et infirmier, ce qui a porté à près de 600 000 le nombre d'employés en conflit de travail.

En l'absence d'entente, le Front commun pourrait déclencher une grève générale illimitée. Si ce groupe, qui représente quand même 9 % de la main-d'œuvre du Québec, mettait sa menace à exécution, cela entraînerait une baisse importante des heures travaillées et du PIB. En effet, en plus des travailleurs en grève, de nombreux parents, surtout des mères (comme durant la pandémie), pourraient devoir s'absenter du travail pour s'occuper de leurs enfants. L'ampleur des enjeux joue en faveur d'une résolution rapide. Mais dans le cas contraire, ce conflit de travail s'ajoutera à la longue liste des perturbations ayant marqué 2023 et à ce contexte auquel il est parfois « incroyablement difficile » de donner un sens.

Le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Tiff Macklem, a quant à lui suscité un certain espoir cette semaine en évoquant la possibilité que le cycle de hausses du taux directeur soit terminé. Un signal aussi clair à cet effet n'avait pas été entendu depuis longtemps. Sa déclaration faisait suite à des données encourageantes sur l'inflation en octobre (sauf peut-être pour les personnes cherchant un logement à louer), mais aussi à une mise à jour économique fédérale montrant des [déficits plus importants que prévu](#) en raison des annonces récentes en matière de subventions industrielles et de construction résidentielle.

La question clé était de savoir dans quelle mesure le profil des dépenses gouvernementales serait différent de ce que la BdC avait présumé il y a moins d'un mois dans son *Rapport sur la politique monétaire*. Nous en concluons que cet écart n'est pas suffisamment marqué aux yeux de Tiff Macklem pour l'empêcher d'adopter un ton plus conciliant. En effet, le bond de 17 % des emprunts du gouvernement au cours du présent exercice, combiné au fait que la BdC continue de réduire de plus en plus son bilan, contribuera probablement à garder les taux obligataires au-dessus d'un certain seuil, et donc de maintenir des conditions financières serrées.

Les choses peuvent changer drôlement en seulement six semaines! Au début d'octobre, les marchés estimaient que la première baisse de taux surviendrait au plus tôt en 2025, ce qui, selon nous, était une interprétation erronée de la trajectoire probable des taux de la BdC. La persistance de l'inflation, de même que la tendance à sous-estimer les décalages longs et variables dans les effets de la politique monétaire, a fait en sorte que certaines personnes ont adopté cette idée de taux plus élevés plus longtemps au Canada. Maintenant que la demande excédentaire a disparu, que la croissance est stagnante (voir notre

TABLE DES MATIÈRES

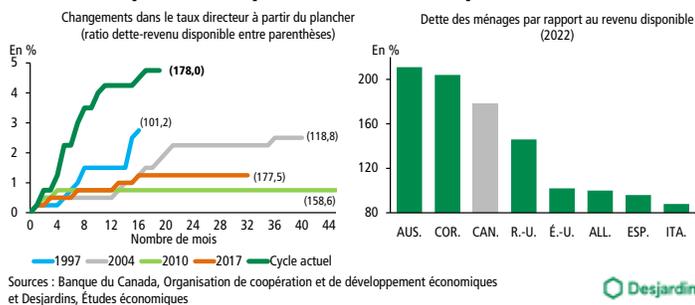
Réflexions de la semaine.....	1	À surveiller	3	Indicateurs économiques.....	6
-------------------------------	---	--------------------	---	------------------------------	---

aperçu du PIB au T3 à la p. 4), que le marché du travail s'assouplit et que l'[inflation continue de reculer](#), le manque de vision de cette perspective devient encore plus apparent.

Nous avons insisté sur le fait que la BdC a entrepris l'un des cycles de resserrement monétaire les plus vigoureux, avec comme contexte de départ l'endettement record des ménages et, effectivement, des ménages parmi les plus endettés au sein des pays développés (graphique). Jusqu'à maintenant, on en voit clairement les conséquences sur les dépenses de consommation et l'activité immobilière.

CANADA

La hausse des taux de la Banque du Canada a été plus agressive, et avait un point de départ d'endettement plus élevé



Mais à partir de 2024, il faudra surveiller les possibles effets d'entraînement sur le patrimoine. Les inscriptions de propriétés à vendre au Canada augmentent peu à peu, et un marché comme celui du grand Toronto devient de plus en plus favorable aux acheteurs. Vancouver le suit de près. Cela met en évidence le risque d'une nouvelle baisse de prix des propriétés. Les dépenses de consommation, surtout par habitant, subissent déjà un ralentissement, mais imaginez ce qui pourrait arriver si l'on devait aussi composer avec un effet de richesse négatif découlant d'une baisse des prix de l'immobilier (la propriété représentant environ la moitié du patrimoine des ménages canadiens de la classe moyenne). Nos conditions pour une baisse de taux seraient réunies rapidement. Et un atterrissage en douceur deviendrait aussi probable que le retour des Nordiques de Québec.

À surveiller

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

LUNDI 27 novembre - 10:00

Octobre	taux ann.
Consensus	723 000
Desjardins	740 000
Septembre	759 000

MARDI 28 novembre - 9:00

Septembre	a/a
Consensus	4,20 %
Desjardins	3,90 %
Août	2,16 %

MARDI 28 novembre - 10:00

Novembre	
Consensus	101,0
Desjardins	107,0
Octobre	102,6

JEUDI 30 novembre - 8:30

Octobre	m/m
Consensus	0,2 %
Desjardins	0,2 %
Septembre	0,7 %

ÉTATS-UNIS

Ventes de maisons neuves (octobre) – Les ventes de maisons neuves continuent d'évoluer en dents de scie. Après une hausse de 7,9 % en juillet, elles ont diminué de 8,2 % en août, pour ensuite rebondir de 12,3 % en septembre. Cette tendance erratique devrait se poursuivre avec une baisse en octobre. Le niveau des permis de bâtir de maisons individuelles demeure assez élevé, mais il signale tout de même un nombre un peu moins élevé de ventes. Il y a même un risque de baisse plus prononcée si l'on se fie à la détérioration de la confiance des constructeurs de maisons. Pour le moment, on s'attend à ce que les ventes de maisons neuves passent à 740 000 unités.

Indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons existantes (septembre) – La hausse des prix sur le marché de la revente s'est poursuivie en août. En fait, elle s'est même accélérée avec un gain de 1,0 %, après une variation mensuelle de 0,8 % en juillet. On s'attend cependant à un ralentissement pour le mois de septembre alors que la hausse des taux d'intérêt hypothécaires a commencé à affecter plus durement le marché immobilier. Un gain mensuel de 0,5 % est prévu et il devrait faire place à des chiffres de plus en plus faibles par la suite. La variation annuelle de l'indice devrait passer de 2,2 % en août à 3,9 % en septembre.

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board (novembre) – L'indice de confiance du Conference Board est tombé en octobre à son plus bas niveau depuis le mois de mai et, avant ça, il faut revenir à novembre 2022 pour observer une confiance plus basse. On s'attend cependant à une amélioration pour le mois de novembre. L'indice de l'Université du Michigan a certes diminué au cours du présent mois, mais la révision à la hausse entre sa version préliminaire et la version finale est de bon augure. De plus, l'indice du Conference Board a généralement tendance à devancer les mouvements de celui du Michigan. Parmi les facteurs qui pourraient favoriser une meilleure humeur des consommateurs, on remarque la poursuite de la baisse des prix de l'essence, le regain des indices boursiers ainsi qu'une diminution des taux d'intérêt hypothécaires. Aussi, les risques d'une nouvelle impasse budgétaire ont été à nouveau temporairement écartés. Tous ces éléments portent à croire que l'indice de confiance du Conference Board s'améliorera en novembre. Celui-ci pourrait passer de 102,6 à 107,0.

Dépenses de consommation (octobre) – La consommation réelle a connu une bonne hausse en septembre avec un gain mensuel de 0,4 %. On s'attend à un résultat plus faible pour le mois d'octobre. Premièrement, un recul de la consommation d'automobiles est appréhendé si l'on se fie aux données sur le nombre de véhicules neufs vendus. Deuxièmement, les ventes au détail du mois d'octobre signalent des croissances plutôt faibles de la consommation réelle des autres biens durables ainsi que des biens non durables et de la restauration. Il faut aussi s'attendre à une diminution de la consommation d'énergie. Somme toute, une progression de 0,1 % de la consommation réelle est prévue. En terme nominal, le gain devrait être de 0,2 %. La variation annuelle du déflateur des dépenses de consommation devrait enregistrer une autre baisse, passant probablement de 3,4 % à 3,0 %.

VENDREDI 1^{er} décembre - 10:00

Novembre

Consensus 47,7

Desjardins 47,5

Octobre
46,7

MERCREDI 29 novembre - 8:30

T3 2023
G\$

Consensus nd

Desjardins -5,90

T2 2023
-6,63

JEUDI 30 novembre - 8:30

T3 2023
taux ann.

Consensus nd

Desjardins 0,4 %

T2 2023
-0,2 %

JEUDI 30 novembre - 8:30

Septembre
m/m

Consensus nd

Desjardins 0,0 %

Août
0,0 %

Indice ISM manufacturier (novembre) – Après avoir augmenté en juillet, en août et en septembre, l'indice ISM manufacturier a perdu 2,3 points en octobre, sa plus importante baisse mensuelle depuis juin 2022. On s'attend toutefois à ce qu'il regagne en novembre un peu du terrain perdu. C'est ce que suggèrent les indicateurs manufacturiers régionaux publiés jusqu'à maintenant en novembre, qui se sont généralement améliorés. L'indice devrait ainsi passer de 46,7 à 47,5.

CANADA

Solde du compte courant (T3 2023) – Le surplus commercial du Canada en matière de biens s'est amélioré considérablement au T3 2023, bien qu'il ait été largement éclipsé par un déficit commercial encore important dans les services. Parallèlement, les transactions nettes internationales de titres de portefeuille laissent croire que les revenus de placement nets pourraient s'être aventurés beaucoup plus loin en territoire négatif au cours du trimestre. Cela a probablement effacé la plupart des gains commerciaux, de sorte qu'on ne constate qu'une légère amélioration du déficit au compte courant du Canada par rapport au trimestre précédent.

PIB réel selon les dépenses (T3 2023) – Le PIB réel selon les dépenses devrait générer un modeste gain au T3 2023, avec une croissance annualisée de seulement 0,4 % pour le trimestre. C'est la moitié du rythme prévu par la BdC dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre 2023. La consommation des ménages devrait s'améliorer un peu au troisième trimestre, en grande partie en raison de l'inversion probable des vents contraires qui ont soufflé sur le secteur des services aux consommateurs au cours de la période antérieure. En revanche, la consommation réelle de biens durables devrait reculer pour un deuxième trimestre consécutif à cause de la faiblesse des ventes d'automobiles et des achats liés à l'habitation. En effet, l'investissement résidentiel devrait avoir diminué pour un sixième trimestre d'affilée, la reprise des hausses de taux de la BdC en juin et en juillet ayant pesé lourdement sur le marché canadien de l'habitation. L'investissement en ouvrages non résidentiels devrait également avoir ralenti au cours du trimestre en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la baisse du nombre désaisonnalisé de forages, attribuable aux feux de forêt et à un entretien atypique. La consommation et les investissements des gouvernements semblent avoir compensé ces faiblesses au cours du trimestre grâce à des chiffres vigoureux. Pendant ce temps, le commerce extérieur a probablement contribué à la croissance du PIB réel au T3, les exportations ayant progressé et les importations étant globalement stables. En revanche, l'accumulation des stocks devrait freiner la croissance pour un cinquième trimestre consécutif, car les fournisseurs ont voulu réduire graduellement leurs stocks élevés dans un contexte de faiblesse de la consommation. Fait à noter, notre analyse suggère que les révisions de données à ce jour indiquent une inversion possible de la contraction mineure du PIB réel au T2, ce qui permettrait d'éviter une récession au Canada. Cela dit, les révisions de données des trois dernières années et une réindexation du PIB réel ajoutent une incertitude considérable à l'historique et aux prévisions.

PIB réel par industrie (septembre) – Le PIB réel mensuel devrait être demeuré essentiellement stable en septembre. Ce résultat n'est pas très loin de celui d'août et correspond aux données provisoires de Statistique Canada, bien que nous pensions que le risque lié aux prévisions est probablement orienté à la hausse. Les secteurs des biens ont probablement connu un recul de production pour un sixième mois consécutif en septembre, avec des pertes prévues dans l'agriculture, la foresterie, la pêche et la chasse, la construction ainsi que la fabrication. En revanche, les services publics, l'extraction minière, l'exploitation en carrière et l'extraction de pétrole et de gaz pourraient avoir enregistré des gains au cours du mois. Par ailleurs, le secteur des services devrait progresser à nouveau en septembre avec des résultats mixtes au sein des industries. Malheureusement, l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH) sera publiée le même jour que le PIB. Comme il s'agit d'un intrant important de nos prévisions du PIB réel, particulièrement en ce qui concerne les services, l'incertitude entourant les perspectives est plus grande que ce que l'on pourrait normalement anticiper. Pour le mois d'octobre, nous nous attendons à une stagnation ou à une faible hausse de 0,1 % du PIB réel par industrie.

VENDREDI 1^{er} décembre - 8:30
Novembre

Consensus nd

Desjardins 10 000

Octobre
17 500

Enquête sur la population active (novembre) – L’emploi a probablement augmenté de 10 000 postes en novembre au Canada. Bien que la croissance de l’emploi reste positive dans l’ensemble, la pression sur le marché du travail continue de s’atténuer, les embauches tardant à suivre l’augmentation de la population active. En conséquence, le taux de chômage a probablement grimpé à 5,8 % en novembre, soit son niveau le plus élevé depuis le début de 2022. Comme l’économie ralentit, l’embauche de travailleurs saisonniers pour les Fêtes devrait être moins élevée qu’au cours des années précédentes, ce qui devrait exercer une pression à la hausse sur le taux de chômage. Les données d’Indeed montrent que les postes vacants ont continué de diminuer lors des derniers mois, ce qui renforce notre opinion selon laquelle le marché du travail se normalise. Dans tous les cas, la croissance des salaires devrait continuer à ralentir, bien que les effets de base puissent faire augmenter le rythme annualisé ou les hausses salariales en novembre.

OUTRE-MER

MERCREDI 29 novembre - 20:30
Novembre

Consensus nd

Octobre
50,7

Chine : Indice PMI composite (novembre) – Après un rebond en août et en septembre, l’indice PMI composite a diminué de 1,3 point en octobre pour s’établir 50,7. Le recul a d’ailleurs été généralisé, touchant autant le secteur manufacturier que le secteur non manufacturier. Ainsi, malgré les meilleures performances que prévu de la croissance du PIB réel au troisième trimestre et des ventes au détail de septembre, la Chine continue de faire face à plusieurs freins économiques importants, notamment l’enlisement du marché immobilier et un endettement élevé des gouvernements locaux. Les données de novembre offriront davantage d’information quant à la trajectoire de l’économie chinoise au dernier trimestre.

JEUDI 30 novembre - 5:00
Novembre

Consensus m/m -0,2 %

Octobre
0,1 %

Zone euro : Indice des prix à la consommation (novembre – préliminaire) – La baisse de l’inflation eurolandaise est de plus en plus évidente. Alors que la variation annuelle de l’indice des prix à la consommation atteignait un sommet cyclique de 10,6 % en octobre 2022, elle n’était que de 2,9 % en octobre 2023. Cela dit, l’amélioration de l’inflation de base est moins remarquable, soit de 5,0 % il y a un an à 4,2 % le mois dernier. Les premières données de novembre nous signaleront si l’inflation continue de s’amenuiser et si les progrès de l’inflation de base seront plus évidents.

Indicateurs économiques

Semaine du 27 novembre au 1^{er} décembre 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 27	10:00	Ventes de maisons neuves (taux ann.)	Oct.	723 000	740 000	759 000
MARDI 28	9:00	Indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons (a/a)	Sept.	4,20 %	3,90 %	2,16 %
	10:00	Confiance des consommateurs	Nov.	101,0	107,0	102,6
	10:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Chicago, A. Goolsbee				
	10:00	Discours d'un gouverneur de la Réserve fédérale, C. Waller				
MERCREDI 29	8:30	PIB réel (taux ann.)	T3d	5,0 %	4,9 %	4,9 %
	8:30	Balance commerciale de biens – préliminaire (G\$ US)	Oct.	-86,5	-84,2	-86,8
	8:30	Stocks des détaillants (m/m)	Oct.	nd	nd	0,9 %
	8:30	Stocks des grossistes – préliminaire (m/m)	Oct.	nd	nd	0,2 %
	13:45	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Cleveland, L. Mester				
	14:00	Publication du <i>Livre Beige</i>				
JEUDI 30	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	20-24 nov.	218 000	215 000	209 000
	8:30	Revenu personnel (m/m)	Oct.	0,2 %	0,3 %	0,3 %
	8:30	Dépenses de consommation (m/m)	Oct.	0,2 %	0,2 %	0,7 %
	8:30	Déflateur des dépenses de consommation				
		Total (m/m)	Oct.	0,1 %	0,1 %	0,4 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Oct.	0,2 %	0,2 %	0,3 %
		Total (a/a)	Oct.	3,1 %	3,0 %	3,4 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Oct.	3,5 %	3,5 %	3,7 %
	9:45	Indice PMI de Chicago	Nov.	46,0	45,0	44,0
	10:00	Ventes en suspens de maisons existantes (m/m)	Oct.	-0,9 %	nd	1,1 %
VENDREDI 1	---	Ventes d'automobiles (taux ann.)	Nov.	15 500 000	15 650 000	15 500 000
	10:00	Dépenses de construction (m/m)	Oct.	0,4 %	0,5 %	0,4 %
	10:00	Indice ISM manufacturier	Nov.	47,7	47,5	46,7
	10:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Chicago, A. Goolsbee				
	11:00	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
	14:00	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
CANADA						
LUNDI 27	---	---				
MARDI 28	---	---				
MERCREDI 29	8:30	Compte courant de la balance des paiements (G\$)	T3	nd	-5,90	-6,63
JEUDI 30	8:30	PIB réel par industrie (m/m)	Sept.	nd	0,0 %	0,0 %
	8:30	PIB réel (taux ann.)	T3	nd	0,4 %	-0,2 %
VENDREDI 1	8:30	Création d'emplois	Nov.	nd	10 000	17 500
	8:30	Taux de chômage	Nov.	nd	5,8 %	5,7 %

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 27 novembre au 1^{er} décembre 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 27								
---	---	---						
MARDI 28								
Allemagne	2:00	Confiance des consommateurs	Déc.	-28,3		-28,1		
France	2:45	Confiance des consommateurs	Nov.	84		84		
Zone euro	4:00	Masse monétaire M3	Oct.	-0,9 %		-1,2 %		
Japon	18:50	Production industrielle – préliminaire	Oct.	0,7 %	0,4 %	0,5 %	-4,4 %	
Japon	18:50	Ventes au détail	Oct.	0,4 %	5,9 %	0,4 %	6,3 %	
Nouvelle-Zélande	20:00	Réunion de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande	Nov.	5,50 %		5,50 %		
MERCREDI 29								
Corée du Sud	---	Réunion de la Banque de Corée	Nov.	3,50 %		3,50 %		
Italie	4:00	Confiance des consommateurs	Nov.	102,3		101,6		
Italie	4:00	Confiance économique	Nov.	nd		103,9		
Zone euro	5:00	Confiance des consommateurs – final	Nov.	nd		-16,9		
Zone euro	5:00	Confiance des industries	Nov.	-9,0		-9,3		
Zone euro	5:00	Confiance des services	Nov.	4,5		4,5		
Zone euro	5:00	Confiance économique	Nov.	93,5		93,3		
Allemagne	8:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Nov.	-0,1 %	3,5 %	0,0 %	3,8 %	
Chine	20:30	Indice PMI composite	Nov.	nd		50,7		
Chine	20:30	Indice PMI manufacturier	Nov.	49,6		49,5		
Chine	20:30	Indice PMI non manufacturier	Nov.	51,1		50,6		
JEUDI 30								
Japon	0:00	Confiance des consommateurs	Nov.	35,6		35,7		
Japon	0:00	Mises en chantier	Oct.		-7,0 %		-6,8 %	
Allemagne	2:00	Ventes au détail	Oct.	0,4 %	-2,5 %	-0,6 %	-4,4 %	
France	2:45	Dépenses de consommation	Oct.	-0,2 %	-0,2 %	0,2 %	-3,0 %	
France	2:45	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Nov.	0,1 %	3,7 %	0,1 %	4,0 %	
France	2:45	PIB réel – final	T3	0,1 %	0,7 %	0,1 %	0,7 %	
Italie	4:00	Taux de chômage	Oct.	nd		7,4 %		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Nov.	-0,2 %	2,7 %	0,1 %	2,9 %	
Zone euro	5:00	Taux de chômage	Oct.	6,5 %		6,5 %		
Italie	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Nov.	-0,2 %	1,0 %	-0,2 %	1,7 %	
Japon	18:30	Taux de chômage	Oct.	2,6 %		2,6 %		
Japon	19:30	Indice PMI manufacturier – final	Nov.	nd		48,1		
VENDREDI 1								
Italie	3:45	Indice PMI manufacturier	Nov.	45,2		44,9		
France	3:50	Indice PMI manufacturier – final	Nov.	42,6		42,6		
Allemagne	3:55	Indice PMI manufacturier – final	Nov.	42,3		42,3		
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – final	Nov.	43,8		43,8		
Italie	4:00	PIB réel – final	T3	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – final	Nov.	46,7		46,7		

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).