

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Des réalités transitoires à réapprivoiser

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

C'est bien connu : au Canada, le logement fait jaser. Et le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Tiff Macklem, avait son mot à dire sur le sujet récemment. Selon lui, il ne faudrait pas compter sur la politique monétaire pour améliorer l'abordabilité du logement, dans un contexte où le secteur de la construction domiciliaire est aux prises avec des contraintes structurelles. Il est vrai que l'amélioration de l'offre de logements passe par une approche multidimensionnelle. Cependant, la politique monétaire a bel et bien un effet sur l'offre. Au Québec, par exemple, l'industrie de la construction résidentielle est plus concentrée qu'ailleurs dans les logements locatifs. Or, le calcul du rendement interne est beaucoup plus déterminant dans la décision de construire ou non des logements locatifs que dans celle de construire ou non des copropriétés (qui dépend surtout des préventes). Cela explique en partie la baisse importante de 32 % des mises en chantier au Québec en 2023, un résultat qui contraste avec ceux, plus vigoureux, de villes comme Vancouver et Toronto. Même si des innovations sectorielles et d'autres politiques doivent incontestablement être priorisées pour accroître l'offre de logements, le rôle des conditions de financement restrictives ne doit pas être sous-estimé.

Si le gouverneur de la BdC a abordé la question du logement, c'est aussi parce que la persistance de l'inflation au Canada se résume, dans une large mesure, à l'incidence de la composante logement. Si l'on exclut cette dernière, l'inflation s'est établie à un rythme plutôt raisonnable de 2,4 % sur un an en décembre dernier. Pour la BdC, il s'agit surtout de déterminer si le repli actuel sera suffisant pour que les composantes de l'inflation sensibles au cycle économique se refroidissent au point de ramener l'inflation globale à 2 % dans un délai raisonnable.

Nous n'avons pas de raison valable de mettre en doute l'efficacité de la politique monétaire canadienne. N'eût été une croissance démographique historiquement forte, le Canada serait entré en récession l'an dernier. Alors que les capacités excédentaires augmentent dans l'économie, des baisses de taux s'imposeront

dans un avenir rapproché. Mais il est vrai que la BdC devra apprendre à vivre avec un certain nombre d'impondérables lorsqu'elle entamera ce processus.

Les ventes et les prix des propriétés risquent-ils de rebondir? Probablement, oui. Les données pour Montréal, Toronto et Vancouver indiquent que les acheteurs qui avaient décidé de patienter ont recommencé à se manifester en début d'année. Il existe cependant une différence entre un rebond transitoire fondé sur une demande refoulée et une reprise vigoureuse et durable du marché de l'habitation.

Ce n'est pas seulement le piètre état de l'abordabilité qui rebute de nombreux acheteurs aujourd'hui. Le paysage économique a également beaucoup évolué depuis un an. La reprise du marché de l'habitation que l'on a vue au début de 2023 s'est produite alors que le taux de chômage était de 4,9 % au Canada et que les cas d'insolvabilité de consommateurs étaient encore faibles. Mais cette insolvabilité a bondi de 23 % au cours de l'année dernière. Le taux de chômage est monté à 5,7 %, et nous croyons qu'il n'a pas encore atteint son sommet. De plus, les institutions financières ont resserré leurs conditions d'octroi de crédit, et les ménages hésitent maintenant à engager des dépenses importantes.

Si la demande refoulée se révèle plus forte que prévu, les prix et l'abordabilité s'ajusteront naturellement pour équilibrer le marché selon l'offre disponible. L'inabordabilité est telle en ce moment qu'il serait logique pour la BdC d'adopter davantage une approche de laisser-faire en permettant aux dynamiques de marché de réguler l'activité immobilière résidentielle.

Les banquiers centraux devront également faire la paix avec les chocs d'offre. Avant la pandémie, ceux-ci étaient monnaie courante, et les dirigeants n'en faisaient pas nécessairement de l'insomnie pour autant. Il est donc encourageant de voir le gouverneur Macklem prêt à reconnaître la nature transitoire de

TABLE DES MATIÈRES

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

certaines facteurs. Dans une étude qui sera publiée la semaine prochaine, nous abordons certaines conséquences sur l'inflation des perturbations touchant le transport de marchandises en mer Rouge, dans l'éventualité où l'augmentation des prix qui en découle s'avérerait persistante. Mais le plus probable, c'est que ces effets se révèlent, justement, transitoires. Une bonne pratique pour les banques centrales consiste à ne pas tenir compte des chocs de prix relatifs comme ceux-là.

Prenons les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement causées par la pandémie et la réponse agressive de la politique monétaire face à l'inflation. Ce ne sont pas tant les difficultés liées à l'approvisionnement qui ont motivé cette réponse; la situation avait correctement été évaluée comme étant temporaire. C'est plutôt une combinaison de facteurs – politiques fiscales stimulant la demande, chocs de l'offre causés par les restrictions sanitaires, et guerre en Ukraine ayant agi comme catalyseur – qui, collectivement, ont forcé les banques centrales à réagir énergiquement. Les parallèles entre les perturbations actuelles de la chaîne d'approvisionnement et celles que l'on a connues pendant la pandémie sont donc assez limités. Il s'agit vraisemblablement d'un choc transitoire, et les banquiers centraux auraient raison de le prétendre. Espérons qu'ils le feront. Parce qu'en réalité, s'ils attendent des certitudes – que ce soit quant aux chocs d'offre, aux fluctuations du marché de l'habitation, aux salaires, aux mesures de l'inflation à court terme ou aux dépenses gouvernementales –, ils trouveront toujours une bonne raison de retarder les baisses de taux.

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

MARDI 13 février - 8:30

Janvier	m/m
Consensus	0,2 %
Desjardins	0,1 %
Décembre	0,2 %

ÉTATS-UNIS

Indice des prix à la consommation (janvier) – Le ralentissement de l’inflation totale américaine s’est temporairement stoppé à la fin de 2023. Le passage de la variation annuelle de l’indice des prix à la consommation (IPC) de 3,1 % en novembre à 3,4 % en décembre représentait la première hausse depuis août dernier. On s’attend cependant à ce que la tendance à la baisse ait repris de plus belle en janvier. La variation mensuelle de l’IPC total ne devrait être que de 0,1 %, aidée par une nouvelle diminution des prix de l’essence. Comme au cours des deux mois précédents, la variation mensuelle des prix des aliments devrait être de 0,2 %. Cela dit, le temps très froid du mois de janvier pourrait amener certains sursauts de prix. L’IPC de base qui exclut les aliments et l’énergie devrait afficher un gain de 0,3 %, à l’image des deux derniers mois de 2023. On pourrait observer une diminution des prix des véhicules automobiles. La variation annuelle de l’IPC total devrait passer de 3,4 % à 2,9 %. Ce serait la première fois que l’inflation passe sous 3 % depuis mars 2021. L’inflation de base devrait ralentir de 3,9 % à 3,7 %.

JEUDI 15 février - 8:30

Janvier	m/m
Consensus	-0,2 %
Desjardins	0,1 %
Décembre	0,6 %

Ventes au détail (janvier) – Les ventes au détail américaines ont continué d’afficher de bonnes croissances à la fin de 2023. On s’attend à une progression plus faible pour les ventes totales au premier mois de 2024, mais le ralentissement serait surtout dû aux automobiles et aux prix de l’essence. Dans le premier cas, la diminution de 6,9 % du nombre de véhicules neufs vendus en janvier suggère fortement un recul des ventes nominales des concessionnaires. De plus, les prix de l’essence ont continué leur descente en janvier, ce qui pointe vers une nouvelle diminution de la valeur des ventes des stations-service. Les données préliminaires sur les transactions par carte montrent une évolution positive des ventes dans les autres catégories de détaillants. Cela dit, le message provenant des transactions par carte n’a pas été très efficace ces derniers mois. De plus, le temps très froid de janvier, comparativement au temps très chaud de décembre, pourrait amener des soubresauts des ventes selon les catégories de détaillants. De son côté, le regain de confiance des ménages est encourageant, mais la diminution de 1,5 % des heures travaillées chez les détaillants (malgré la croissance de 45 200 emplois dans ce secteur) est plutôt négative. Somme toute, on prévoit une croissance de 0,1 % des ventes au détail totales. Pour les ventes excluant les concessionnaires automobiles et les stations-service, un gain de 0,7 % est attendu.

JEUDI 15 février - 9:15

Janvier	m/m
Consensus	0,3 %
Desjardins	-0,1 %
Décembre	0,1 %

Production industrielle (janvier) – Après deux mois de baisse consécutifs en octobre et en novembre, la production industrielle a augmenté d’un léger 0,1 % en décembre. On s’attend cependant à une nouvelle diminution en janvier. Une grande partie de cette contraction serait issue du temps froid qui a sévi le mois dernier, après une température particulièrement chaude en décembre. On remarque d’ailleurs des baisses notables des heures travaillées dans le secteur des ressources et dans la fabrication (surtout automobile). La production manufacturière devrait d’ailleurs afficher un recul de 0,4 %. L’effet sur la production industrielle totale sera cependant largement contrebalancé par le rebond attendu de la production d’énergie dû à la demande accrue de chauffage. Somme toute, la production industrielle devrait enregistrer une baisse de 0,1 %.

VENDREDI 16 février - 8:30

Janvier	taux ann.
Consensus	1 465 000
Desjardins	1 445 000
Décembre	1 460 000

Mises en chantier (janvier) – Après avoir enregistré une forte hausse de 10,8 % en novembre, les mises en chantier ont reculé de 4,3 % en décembre. Elles sont descendues à 1 460 000 unités, ce qui demeure relativement bon, la moyenne de 2023 étant de 1 415 000 unités. On anticipe une nouvelle diminution pour le mois de janvier, ne serait-ce qu'à cause de la météo moins favorable aux nouvelles constructions qu'en décembre. De plus, les heures travaillées au sein de la construction ont diminué de 0,8 % au cours du mois dernier. Les permis de bâtir devraient demeurer plus élevés, bien qu'aussi en baisse, à 1 475 000 unités.

VENDREDI 16 février - 10:00

Février	
Consensus	80,0
Desjardins	77,5
Janvier	79,0

Indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan (février – préliminaire)

Le temps est au regain de confiance pour les consommateurs américains. La plupart des indices ont connu de belles hausses au cours des derniers mois de 2023 ainsi qu'en janvier 2024. La version préliminaire de l'indice de l'Université du Michigan nous donnera une première idée afin de voir si la tendance positive s'est poursuivie en février. Pour le moment, on s'attend plutôt à une modeste baisse de la confiance. D'une part, la Bourse est en bonne hausse depuis le début du mois mais, d'autre part, les prix de l'essence ont recommencé à augmenter après avoir à nouveau diminué en janvier. Les taux hypothécaires ont aussi augmenté un peu. De son côté, l'indice TIPP affiche une légère baisse en février. Ainsi, on s'attend à ce que le niveau de l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan passe de 79,0 à 77,5.

CANADA
MERCREDI 14 février - 9:00

Janvier	m/m
Consensus	nd
Desjardins	7,0 %
Décembre	8,7 %

Vente de propriétés existantes (janvier) – Nous prévoyons une hausse de 7 % des ventes de propriétés à l'échelle nationale en janvier. Les chiffres à ce sujet sont attendus mercredi. Les données préliminaires provenant de presque toutes les associations immobilières régionales laissent entrevoir des hausses importantes par rapport aux niveaux de l'an dernier. Cette situation reflète au moins partiellement le recul des taux obligataires, qui a exercé une pression à la baisse sur les taux hypothécaires au cours du dernier mois. Cependant, comme [nous l'avons souligné il y a deux semaines](#), d'importants facteurs d'ajustement saisonnier pour les données de décembre et de janvier signifient qu'une augmentation beaucoup plus importante est possible. Par conséquent, il faudra peut-être attendre quelques mois encore pour avoir une bonne idée de la force du rebond. Nous surveillerons aussi de près les nouvelles inscriptions, qui semblent avoir suivi la hausse des ventes dans un contexte de demande plus forte pour l'achat d'une propriété et de coûts d'emprunt toujours élevés.

JEUDI 15 février - 8:15

Janvier	taux ann.
Consensus	nd
Desjardins	230 000
Décembre	249 300

Mises en chantier (janvier) – Les données de janvier 2024, qui seront publiées jeudi, devraient montrer une chute des mises en chantier au Canada, portant celles-ci à 230 000 unités (à rythme annualisé). Notre prévision s'appuie sur les données fondamentales, puisque les mises en chantier sont l'un des premiers indicateurs économiques publiés pour le mois et que nous avons peu d'information préliminaire. Les taux d'intérêt, les coûts de construction, la confiance des constructeurs et la pénurie de main-d'œuvre dans le milieu de la construction sont autant de facteurs laissant entrevoir une baisse marquée de l'activité dans ce secteur. La question centrale, selon nous, réside dans la séquence du ralentissement à Toronto et à Vancouver alors que la résilience des mises en chantier l'an dernier s'expliquait par [les projets financés avant la montée en flèche des coûts d'emprunt et la détérioration de la toile de fond macroéconomique](#).

JEUDI 15 février - 8:30

Décembre	m/m
Consensus	nd
Desjardins	-0,6 %
Novembre	1,2 %

Ventes des manufacturiers (décembre) – Les ventes manufacturières devraient avoir diminué de 0,6 % en décembre, ce qui correspond au résultat provisoire de Statistique Canada. Cette faiblesse est probablement attribuable aux prix, puisque l'indice des prix des produits industriels désaisonnalisé a chuté d'environ 0,8 % au cours du mois.

MERCREDI 14 février - 2:00

T4 2023	t/t
Consensus	-0,1 %
T3 2023	-0,1 %

MERCREDI 14 février - 18:50

T4 2023	t/t
Consensus	0,3 %
T3 2023	-0,7 %

OUTRE-MER

Royaume-Uni : PIB réel (quatrième trimestre) – Est-ce que le Royaume-Uni a subi une récession technique au second semestre de 2023? Après une baisse de 0,1 % (non annualisée) du PIB réel au troisième trimestre, le PIB réel britannique pourrait avoir à nouveau reculé au dernier trimestre. Tout dépend de la situation en décembre alors que les données d'octobre et de novembre pointaient vers un acquis de croissance de -0,1 %. La chute des ventes au détail britanniques en décembre (la pire depuis janvier 2021) n'est pas de bon augure.

Japon : PIB réel (quatrième trimestre) – Bien que le PIB réel japonais ait crû de 0,9 % (non annualisé) au second trimestre de 2023, cet élan de croissance était attribuable à un bond éphémère des exportations. Lorsqu'on regarde le détail des chiffres, on constate que la consommation réelle a reculé au printemps et à l'été, ce qui avait d'ailleurs contribué à la contraction de 0,7 % du PIB réel au troisième trimestre. Pour la fin de 2023, tant la consommation que l'investissement se sont montrés faibles en octobre et en novembre. Ainsi, l'économie nipponne pourrait avoir connu une nouvelle baisse au dernier trimestre, ce qui porterait la croissance du PIB réel pour l'ensemble de l'année à 1,7 %.

Indicateurs économiques

Semaine du 12 au 16 février 2024

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 12	14:00	Budget fédéral (G\$ US)	Janv.	-40,0	-21,0	-129,4
MARDI 13	8:30	Indice des prix à la consommation				
		Total (m/m)	Janv.	0,2 %	0,1 %	0,2 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Janv.	0,3 %	0,3 %	0,3 %
		Total (a/a)	Janv.	2,9 %	2,9 %	3,4 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Janv.	3,7 %	3,7 %	3,9 %
MERCREDI 14	---	---				
JEUDI 15	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	5-9 févr.	216 000	222 000	218 000
	8:30	Indice de la Fed de Philadelphie	Févr.	-9,0	-10,0	-10,6
	8:30	Indice Empire manufacturier	Févr.	-11,8	-10,0	-43,7
	8:30	Prix des exportations (m/m)	Janv.	-0,2 %	0,4 %	-0,9 %
	8:30	Prix des importations (m/m)	Janv.	-0,1 %	0,0 %	0,0 %
	8:30	Ventes au détail				
		Total (m/m)	Janv.	-0,2 %	0,1 %	0,6 %
		Excluant automobiles (m/m)	Janv.	0,1 %	0,6 %	0,4 %
	9:15	Production industrielle (m/m)	Janv.	0,3 %	-0,1 %	0,1 %
	9:15	Taux d'utilisation de la capacité de production	Janv.	78,9 %	78,4 %	78,6 %
	10:00	Indice NAHB des constructeurs de maisons	Févr.	46	nd	44
	10:00	Stocks des entreprises (m/m)	Déc.	0,4 %	0,4 %	-0,1 %
	16:00	Achats étrangers de valeurs mobilières (G\$ US)	Déc.	nd	nd	126,1
VENDREDI 16	8:30	Indice des prix à la production				
		Total (m/m)	Janv.	0,1 %	-0,1 %	-0,1 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Janv.	0,1 %	0,0 %	0,0 %
	8:30	Mises en chantier (taux ann.)	Janv.	1 465 000	1 445 000	1 460 000
	8:30	Permis de bâtir (taux ann.)	Janv.	1 515 000	1 475 000	1 493 000
	10:00	Indice de confiance du Michigan – préliminaire	Févr.	80,0	77,5	79,0
CANADA						
LUNDI 12	---	---				
MARDI 13	---	---				
MERCREDI 14	9:00	Ventes de maisons existantes (m/m)	Janv.	nd	7,0 %	8,7 %
	14:30	Discours d'un sous-gouverneur de la Banque du Canada, R. Mendes				
JEUDI 15	8:15	Mises en chantier (taux ann.)	Janv.	nd	230 000	249 300
	8:30	Ventes des manufacturiers (m/m)	Déc.	nd	-0,6 %	1,2 %
VENDREDI 16	8:30	Opérations internationales en valeurs mobilières (G\$)	Déc.	nd	nd	11,43
	8:30	Ventes des grossistes (m/m)	Déc.	nd	0,8 %	0,9 %

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 12 au 16 février 2024

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 12								
Japon	18:50	Indice des prix à la production	Janv.	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,0 %	
MARDI 13								
Allemagne	---	Compte courant (G€)	Déc.	nd		30,8		
France	1:30	Taux de chômage ILO	T4	7,4 %		7,4 %		
Royaume-Uni	2:00	Taux de chômage ILO	Déc.	4,0 %		4,2 %		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation courante	Févr.	-79,0		-77,3		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation future	Févr.	17,3		15,2		
MERCREDI 14								
Royaume-Uni	2:00	Balance commerciale (M€)	Déc.	-1 850		-1 408		
Royaume-Uni	2:00	Construction	Déc.	-0,2 %	-1,3 %	-0,2 %	0,9 %	
Royaume-Uni	2:00	Indice des prix à la consommation	Janv.	-0,3 %	4,2 %	0,4 %	4,0 %	
Royaume-Uni	2:00	Indice des prix à la production	Janv.	-0,2 %	-0,5 %	-0,6 %	0,1 %	
Royaume-Uni	2:00	Indice des services	Déc.	-0,2 %		0,4 %		
Royaume-Uni	2:00	PIB mensuel	Déc.	-0,2 %		0,3 %		
Royaume-Uni	2:00	PIB réel – préliminaire	T4	-0,1 %	0,1 %	-0,1 %	0,3 %	
Royaume-Uni	2:00	Production industrielle	Déc.	-0,1 %	-0,4 %	0,3 %	-0,1 %	
Zone euro	5:00	Création d'emplois – préliminaire	T4	nd	nd	0,2 %	1,3 %	
Zone euro	5:00	PIB réel – préliminaire	T4	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	
Zone euro	5:00	Production industrielle	Déc.	-0,2 %	-4,1 %	-0,3 %	-6,8 %	
Japon	18:50	PIB réel – préliminaire	T4	0,3 %		-0,7 %		
Japon	23:30	Production industrielle – final	Déc.	nd	nd	1,8 %	-0,7 %	
JEUDI 15								
Italie	4:00	Balance commerciale (M€)	Déc.	nd		3 889		
Zone euro	5:00	Balance commerciale (G€)	Déc.	nd		14,8		
Japon	23:30	Indice de l'activité tertiaire	Déc.	0,2 %		-0,7 %		
VENDREDI 16								
Royaume-Uni	2:00	Ventes au détail	Janv.	1,5 %	-1,6 %	-3,2 %	-2,4 %	
France	2:45	Indice des prix à la consommation – final	Janv.	-0,2 %	3,1 %	-0,2 %	3,1 %	
Russie	5:30	Réunion de la Banque de Russie	Févr.	16,00 %		16,00 %		

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).