

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Encore des décisions

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

À première vue, on pourrait dire que la Banque du Canada (BdC) aura une décision facile à prendre la semaine prochaine. Ni l'inflation, ni l'économie ne sont suffisamment fortes pour justifier une nouvelle hausse de taux. À l'inverse, ni l'inflation, ni l'économie ne sont assez faibles pour justifier une baisse de taux. Ainsi, nul besoin d'un doctorat en économie pour prédire que le taux directeur restera à 5,00 % le 24 janvier prochain. Cependant, ce n'est pas la seule question que doivent soulever les dirigeants de la banque centrale.

D'un sommet de plus de 8 %, l'inflation est passée à tout juste au-dessus de 3 %. Là où elle continue de dépasser la cible, c'est principalement du côté du logement, une composante dont l'inflation est elle-même attribuable aux taux d'intérêt élevés. Si l'on exclut le logement, l'inflation est redescendue à 2,4 %, comparativement à 6,0 % en décembre 2022. En revanche, les mesures de l'inflation fondamentale de la BdC, la médiane et la moyenne tronquée, montrent que les pressions sous-jacentes sur les prix se maintiennent entre 3,5 % et 4,0 %. Pour déterminer s'il y a lieu de mettre l'accent sur les progrès accomplis au chapitre de l'inflation excluant le logement ou encore sur la rigidité des mesures médiane et tronquée, il faudra voir si le Conseil de direction ouvrira ou non la porte à des baisses de taux dans les prochains mois.

Les analystes étudieront donc attentivement les mots du communiqué, de même que le contenu du *Rapport sur la politique monétaire*. Nous nous attendons à ce que la BdC se montre plus accommodante à la lumière des réponses préoccupantes qu'elle a reçues dans ses enquêtes auprès des entreprises et des ménages. Tant les premières que les seconds ont fait état d'attentes faibles à l'égard de l'économie et de la baisse de l'inflation, les entreprises ayant également affirmé que l'évolution des prix semblait se normaliser.

La BdC prend très au sérieux ces enquêtes et les discussions informelles qu'elle a avec les ménages et les entreprises du

pays. Cela survient au moment où les données de Statistique Canada montrent une stagnation de la croissance économique et une augmentation du taux de chômage au cours des derniers trimestres. Ainsi, bien que les mesures de l'inflation fondamentale n'aient pas reculé autant que prévu, nous maintenons notre prévision d'une baisse de taux en avril. Si la BdC attend trop longtemps avant de commencer à réduire les taux d'intérêt, des dizaines de milliers de propriétaires canadiens renouvelleront leur prêt hypothécaire à des taux d'intérêt plus élevés que ce qui est nécessaire pour maîtriser l'inflation – le principal mandat de la banque centrale.

L'autre décision à prendre concerne le programme de resserrement quantitatif de la BdC. L'institution a permis aux obligations achetées dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif d'arriver à échéance et de sortir de son bilan. Depuis octobre, cependant, certains signes laissent croire que les décideurs pourraient devoir mettre un frein au resserrement quantitatif.

Le taux d'intérêt du marché que la BdC utilise habituellement pour mettre en œuvre sa politique monétaire a dépassé sa cible, assez pour que la banque centrale ait à injecter entre 5 et 10 G\$ de liquidités à un jour au cours de 10 des 14 premiers jours de négociation de l'année.

Freiner le resserrement quantitatif ou y mettre fin n'est pas une décision facile à prendre. Cela voudrait dire que l'achat d'obligations du gouvernement du Canada par la BdC n'était pas temporaire, après tout, et ouvrirait la porte aux critiques selon lesquelles l'institution a financé les déficits massifs du gouvernement fédéral liés à la COVID-19.

Éviter un conflit politique est important pour la BdC, mais préserver la stabilité financière est absolument essentiel. Si le département des marchés financiers, au 234, rue Wellington, à Ottawa, juge que de restreindre le resserrement quantitatif

TABLE DES MATIÈRES

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

est nécessaire, il n'hésitera pas à agir. Les décideurs disposent d'un peu de temps pour attendre et observer : sur les 270 G\$ d'obligations au bilan, seulement environ 10 G\$ arriveront à échéance d'ici la fin mars. Cependant, la banque centrale devra expliquer, que ce soit dans son matériel diffusé ou en réponse aux questions des journalistes, ce qu'elle compte faire si ces frictions du système financier persistent.

Nous avons toujours été d'avis que la BdC devrait réduire son programme de resserrement quantitatif avant que son bilan n'atteigne sa taille cible théorique. Chaque fois que la Réserve fédérale américaine a procédé à un assouplissement quantitatif, elle n'a jamais été par la suite en mesure de renverser entièrement ses achats. En termes simples, les banques et les régulateurs s'habituent à cette liquidité dans le système, ce qui rend son retrait difficile. Nous prévoyons donc que la BdC mettra fin au resserrement quantitatif cette année, et qu'elle pourrait réduire l'allègement de son bilan dès le premier semestre.

Cependant, évoquer trop rapidement une baisse des taux d'intérêt ou la fin du resserrement quantitatif pourrait entraîner un assouplissement marqué des conditions financières, ce qui pourrait amener l'inflation à demeurer supérieure à la cible plus longtemps que ne le souhaiterait la BdC. Tout compte fait, si les banquiers centraux ont des décisions simples à prendre sur le taux directeur et le resserrement quantitatif la semaine prochaine, leurs communications vont donner le ton aux marchés, qui connaissent un début d'année houleux.

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 22 janvier - 10:00

Décembre	m/m
Consensus	-0,3 %
Desjardins	-0,2 %
Novembre	-0,5 %

JEUDI 25 janvier - 8:30

T4 1 ^{re} est.	taux ann.
Consensus	2,0 %
Desjardins	2,0 %
T3 3 ^e est.	4,9 %

JEUDI 25 janvier - 8:30

Décembre	m/m
Consensus	1,0 %
Desjardins	0,8 %
Novembre	5,4 %

JEUDI 25 janvier - 10:00

Décembre	taux ann.
Consensus	650 000
Desjardins	660 000
Novembre	590 000

ÉTATS-UNIS

Indicateur avancé (décembre) – L'indicateur avancé poursuit sa tendance négative. Il n'a pas connu de hausse mensuelle depuis mars 2022. En fait, il se rapproche de la série de 22 baisses mensuelles consécutives enregistrées pendant la crise de 2008-2009; il en a accumulé 20 jusqu'à maintenant. Un nouveau recul est d'ailleurs attendu pour le mois de décembre. Les principales contributions négatives proviendront encore une fois de l'écart des taux d'intérêt, de la confiance des consommateurs et de l'indice ISM. Ces ponctions seront en partie contrebalancées par la bonne performance de la Bourse et par la baisse des demandes d'assurance-chômage. On s'attend à une diminution de 0,2 % de l'indicateur avancé, ce qui serait sa plus petite contraction mensuelle depuis août 2022.

PIB réel (quatrième trimestre – 1^{re} estimation) – Après la très bonne croissance de 4,9 % (annualisée) au troisième trimestre, on peut s'attendre à un certain essoufflement du PIB pour le dernier trimestre de 2023. Cela dit, le ressac ne sera pas très prononcé. La consommation réelle continue de surprendre et une hausse annualisée de près de 2,5 % est attendue de ce côté. L'investissement des entreprises devrait même s'accélérer un peu, notamment du côté des équipements et des produits de propriété intellectuelle. On s'attend néanmoins à un ralentissement des contributions positives provenant de l'investissement résidentiel, des exportations nettes et des dépenses gouvernementales. Une variation des stocks des entreprises plus faible qu'à l'été dernier devrait amener une contribution négative assez importante. Somme toute, une hausse annualisée du PIB réel de 2,0 % est attendue. Cela amènerait la croissance annuelle à 2,5 % en 2023, soit mieux que celle de 1,9 % de 2022.

Nouvelles commandes de biens durables (décembre) – Les nouvelles commandes ont grandement profité en novembre d'un rebond des commandes liées à l'aviation civile. Cela a amené un gain mensuel de 5,4 %, le plus fort depuis l'été 2020. On s'attend à une performance plus modeste pour le mois de décembre. D'un côté, les commandes d'avions pourraient être encore bonnes, mais l'impulsion sera nettement moins forte qu'en novembre. On s'attend aussi à une contribution positive du secteur automobile. Le secteur des transports devrait afficher une croissance de plus de 2 %, mais c'est nettement moins que celle de 15,3 % en novembre. Excluant les transports, on s'attend à une légère baisse de 0,1 %, conformément à ce que l'on observe du côté de l'indice ISM manufacturier et aussi des variations récentes de la production industrielle. Somme toute, on prévoit un gain de 0,8 % des nouvelles commandes de biens durables.

Ventes de maisons neuves (décembre) – Les ventes de maisons neuves sont tombées en novembre à leur plus bas niveau en un an. Le passage de 672 000 maisons vendues en octobre à seulement 590 000 en novembre représente une baisse de 12,2 %, la pire depuis avril 2022. Nul doute que les hausses de taux d'intérêt hypothécaires vécues jusqu'à l'automne ont contribué à cette correction. La baisse des taux observée au cours des derniers mois de l'an dernier a cependant donné plus d'oxygène au marché. La confiance des constructeurs s'est améliorée et les demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat de maison ont rebondi en décembre. L'octroi de permis de bâtir de maisons individuelles a d'ailleurs progressé de 1,7 % au cours du dernier mois de l'année. On s'attend ainsi à ce que les ventes de maisons individuelles passent à 660 000 unités.

MERCREDI 24 janvier - 9:45
Janvier

Consensus 5,00 %

Desjardins 5,00 %

6 décembre 5,00 %
MARDI 23 janvier
Janvier

Consensus -0,10 %

Desjardins -0,10 %

19 décembre -0,10 %
MERCREDI 24 janvier - 4:00
Janvier

Consensus 48,0

Décembre 47,6
JEUDI 25 janvier - 8:15
Janvier

Consensus 4,50 %

Desjardins 4,50 %

14 décembre 4,50 %

CANADA

Réunion de la Banque du Canada (janvier) – La Banque du Canada (BdC) devrait garder le taux directeur inchangé la semaine prochaine, pour une quatrième rencontre consécutive. Les banquiers centraux canadiens attendront de voir les effets des hausses de taux passées continuer de se manifester dans l'économie. L'attention se portera sur la manière dont la BdC parlera de la récente augmentation de l'inflation. En fin de compte, nous nous attendons à ce qu'elle adopte un ton plus accommodant à la lumière des réponses préoccupantes qu'elle a reçues dans ses enquêtes auprès des entreprises et des ménages. Outre la décision sur le taux directeur, la BdC doit aussi déterminer la suite de son programme de resserrement quantitatif. Les récentes injections de liquidités en ont fait sourciller plusieurs, en plus de susciter des discussions sur la réduction, voire la fin du resserrement quantitatif. Même si nous n'attendons pas de décision à ce chapitre, les décideurs devront répondre à des questions quant à l'avenir du programme.

OUTRE-MER

Japon : Réunion de la Banque du Japon (janvier) – La Banque du Japon (BoJ) a continué en décembre de se démarquer par rapport à ses pairs en maintenant une politique monétaire expansionniste, avec un taux directeur négatif. La BoJ n'écarte pas la possibilité de relever éventuellement son principal taux directeur, mais elle ne démontre pas un grand empressement. Elle optera très probablement pour le statu quo en janvier. Son souhait le plus cher est que l'inflation puisse se maintenir aux environs de 2 % à moyen terme. Actuellement, l'inflation se situe au-dessus de cette cible, mais la BoJ craint encore le retour d'une inflation trop faible à moyen terme, notamment si les salaires ne s'accroissent pas suffisamment. Le Japon a un long historique de faible inflation, avec des périodes de déflation.

Zone euro : Indice PMI (janvier – préliminaire) – Après une légère hausse en novembre, l'indice PMI composite eurolandais s'est maintenu à 47,6 en décembre pour un deuxième mois consécutif. Les composantes services et manufacturier ont tout de même toutes les deux connu des gains le mois dernier. Bien que cela donne espoir que le creux ait été atteint, les difficultés économiques en Europe sont loin d'être terminées. La hausse des taux d'intérêt pèse sur un secteur manufacturier qui était déjà en difficulté depuis quelques années. De plus, les indices PMI de certains pays, comme l'Allemagne, ont un long chemin à parcourir avant de franchir la barre des 50 points, soit le seuil indiquant une expansion de l'activité. Leur niveau demeure d'ailleurs compatible avec une baisse ou une stagnation du PIB réel de la zone euro en début d'année.

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (janvier) – Comme le consensus, nous nous attendons à un statu quo de la part de la Banque centrale européenne (BCE). Il sera toutefois intéressant d'analyser le ton du communiqué qui joindra leur décision de politique monétaire ainsi que les propos de Christine Lagarde durant sa conférence de presse. Il serait étonnant que la BCE ouvre tout de suite clairement la porte à des baisses de taux d'intérêt. Avec l'inflation qui a stagné en décembre, l'heure est encore à la prudence. Laisser les marchés anticiper trop vite plusieurs baisses de taux d'intérêt directeurs pourrait avoir un effet stimulant sur l'économie pouvant contribuer à maintenir l'inflation à un niveau trop élevé plus longtemps.

Indicateurs économiques

Semaine du 22 au 26 janvier 2024

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 22	10:00	Indicateur avancé (m/m)	Déc.	-0,3 %	-0,2 %	-0,5 %
MARDI 23	---	---				
MERCREDI 24	---	---				
JEUDI 25	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	15-19 janv.	200 000	205 000	187 000
	8:30	PIB réel (taux ann.)	T4p	2,0 %	2,0 %	4,9 %
	8:30	Nouvelles commandes de biens durables (m/m)	Déc.	1,0 %	0,8 %	5,4 %
	8:30	Balance commerciale de biens – préliminaire (G\$ US)	Déc.	-88,5	-93,1	-89,3
	8:30	Stocks des détaillants (m/m)	Déc.	nd	nd	-0,1 %
	8:30	Stocks des grossistes – préliminaire (m/m)	Déc.	-0,2 %	nd	-0,2 %
	10:00	Ventes de maisons neuves (taux ann.)	Déc.	650 000	660 000	590 000
VENDREDI 26	8:30	Revenu personnel (m/m)	Déc.	0,3 %	0,3 %	0,4 %
	8:30	Dépenses de consommation (m/m)	Déc.	0,4 %	0,5 %	0,2 %
	8:30	Déflateur des dépenses de consommation				
		Total (m/m)	Déc.	0,2 %	0,2 %	-0,1 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Déc.	0,2 %	0,2 %	0,1 %
		Total (a/a)	Déc.	2,6 %	2,7 %	2,6 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Déc.	3,0 %	3,0 %	3,2 %
	10:00	Ventes en suspens de maisons existantes (m/m)	Déc.	1,5 %	nd	0,0 %

CANADA

LUNDI 22	---	---				
MARDI 23	---	---				
MERCREDI 24	9:45	Réunion de la Banque du Canada	Janv.	5,00 %	5,00 %	5,00 %
JEUDI 25	---	---				
VENDREDI 26	---	---				

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 22 au 26 janvier 2024

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes	
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a
OUTRE-MER							
LUNDI 22							
MARDI 23							
Japon	---	Réunion de la Banque du Japon	Janv.	-0,10 %		-0,10 %	
Zone euro	10:00	Confiance des consommateurs – préliminaire	Janv.	-14,4		-15,0	
Japon	18:50	Balance commerciale (G¥)	Déc.	-435,9		-408,9	
Japon	19:30	Indice PMI composite – préliminaire	Janv.	nd		50,0	
Japon	19:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Janv.	nd		47,9	
Japon	19:30	Indice PMI services – préliminaire	Janv.	nd		51,5	
MERCREDI 24							
France	3:15	Indice PMI composite – préliminaire	Janv.	45,2		44,8	
France	3:15	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Janv.	42,5		42,1	
France	3:15	Indice PMI services – préliminaire	Janv.	46,0		45,7	
Allemagne	3:30	Indice PMI composite – préliminaire	Janv.	47,8		47,4	
Allemagne	3:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Janv.	43,7		43,3	
Allemagne	3:30	Indice PMI services – préliminaire	Janv.	49,0		49,3	
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – préliminaire	Janv.	48,0		47,6	
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Janv.	44,8		44,4	
Zone euro	4:00	Indice PMI services – préliminaire	Janv.	49,0		48,8	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – préliminaire	Janv.	52,4		52,1	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Janv.	46,7		46,2	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – préliminaire	Janv.	53,0		53,4	
JEUDI 25							
France	2:45	Confiance des entreprises	Janv.	98		98	
France	2:45	Perspectives de production	Janv.	nd		-10	
Allemagne	4:00	Indice ifo – climat des affaires	Janv.	86,6		86,4	
Allemagne	4:00	Indice ifo – situation courante	Janv.	88,5		88,5	
Allemagne	4:00	Indice ifo – situation future	Janv.	84,8		84,3	
Norvège	4:00	Réunion de la Banque de Norvège	Janv.	4,50 %		4,50 %	
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Janv.	4,50 %		4,50 %	
Royaume-Uni	19:01	Confiance des consommateurs	Janv.	-21		-22	
Japon	18:30	Indice des prix à la consommation – Tokyo	Janv.		2,0 %		2,4 %
VENDREDI 26							
Japon	0:00	Indicateur avancé – final	Nov.	nd		107,7	
Japon	0:00	Indicateur coïncident – final	Nov.	nd		114,5	
Allemagne	2:00	Confiance des consommateurs	Févr.	-24,8		-25,1	
France	2:45	Confiance des consommateurs	Janv.	90		89	
Zone euro	4:00	Masse monétaire M3	Déc.		-0,7 %		-0,9 %

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).