

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Le défi d'un atterrissage en douceur

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

Nous avons été quelque peu surpris cette semaine par la contraction du PIB américain au premier trimestre. Cependant, il est rapidement devenu évident que cette déception s'expliquait par une flambée des importations et non par un relâchement de la demande intérieure.

Néanmoins, la croissance économique faiblira cette année. Au Canada, nous prévoyons un ralentissement marqué à compter du second semestre, en partie causé par les prix élevés qui ont déjà commencé à faire sentir leurs effets. C'est le cas notamment dans l'immobilier résidentiel. Comme nous l'avons souligné cette semaine dans notre [Zoom sur l'habitation](#), nous nous attendons à ce que les ventes de maisons continuent de s'affaiblir, tandis qu'il y a des signes que les prix pourraient déjà avoir atteint un sommet – particulièrement dans les petites régions métropolitaines ayant connu des augmentations de prix démesurées.

Nous voyons également l'inflation gruger dans le pouvoir d'achat des ménages. Certains phénomènes que nous observions pendant la pandémie sont en train d'évoluer. Prenons le revenu disponible, par exemple. En 2020, on a souvent répété que ce revenu avait réussi à augmenter malgré le repli de l'économie. Aujourd'hui, le revenu disponible, ajusté en fonction de l'inflation, a chuté en deçà de ce qu'il était avant la pandémie.

Une tendance semblable s'observe du côté des dépôts bancaires, une fois ajustés pour l'inflation. Ils sont encore légèrement au-dessus des niveaux prépandémiques, mais retombent rapidement vers ceux-ci. La hausse des taux hypothécaires diminue le revenu disponible pour les dépenses discrétionnaires, particulièrement dans le cas des prêts à taux variable, ainsi que des prêts à taux fixe dont le renouvellement est prévu bientôt. L'effet de richesse n'est guère plus favorable, puisque nous [prévoyons](#) que plusieurs marchés boursiers afficheront des rendements négatifs cette année. Tous ces facteurs incitent les gouvernements à tenter d'atténuer le choc pour les ménages.

Comme nous l'avons observé dans notre [Analyse budgétaire](#) de cette semaine, l'Ontario a été la dernière province à mettre en place des allègements fiscaux.

Quant à savoir si ces facteurs pointent vers une récession, la question suscite de plus en plus le débat. Il n'existe aucune loi de la nature stipulant que la combinaison d'un faible taux de chômage, d'une inflation élevée et de hausses de taux doit entraîner une récession. Dans le cycle actuel, c'est la façon dont l'inflation sera maîtrisée qui sera l'élément déterminant. Si les banques centrales doivent faire remonter les taux d'intérêt bien au-dessus de la neutralité, le risque de court-circuiter l'expansion économique augmentera considérablement.

Ce n'est toutefois pas notre scénario de base pour le moment. Compte tenu des forces qui agissent déjà pour freiner les dépenses de consommation, il ne semble pas que les banques centrales aient besoin d'augmenter les taux d'intérêt très loin au-dessus de la neutralité. Au Canada, nous croyons qu'une grande sensibilité aux taux d'intérêt empêchera la Banque du Canada (BdC) de dépasser la fourchette du taux neutre qu'elle a estimé. Si c'est le cas, la demande excédentaire de main-d'œuvre pourrait s'atténuer, les dépenses de consommation et le marché de l'habitation pourraient ralentir, mais on ne verrait pas nécessairement les mises à pied massives qui caractérisent les débuts de récession.

Nous avons observé un scénario du genre en 2019. L'économie canadienne a progressé à un rythme de moins de 2 %, les taux sont restés inchangés après le cycle de hausse de 2017-2018 et le taux de chômage est demeuré relativement stable au cours de l'année. Fait important, la BdC n'avait pas augmenté les taux au-dessus du niveau neutre parce que l'inflation était alors bien maîtrisée. En l'absence d'un imprévu majeur, ce scénario pourrait se répéter. Toutefois, il faudra que les chocs d'offre cessent de s'accumuler. Parvenir à un atterrissage en douceur sera un défi difficile, mais pas insurmontable.

TABLE DES MATIÈRES

Réflexions de la semaine.....	1	Survol de la semaine.....	2	À surveiller	3	Indicateurs économiques	5
-------------------------------	---	---------------------------	---	--------------------	---	-------------------------------	---

Survol de la semaine

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

- ▶ **Les marchés boursiers ont été très volatils cette semaine.** Les craintes sur la croissance économique mondiale se sont multipliées récemment avec le ton plus *hawkish* des banquiers centraux, les menaces d'escalade de la guerre en Ukraine et la difficulté de la Chine à gérer la remontée des cas de COVID-19. La pire séance a été celle de mardi, avec des reculs d'environ 3 % pour plusieurs indices. La plus faible demande pour les actifs risqués a aussi fait temporairement retraiter les taux obligataires et stimulé le dollar américain. Cela dit, le *momentum* est revenu plus favorable pour les Bourses plus tard dans la semaine, aidé par quelques bons résultats d'entreprises.
- ▶ **Au Canada, le PIB réel par industrie a dépassé le consensus avec une hausse mensuelle de 1,1 % en février,** alors que 16 des 20 principaux secteurs ont progressé. Il s'agit de la neuvième augmentation mensuelle consécutive du PIB réel. Les secteurs des biens ont été les véritables vedettes durant le mois, enregistrant un solide gain de 1,5 %. L'extraction des ressources et la construction ont particulièrement bien performé. Cela dit, les secteurs des services n'ont pas été en reste, avec une hausse de 0,9 % en février grâce à la réouverture de l'économie après les fermetures découlant d'Omicron. La croissance du PIB réel s'est probablement modérée en mars. L'estimation provisoire de Statistique Canada affiche néanmoins une croissance respectable de 0,5 % durant le mois, amenant ainsi le PIB réel à environ 2 % au-dessus de son niveau d'avant la pandémie à la fin du premier trimestre. Dans l'ensemble, la croissance du PIB réel devrait s'établir aux alentours de 5,5 % (à rythme trimestriel annualisé) au premier trimestre 2022. Ce pronostic est nettement supérieur à la progression de 3,0 % publiée par la Banque du Canada dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2022.
- ▶ **Le PIB réel américain a diminué de 1,4 % à rythme annualisé au premier trimestre de 2022** selon l'estimation initiale des comptes nationaux. Le secteur extérieur a amené une contribution négative importante de -3,20 points de pourcentage. C'est donc la principale cause de la baisse du PIB réel. Nonobstant les effets négatifs des stocks (contribution de -0,84 point de pourcentage) et du commerce extérieur, la demande intérieure finale affiche une croissance de 2,6 %. Cela reflète mieux le portrait de l'économie américaine qui continue à la fois d'engendrer de nombreuses embauches et aussi des pressions inflationnistes.
- ▶ **La consommation réelle des consommateurs américains s'est montrée un peu plus forte que prévu en mars** avec un gain de 0,2 %, alors qu'une stagnation était attendue. Le revenu disponible réel a diminué de 0,4 % et le déflateur des dépenses de consommation a bondi de 0,9 %. La croissance un peu plus forte de la consommation amène un acquis de croissance plus grand pour le deuxième trimestre de 2022.
- ▶ **L'indice de confiance des consommateurs américains du Conference Board a légèrement diminué en avril.** Il est passé de 107,6 (révisé de 107,2) à 107,3. On note que la perception des ménages envers la situation présente s'est à nouveau détériorée, mais que leurs anticipations prennent du mieux, ce qui est relativement positif et pourrait offrir un support à la consommation.
- ▶ **Les nouvelles commandes de biens durables ont augmenté de 0,8 % en mars aux États-Unis.** On remarque aussi le gain de 1,0 % des nouvelles commandes de biens d'investissement excluant l'aviation et la défense, après deux croissances successives de 1,1 %. Cela s'est reflété sur la bonne avancée de 15,3 % à rythme annualisé de l'investissement réel en équipements au premier trimestre de 2022.
- ▶ Alors que les ventes de maisons ralentissent, **les prix des maisons existantes se sont accélérés vivement en février aux États-Unis** avec un gain mensuel de 2,4 % de l'indice S&P/Case-Shiller. C'est la plus forte croissance mensuelle depuis le début de cet indicateur en 2000. La variation annuelle est passée de 19,1 % à 20,2 %. La faiblesse de stocks disponibles est encore un facteur important de soutien au prix des maisons. La hausse des taux d'intérêt devrait cependant tôt ou tard réduire la pression.
- ▶ **Le PIB réel de la zone euro a augmenté de 0,2 % (non annualisé) au premier trimestre de 2022,** et ce, après un gain de 0,3 % à la fin de 2021. La vague Omicron de la COVID-19 ainsi que la guerre en Ukraine qui a affecté l'activité en mars sont parmi les facteurs qui ont amené cette croissance relativement faible.
- ▶ **L'inflation est demeurée forte en zone euro en avril.** L'indice total des prix à la consommation a augmenté de 0,6 %, après un bond de 2,4 % en mars. L'inflation totale est maintenant rendue à 7,5 %. Les prix de l'énergie ont cependant diminué en avril.

À surveiller

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne,

Tiago Figueiredo, associé – stratégie macroéconomique, et Francis Généreux, économiste principal

LUNDI 2 mai - 10:00

Avril	
Consensus	57,7
Desjardins	57,5
Mars	57,1

MARDI 3 mai

Avril	taux ann.
Consensus	13 800 000
Desjardins	14 500 000
Mars	13 330 000

MERCREDI 4 mai - 10:00

Avril	
Consensus	58,4
Desjardins	58,4
Mars	58,3

MERCREDI 4 mai - 14:00

Mai	
Consensus	1,00 %
Desjardins	1,00 %
16 mars	0,50 %

VENDREDI 6 mai - 8:30

Avril	
Consensus	390 000
Desjardins	375 000
Mars	431 000

ÉTATS UNIS

Indice ISM manufacturier (avril) – Après une éphémère augmentation en février, l'ISM manufacturier a repris sa tendance baissière en mars pour atteindre 57,1, son plus bas niveau depuis septembre 2020. On s'attend cependant à une légère hausse pour le mois d'avril. C'est ce que signalent les indicateurs régionaux publiés jusqu'à maintenant. Il sera intéressant d'observer les composantes de l'ISM qui nous informent sur les problèmes d'approvisionnement, notamment les délais de livraison, les commandes en attente et les prix payés. On pourrait voir si la guerre en Ukraine et les confinements en Chine continuent d'affecter la fabrication américaine.

Ventes d'automobiles neuves (avril) – Après leur fort bond de janvier, les ventes d'automobiles neuves ont diminué à la fois en février (-7,0 %) et en mars (-4,6 %). On s'attend cependant à une hausse pour le mois d'avril bien que le nombre devrait demeurer sous les 15 018 000 unités enregistrées au tout début de l'année.

Indice ISM services (avril) – L'ISM services a enregistré en mars un étonnant gain de 1,8 point, mettant ainsi fin à trois mois consécutifs de baisse qui a vu l'indice passer de son récent sommet de 68,4 à « seulement » 58,3. L'ISM services devrait demeurer plutôt stable en avril. Certains indices régionaux non manufacturiers ont diminué au cours du mois, mais la confiance des consommateurs s'est aussi stabilisée.

Réunion de la Réserve fédérale (mai) – Après avoir laissé ses taux directeurs à leur plancher pendant deux ans, la Réserve fédérale (Fed) a procédé en mars dernier à une première hausse de taux directeurs de 25 points de base. En réponse à l'inflation qui demeure élevée, à la bonne tenue du marché du travail et malgré la diminution du PIB réel au premier trimestre, la Fed devrait maintenant accélérer le pas et l'on s'attend à une augmentation de 50 points à cette réunion qui se terminera mercredi. Il n'est pas impossible que certains membres du comité de politique monétaire optent même pour une hausse de 75 points de base. La Fed devrait aussi annoncer qu'elle procédera très bientôt au début du resserrement quantitatif, soit une baisse de son bilan. Elle pourrait commencer par des réductions mensuelles de 50 G\$ US.

Création d'emplois selon les entreprises (avril) – Bien que les embauches aient ralenti en mars comparativement à la moyenne de 627 000 obtenue au cours des deux premiers mois de l'année, le marché du travail américain continue de se montrer très vigoureux. On s'attend donc à une autre bonne croissance de l'emploi pour le mois d'avril. Les nouvelles demandes d'assurance-chômage sont demeurées très basses. La perception des ménages relativement au marché du travail est aussi restée très positive. On prévoit ainsi qu'il aura 375 000 embauches nettes en avril. Le taux de chômage devrait demeurer à 3,6 %. Une variation mensuelle de 0,4 % du salaire horaire moyen, soit une hausse semblable à celle du mois de mars, devrait amener la variation annuelle à ralentir un peu.

VENDREDI 6 mai - 15:00

Mars	G\$ US
Consensus	24,00
Desjardins	70,00
Février	41,82

MERCREDI 4 mai - 8:30

Mars	G\$
Consensus	3,90
Desjardins	4,90
Février	2,66

VENDREDI 6 mai - 8:30

Avril	
Consensus	40 000
Desjardins	60 000
Mars	72 500

JEUDI 5 mai - 7:00

Mai	
Consensus	1,00 %
Desjardins	1,00 %
17 mars	0,75 %

Crédit à la consommation (mars) – Le crédit à la consommation s’est nettement accéléré en février avec un gain mensuel de 41,8 G\$ US, la plus forte croissance mensuelle depuis que cette donnée est publiée (sauf pour des changements méthodologiques). La hausse devrait s’avérer encore plus forte pour le mois de mars avec une croissance mensuelle qui devrait s’approcher de 70,0 G\$ US. C’est ce que suggèrent les données hebdomadaires sur le crédit bancaire. Ce nouveau bond pourrait s’expliquer par la hausse des prix de l’essence.

CANADA

Commerce international de marchandises au Canada (mars) – Le surplus commercial de biens du Canada devrait augmenter considérablement en mars, la valeur des exportations ayant bondi sous l’effet de la hausse des prix des matières premières, de l’appréciation du dollar canadien et de la demande persistante au sud de la frontière. Les importations devraient aussi progresser, quoique dans une moindre mesure, puisque les prix ont probablement fléchi au cours du mois et la demande nationale de biens a été relativement plus faible que ce qui a été observé aux États-Unis. Pour le premier trimestre dans son ensemble, la valeur des exportations devrait avoir connu une autre hausse significative, bien que celle-ci soit surtout attribuable à des hausses de prix, le volume ayant probablement reculé au cours du trimestre. Par contre, le volume des importations devrait diminuer davantage au premier trimestre. Ainsi, il ne serait pas surprenant de voir le commerce apporter une contribution globale positive à la croissance économique pour la période, malgré des résultats décevants au début de l’année.


Enquête sur la population active (avril) – Après avoir connu une forte progression en février et en mars, le marché du travail canadien ne semble pas être sur le point de ralentir. En mars, le secteur de l’hébergement et de la restauration comptait toujours près de 200 000 employés en moins qu’avant la pandémie. Et ce, malgré un creux record pour le taux de chômage au cours du mois. Considérant les tendances positives observées du côté de la mobilité, des réservations au restaurant et du prix des nuitées à l’hôtel, les établissements de ce secteur ont probablement continué d’ajouter des travailleurs en avril. Les 60 000 nouvelles embauches que nous prévoyons pour l’ensemble de l’économie feraient baisser le taux de chômage à 5,2 %, en supposant qu’il y ait également eu un certain rebond du taux d’activité. Pour attirer des travailleurs dans un marché du travail déjà très serré, les employeurs ont probablement dû offrir un salaire plus élevé. En conséquence, on peut s’attendre à ce que le rythme annuel de croissance des salaires se soit accéléré lui aussi.

OUTRE MER

Royaume-Uni : Réunion de la Banque d’Angleterre (mai) – La Banque d’Angleterre (BoE) devrait annoncer une quatrième hausse de taux d’intérêt de suite. Cela portera son principal taux directeur à 1,00 %. Depuis la dernière rencontre de politique monétaire, l’inflation a continué d’augmenter et de dépasser les attentes. En revanche, certaines données sur la croissance économique sont plus inquiétantes, en plus des risques amenés par la guerre en Ukraine. La BoE aura donc la difficile tâche de maintenir ses efforts pour réduire l’inflation, tout en évitant une récession.


Indicateurs économiques

Semaine du 2 au 6 mai 2022

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 2	10:00	Dépenses de construction (m/m)	Mars	0,7 %	0,8 %	0,5 %
	10:00	Indice ISM manufacturier	Avril	57,7	57,5	57,1
MARDI 3	---	Ventes d'automobiles (taux ann.)	Avril	13 800 000	14 500 000	13 330 000
	10:00	Nouvelles commandes manufacturières (m/m)	Mars	1,2 %	1,1 %	-0,5 %
MERCREDI 4	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Mars	-106,5	-107,9	-89,2
	10:00	Indice ISM services	Avril	58,4	58,4	58,3
	14:00	Réunion de la Réserve fédérale	Mai	1,00 %	1,00 %	0,50 %
	14:30	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
JEUDI 5	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	25-29 avril	180 000	180 000	180 000
	8:30	Productivité non agricole – préliminaire (taux ann.)	T1	-3,0 %	-5,5 %	6,6 %
	8:30	Coût unitaire de main-d'œuvre – préliminaire (taux ann.)	T1	7,3 %	10,6 %	0,9 %
VENDREDI 6	8:30	Création d'emplois non agricoles	Avril	390 000	375 000	431 000
	8:30	Taux de chômage	Avril	3,5 %	3,6 %	3,6 %
	8:30	Heures hebdomadaires travaillées	Avril	34,7	34,7	34,6
	8:30	Salaire horaire moyen (m/m)	Avril	0,4 %	0,4 %	0,4 %
	9:15	Discours du président de la Réserve fédérale de New York, J. Williams				
	15:00	Crédit à la consommation (G\$ US)	Mars	24,00	70,00	41,82
	15:00	Discours du président de la Réserve fédérale d'Atlanta, R. Bostic				
	19:15	Discours d'un gouverneur de la Réserve fédérale, C. Waller				
	19:15	Discours du président de la Réserve fédérale de Saint-Louis, J. Bullard				
20:00	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de San Francisco, M. Daly					

CANADA

LUNDI 2	---	---				
MARDI 3	12:30	Discours de la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, C. Rogers				
MERCREDI 4	8:30	Balance commerciale (G\$)	Mars	3,90	4,90	2,66
JEUDI 5	9:40	Discours d'un sous-gouverneur de la Banque du Canada, L. Schembri				
VENDREDI 6	8:30	Création d'emplois	Avril	40 000	60 000	72 500
	8:30	Taux de chômage	Avril	5,2 %	5,2 %	5,3 %

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 - 4 heures).  Prévisions de Desjardins, Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 2 au 6 mai 2022

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 2								
Japon	1:00	Confiance des consommateurs	Avril	34,9		32,8		
Allemagne	2:00	Ventes au détail	Mars	0,3 %	-0,5 %	0,3 %	7,1 %	
Italie	3:45	Indice PMI manufacturier	Avril	55,0		55,8		
France	3:50	Indice PMI manufacturier – final	Avril	55,4		55,4		
Allemagne	3:55	Indice PMI manufacturier – final	Avril	54,1		54,1		
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – final	Avril	55,3		55,3		
Italie	4:00	Taux de chômage	Mars	8,4 %		8,5 %		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – final	Avril	55,3		55,3		
Zone euro	5:00	Confiance des consommateurs – final	Avril	nd		-16,9		
Zone euro	5:00	Confiance des industries	Avril	9,5		10,4		
Zone euro	5:00	Confiance des services	Avril	13,5		14,4		
Zone euro	5:00	Confiance économique	Avril	108,0		108,5		
MARDI 3								
Australie	0:30	Réunion de la Banque de réserve d'Australie	Mai	0,25 %		0,10 %		
Zone euro	5:00	Indice des prix à la production	Mars	4,9 %	36,2 %	1,1 %	31,4 %	
Zone euro	5:00	Taux de chômage	Mars	6,8 %		6,8 %		
MERCREDI 4								
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Mars	10,0		11,4		
Italie	3:45	Indice PMI composite	Avril	54,1		52,1		
Italie	3:45	Indice PMI services	Avril	54,3		52,1		
France	3:50	Indice PMI composite – final	Avril	57,5		57,5		
France	3:50	Indice PMI services – final	Avril	58,8		58,8		
Allemagne	3:55	Indice PMI composite – final	Avril	54,5		54,5		
Allemagne	3:55	Indice PMI services – final	Avril	57,9		57,9		
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – final	Avril	55,8		55,8		
Zone euro	4:00	Indice PMI services – final	Avril	57,7		57,7		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – final	Avril	57,6		57,6		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – final	Avril	58,3		58,3		
Zone euro	5:00	Ventes au détail	Mars	-0,1 %	1,8 %	0,3 %	5,0 %	
Bésil	17:30	Réunion de la Banque du Brésil	Mai	12,75 %		11,75 %		
JEUDI 5								
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Mars	-1,0 %	-0,6 %	-2,2 %	2,9 %	
France	2:45	Production industrielle	Mars	-0,2 %	1,4 %	-0,9 %	2,4 %	
Norvège	4:00	Réunion de la Banque de Norvège	Mai	0,75 %		0,75 %		
Royaume-Uni	7:00	Réunion de la Banque d'Angleterre	Mai	1,00 %		0,75 %		
Japon	19:30	Indice des prix à la consommation – Tokyo	Avril		2,3 %		1,3 %	
VENDREDI 6								
Allemagne	2:00	Production industrielle	Mars	-1,0 %	-0,4 %	0,2 %	3,2 %	
Italie	4:00	Ventes au détail	Mars	nd	nd	0,7 %	4,3 %	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI construction	Avril	58,0		59,1		

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 - 4 heures).