



COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Mieux vaut tard que jamais

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

Après avoir espéré en vain que l'inflation décélère d'elle-même, les dirigeants autour du monde font finalement leur mea culpa. La secrétaire américaine au Trésor, Janet Yellen, a fait écho aux récents commentaires du président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell, à savoir que les décideurs américains avaient mal évalué la persistance des pressions inflationnistes. Pour sa part, la Banque du Canada (BdC) reconnaît depuis un certain temps qu'elle s'est trompée au sujet de l'inflation et s'est mise en mode rattrapage.

Pour reprendre du terrain, la BdC a relevé ses taux d'un autre 50 points de base cette semaine, portant le taux directeur à 1,50 %. Ce cycle de hausses est le plus rapide depuis que la BdC fixe des cibles d'inflation. La Fed devrait annoncer une augmentation d'envergure similaire plus tard ce mois-ci. Les autres banquiers centraux, notamment en zone euro, discutent de la nécessité d'agir vigoureusement à court terme pour contenir les pressions inflationnistes.

Il est facile, après coup, de critiquer les décideurs pour une série d'erreurs qui leur ont fait prendre beaucoup de retard. Les programmes d'assouplissement quantitatif ont été maintenus trop longtemps. Au Canada, même si la banque centrale a interrompu son programme d'achat d'actifs des mois avant certaines de ses homologues ailleurs dans le monde, elle a tout de même accaparé, avec les mesures d'assouplissement, plus de 40 % du marché des obligations souveraines.

Il ne fait aucun doute non plus que le taux directeur de plusieurs pays est resté trop bas trop longtemps. C'est entre autres parce que les banques centrales ont tardé à reconnaître l'importance et la persistance des contraintes du côté de l'offre. Mais c'est aussi parce que les dirigeants ont commis une erreur en se liant les mains avec des indications prospectives trop précises sur les déclencheurs d'une politique plus stricte. Il en a résulté une surchauffe dans un certain nombre d'économies, ce qui a alimenté une inflation excessive découlant de facteurs

hors du contrôle des banques centrales – comme les prix des marchandises à l'échelle mondiale ou les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement.

Les dirigeants de la BdC et leurs homologues internationaux prennent maintenant des mesures pour remédier à la situation. Ils sont aussi plus précis au sujet des risques qui pavent le chemin à emprunter. L'inflation élevée est là depuis assez longtemps pour qu'il soit réaliste de penser qu'elle s'intégrera aux attentes, ce qui compliquerait d'autant plus la tâche de réduire les pressions sur les prix. Dans le pire des cas, le public perdrait confiance en la capacité des responsables des politiques monétaires à faire reculer l'inflation. Les éléments de base d'une inflation faible et stable sont l'ancrage des attentes et la crédibilité des banques centrales.

À cet égard, la BdC a intensifié sa rhétorique agressive pour convaincre tout le monde que sa cible d'inflation de 2 % demeure sacro-sainte. En mentionnant cette semaine que les décideurs pourraient agir avec plus de force au besoin, elle a ouvert la porte à une hausse de taux supérieure à 50 points de base en juillet. Les banques centrales des autres régions du monde adoptent une approche combative similaire. Qu'il s'agisse ou non d'une simple tentative de persuasion, voilà qui devrait aider à ancrer les attentes d'inflation et à rétablir la crédibilité. Il est encore possible de diminuer l'inflation sans nécessairement provoquer une récession. Les chances, qui reposent en partie sur la confiance du public envers les décideurs, sont minces. Mais elles sont là. Ainsi, même si la hausse des taux d'intérêt nuira au portefeuille des ménages et des entreprises, le changement de tactique en faveur du resserrement des conditions financières est nécessaire pour freiner l'inflation et faire à nouveau fonctionner l'économie de façon efficace. Mieux vaut tard que jamais.

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 Lorenzo Tessier-Moreau, économiste senior

- ▶ **La Banque du Canada (BdC) demeure dans la voie rapide de l'autoroute de la normalisation de la politique monétaire.** L'augmentation de 50 points de base des taux directeurs annoncée aujourd'hui vient confirmer que ce cycle de hausses est le plus rapide depuis le début de l'ère du ciblage de l'inflation. Les dirigeants mentionnent dans leur communiqué qu'ils pourraient « agir avec plus de force s'il le faut », ce qui ouvre la porte à une hausse de 75 points de base lors de la prochaine annonce de taux en juillet. Néanmoins, nous ne croyons pas que les données justifient une telle augmentation, le marché de l'habitation réagissant déjà négativement aux taux plus élevés.
- ▶ **La volatilité reste bien présente sur les marchés,** même après le rebond spectaculaire des Bourses de la semaine dernière. Le taux obligataire américain de 10 ans a rebondi à près de 3 %, alimenté par les commentaires *hawkish* des dirigeants de la Réserve fédérale et par les bonnes données sur l'emploi publiées vendredi matin. La hausse de taux directeur de 50 points de bases décrétée par la BdC n'a pas surpris les marchés, mais le durcissement du message relayé dans le communiqué a entraîné les taux à la hausse. Avec les préoccupations des investisseurs centrées sur les taux d'intérêt, les bonnes données sur l'emploi ont amené une baisse des Bourses vendredi matin, un paradoxe auquel nous sommes habitués.
- ▶ **Le PIB réel du Canada a augmenté à un taux annualisé de 3,1 % d'un trimestre à l'autre au T1 2022,** ce qui est bien en deçà des attentes des prévisionnistes du secteur privé (5,2 %). La demande intérieure a connu une bonne progression de 4,8 % : la consommation des ménages a augmenté de 3,4 %, et l'investissement résidentiel et non résidentiel des entreprises de 18,1 % et de 9,0 %, respectivement. En revanche, les exportations nettes ont freiné la croissance, les exportations réelles ayant chuté de 9,4 % – bien plus que la baisse de 2,8 % des importations réelles. La croissance mensuelle du PIB réel a atteint 0,7 % d'un mois à l'autre en mars, après une révision à la baisse de 0,9 % en février et de -0,2 % en janvier. Le résultat provisoire de Statistique Canada pour la croissance d'avril 2022 est de 0,2 %. Notre prévision pour la croissance du PIB réel au T2 2022 se situe autour de 4 % et reflète en grande partie un solide transfert du premier trimestre.
- ▶ **La productivité du travail des entreprises canadiennes a diminué de 0,5 % au premier trimestre de 2022,** après une baisse similaire de 0,6 % au dernier trimestre de 2021. C'est une septième baisse trimestrielle consécutive. Cela laisse la productivité 1,3 % en dessous de son niveau d'avant la pandémie. Parallèlement, les coûts unitaires de main-d'œuvre des entreprises canadiennes ont augmenté de 2,7 % au premier trimestre de 2022, après une stagnation au dernier trimestre de 2021.
- ▶ **Aux États-Unis, l'enquête auprès des entreprises indique qu'il y a eu 390 000 embauches nettes en mai,** après des gains de 436 000 en avril (révisé de 428 000) et de 398 000 en mars (aussi révisé de 428 000). Le taux de chômage est demeuré inchangé à 3,6 %, pour un troisième mois consécutif.
- ▶ **Aux États-Unis, l'ISM manufacturier a étonnamment augmenté en mai,** pour passer de 55,4 en avril à 56,1. C'est la première hausse mensuelle depuis février et la deuxième depuis octobre 2021. On remarque des hausses des nouvelles commandes, de celles en attente et des stocks des fabricants. **L'ISM service a, de son côté, diminué pour passer de 57,1 à 55,9.**
- ▶ **Les ventes d'automobiles neuves ont chuté de 12,5 % en mai aux États-Unis,** après un bond de 8,1 % en avril. Elles continuent donc d'évoluer de façon erratique au gré de l'évolution des stocks disponibles.
- ▶ **L'indice de confiance des consommateurs américains du Conference Board a diminué moins que prévu en mai.** Il est passé de 108,6 (révisé de 107,3) à 106,4. C'est la composante liée à la situation présente des ménages qui a le plus diminué, probablement un reflet de la hausse récente des prix de l'essence.
- ▶ **Les prix des maisons existantes américaines ont continué de progresser rapidement en mars selon l'indice S&P/Case-Shiller** qui a connu une deuxième hausse mensuelle de 2,4 %. La variation annuelle est passée de 20,3 % à 21,2 %, un nouveau sommet.
- ▶ **Les indices PMI chinois ont affiché des hausses en mai.** L'indice composite est passé de 42,7 en avril à 48,4. Cela reste sous la barre de 50 indiquant une croissance, mais c'est tout de même un pas dans la bonne direction. La fin de plusieurs confinements en Chine aidera davantage l'économie en juin.
- ▶ **L'inflation s'est à nouveau accélérée en zone euro.** L'indice des prix à la consommation a bondi de 0,8 % en mai et sa variation annuelle atteint maintenant 8,1 %.

À surveiller

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne,

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

MARDI 7 juin - 15:00

Avril	G\$ US
Consensus	34,000
Desjardins	36,000
Mars	52,435

VENREDI 10 juin - 8:30

Mai	m/m
Consensus	0,7 %
Desjardins	0,8 %
Avril	0,3 %

VENREDI 10 juin - 10:00

Juin	
Consensus	58,7
Desjardins	58,0
Mai	58,4

MARDI 7 juin - 8:30

Avril	G\$
Consensus	2,47
Desjardins	1,90
Mars	2,49

ÉTATS-UNIS

Crédit à la consommation (avril) – Le crédit à la consommation s’est à nouveau accéléré en mars. Sa croissance mensuelle est passée à 52,4 G\$ US. Excluant les changements méthodologiques, c’est la plus forte croissance depuis que les données ont commencé à être publiées. On s’attend cependant à une hausse plus modeste en avril. C’est ce que suggèrent les données hebdomadaires sur le crédit bancaire.

Indice des prix à la consommation (mai) – Pour la première fois depuis août 2021, l’inflation a ralenti aux États-Unis passant de 8,5 % en mars à 8,3 % en avril. Une des raisons de cette accalmie provient de la baisse des prix de l’essence. La nouvelle poussée de ceux-ci en mai devrait cependant empêcher une autre diminution du taux d’inflation. Les prix à la pompe ont bondi de 9,4 % en moyenne au cours du mois dernier. L’énergie amènera donc une contribution positive marquée par la variation mensuelle de l’indice des prix à la consommation (IPC). On s’attend aussi à une autre forte croissance des prix des aliments. Excluant les aliments et l’énergie, la hausse prévue de l’IPC de base pour le mois de mai est de 0,5 %, soit semblable à la moyenne des six derniers mois. Les problèmes d’approvisionnement demeurent importants avec, notamment, les confinements en Chine. Somme toute, la variation mensuelle de l’IPC total devrait être de 0,8 %. La variation annuelle devrait demeurer à 8,3 %. L’inflation de base devrait cependant ralentir de 6,2 % à 5,9 %.

Indice de confiance des consommateurs de l’Université du Michigan (juin – préliminaire) – L’indice de confiance de l’Université du Michigan est descendu en mai à son plus bas niveau depuis août 2011. Peu de facteurs suggèrent qu’il remontera dès la version préliminaire de juin. Les prix de l’essence ont continué de grimper au cours des dernières semaines et les craintes concernant l’inflation demeurent bien présentes. La hausse des taux d’intérêt commence à se manifester négativement sur le marché de l’habitation. Il y a cependant la Bourse qui s’est appréciée depuis le creux de la mi-mai. Le marché du travail continue aussi à bien performer. Somme toute, on s’attend à ce que l’indice de l’Université du Michigan demeure relativement stable après sa baisse de 6,8 points en mai.

CANADA

Solde commercial international de marchandises (avril) – Le solde commercial de marchandises du Canada devrait demeurer en terrain positif en avril pour un quatrième mois consécutif, s’établissant à environ 1,9 G\$. Ce chiffre reflète une hausse des exportations légèrement inférieure à celle des importations. La progression des importations est en grande partie attribuable à la hausse des prix, qui s’explique par la dépréciation du dollar canadien en avril et l’évolution du prix du pétrole au cours du mois. En revanche, les prix à l’exportation ne devraient augmenter que légèrement en avril, tandis que les volumes devraient au mieux rester stables. Ce point de vue repose également sur l’amélioration des données sur le solde commercial des biens aux États-Unis en avril, qui laisse entrevoir une réduction marquée du déficit commercial du pays par rapport à mars. En effet, le solde de toutes les catégories de biens commerciaux affiche une progression, à l’exception des voitures.

VENDREDI 10 juin - 8:30
Mai

Consensus	12 500
Desjardins	25 000

Avril 15 300
JEUDI 9 juin - 7:45
Juin

Consensus	0,00 %
Desjardins	0,00 %

14 avril 0,00 %

Enquête sur la population active (mai) – L'élan sous-jacent du marché du travail a vraisemblablement repris après un ralentissement marqué en avril. Les indicateurs à haute fréquence pour les industries des services suggèrent une reprise marquée de l'activité en mai. Les Canadiens semblent avoir satisfait une demande refoulée pour les sorties, les statistiques sur les repas pris en salle à manger au restaurant montrent une demande encore plus forte qu'avant la pandémie. Les données sur la mobilité ont également montré une activité accrue dans les lieux de vente au détail et de loisirs, et une hausse du nombre de passagers aériens, en particulier sur les trajets intérieurs. Cependant, beaucoup d'entreprises de services fonctionnaient encore avec un nombre d'employés nettement inférieur à celui d'avant la pandémie en avril. Cela signifie probablement que les entreprises ont dû intensifier leurs efforts d'embauche en mai. Un conflit de travail dans l'industrie de la construction pourrait avoir eu une incidence sur les heures travaillées, sans toutefois réduire significativement l'emploi total. Les effets différés d'un marché du travail historiquement serré devraient s'être traduits par une accélération de la croissance des salaires. Toutefois, l'inflation ayant probablement dépassé 7 % en mai, même une croissance plus rapide des salaires serait bien insuffisante pour suivre les prix à la consommation.

OUTRE-MER

Réunion de la Banque centrale européenne (juin) – Plusieurs dirigeants de la Banque centrale européenne (BCE) ont signalé que la politique monétaire devra être ajustée en réponse à l'augmentation rapide de l'inflation. Il apparaît probable que la fin des achats d'actifs sera annoncée, mais il faudra peut-être attendre en juillet pour qu'une première hausse de taux d'intérêt soit décrétée. Jusqu'à présent, la BCE semblait vouloir laisser un peu de temps entre la fin de ses achats d'actifs et le début des hausses de taux d'intérêt. Ça ne sera pas une décision facile pour la BCE, car même si l'inflation justifie une action rapide, les risques sur la croissance économique demeurent importants en zone euro et militent pour une approche plus graduelle.

Indicateurs économiques

Semaine du 6 au 10 juin 2022

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 6						
	---	---				
MARDI 7						
	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Avril	-89,5	-88,6	-109,8
	15:00	Crédit à la consommation (G\$ US)	Avril	34,000	36,000	52,435
MERCREDI 8						
	10:00	Stocks des grossistes – final (m/m)	Avril	2,1 %	2,1 %	2,1 %
JEUDI 9						
	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	30 mai-3 juin	210 000	208 000	200 000
VENDREDI 10						
	8:30	Indice des prix à la consommation				
		Total (m/m)	Mai	0,7 %	0,8 %	0,3 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Mai	0,5 %	0,5 %	0,6 %
		Total (a/a)	Mai	8,3 %	8,3 %	8,3 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Mai	5,9 %	5,9 %	6,2 %
	10:00	Indice de confiance du Michigan – préliminaire	Juin	58,7	58,0	58,4
	14:00	Budget fédéral (G\$ US)	Mai	nd	nd	-308,2
CANADA						
LUNDI 6						
	---	---				
MARDI 7						
	8:30	Balance commerciale (G\$)	Avril	2,47	1,90	2,49
MERCREDI 8						
	---	---				
JEUDI 9						
	10:00	Publication de la <i>Revue du système financier</i> de la Banque du Canada				
	11:00	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem				
VENDREDI 10						
	8:30	Création d'emplois	Mai	12 500	25 000	15 300
	8:30	Taux de chômage	Mai	5,2 %	5,3 %	5,2 %
	8:30	Taux d'utilisation de la capacité industrielle	T1	83,0 %	82,5 %	82,9 %

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

Indicateurs économiques

Semaine du 6 au 10 juin 2022

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
DURANT LA SEMAINE								
Chine	---	Balance commerciale (G\$ US)	Mai	57,79		51,12		
LUNDI 6								
---	---	---						
MARDI 7								
Australie	0:30	Réunion de la Banque de réserve d'Australie	Juin	0,75 %		0,35 %		
Japon	1:00	Indicateur avancé – préliminaire	Avril	102,5		100,8		
Japon	1:00	Indicateur coïncident – préliminaire	Avril	97,4		97,5		
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Avril	0,3 %	-4,1 %	-4,7 %	-3,1 %	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – final	Mai	51,8		51,8		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – final	Mai	51,8		51,8		
Japon	19:50	Compte courant (G¥)	Avril	393,8		1 555,9		
Japon	19:50	PIB réel – final	T1	-0,3 %		-0,2 %		
MERCREDI 8								
Inde	0:30	Réunion de la Banque de réserve d'Inde	Juin	4,90 %		4,40 %		
Allemagne	2:00	Production industrielle	Avril	1,2 %	-2,4 %	-3,9 %	-3,5 %	
France	2:45	Balance commerciale (M€)	Avril	nd		-12 374		
France	2:45	Compte courant (G€)	Avril	nd		-3,2		
Italie	4:00	Ventes au détail	Avril	0,1 %	nd	-0,5 %	5,6 %	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI construction	Mai	56,6		58,2		
Zone euro	5:00	Création d'emplois – final	T1	nd	nd	0,5 %	2,6 %	
Zone euro	5:00	PIB réel – final	T1	0,3 %	5,1 %	0,3 %	5,1 %	
JEUDI 9								
Zone euro	7:45	Réunion de la Banque centrale européenne	Juin	0,00 %		0,00 %		
Japon	19:50	Indice des prix à la production	Mai	0,5 %	9,9 %	1,2 %	10,0 %	
Chine	21:30	Indice des prix à la consommation	Mai		2,2 %		2,1 %	
Chine	21:30	Indice des prix à la production	Mai		6,5 %		8,0 %	
VENDREDI 10								
Allemagne	---	Compte courant (G€)	Avril	nd		18,8		
Italie	4:00	Production industrielle	Avril	-1,1 %	0,1 %	0,0 %	3,0 %	
Russie	6:30	Réunion de la Banque de Russie	Juin	10,00 %		11,00 %		

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 - 4 heures).