

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

L'objectif de Boucle d'or

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

Tout comme Boucle d'or le faisait pour son gruau, la Banque du Canada (BdC) dit attendre les conditions idéales pour la politique monétaire : ni trop accommodante, ni trop restrictive. Le problème vient du fait que les dirigeants de la BdC reçoivent des informations divergentes concernant la vigueur de l'économie. Le marché du travail crée sans cesse des emplois, et les travailleurs s'attendent à ce que cette situation entraîne de fortes augmentations salariales. Pour compliquer les choses, les consommateurs croient également que l'inflation demeurera élevée. En revanche, les perspectives économiques ont aigri les entreprises, et ces dernières devraient limiter la croissance des salaires des employés.

Que doit faire une banque centrale dans une telle situation? Opter pour un ton sévère, mais s'abstenir de prendre des décisions précipitées. Les hausses de taux passées n'ont pas encore produit leur effet maximal sur l'économie. L'une des choses sur lesquelles s'entendent les entreprises et les consommateurs, c'est que ces hausses commencent à peine à se répercuter sur l'économie. Même l'approche heuristique de la Banque du Canada voulant qu'il faille de 18 à 24 mois aux hausses de taux pour faire ressentir pleinement leurs effets sur l'activité économique laisse entendre la même chose. Voilà pourquoi un autre relèvement des taux pourrait bien s'avérer excessif. Il ne faut toutefois pas oublier que la BdC n'a pas modifié le taux directeur depuis le mois de juillet, mais aussi que les taux sur les obligations de 10 ans ont augmenté d'environ 70 points de base depuis cette période. Dans l'ensemble, les investisseurs ont besoin d'une rémunération plus importante pour conserver même les obligations les plus sûres.

Qu'on ne s'y trompe pas, la hausse récente des taux obligataires se substitue certainement à un relèvement des taux. Par conséquent, malgré le caractère partagé des données sur les entreprises et les ménages, il fait nul doute que les conditions financières se sont assez resserrées pour contrebalancer toute

vigueur économique inattendue. En fait, la BdC devra sans doute revoir à la baisse ses prévisions concernant le produit intérieur brut (PIB). Et même si elle aura à réviser à la hausse ses estimations de l'inflation pour l'année en cours, cette situation s'explique en grande partie par les cours de l'énergie et l'affaiblissement du taux de change, deux facteurs dont elle tient habituellement compte.

Cela dit, les effets attendus d'une autre hausse des taux directeurs se sont déjà produits avec la remontée des taux obligataires. Il ne faut toutefois pas s'attendre à voir le gouverneur Macklem brandir le drapeau blanc la semaine prochaine. Les autorités monétaires ne souhaitent pas voir le marché escompter des baisses de taux dès le début de 2024. Le ton du gouverneur devra s'avérer suffisamment ferme pour maintenir les attentes actuelles, lesquelles prévoient plus ou moins un maintien des taux actuels jusqu'en 2025. Toutefois, dans la réalité, les décideurs doivent savoir qu'il s'agit d'une issue improbable. Étant donné que chaque mois qui s'écoule voit le renouvellement de 1 % à 1,5 % des hypothèques dans ce contexte de taux d'intérêt élevés, les effets négatifs sur l'économie seront plus douloureux l'an prochain que cette année, ce qui rendra difficile le maintien des taux d'intérêt à un tel niveau.

Qui plus est, la contraction de l'économie en 2024 pourrait sembler relativement limitée par rapport à ce qui pourrait se produire en 2025 et en 2026 si les taux présentés par le marché à terme se concrétisent. Beaucoup de détenteurs de prêts hypothécaires effectueront un renouvellement en 2025 et en 2026 à des taux d'intérêt plus élevés que ceux convenus cinq ans plus tôt. Mais la question est de savoir de combien plus élevés. Si la banque centrale souhaite véritablement éviter de trop freiner l'économie, elle devra réduire les taux d'intérêt avant de faire face à cette multitude de renouvellements.

TABLE DES MATIÈRES

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

La réduction des taux d'intérêt en 2024 nécessitera, bien entendu, que l'inflation évolue selon les souhaits des responsables de la politique monétaire. Heureusement, les dernières données sur les prix à la consommation ont révélé un ralentissement inattendu. Il y a encore fort à faire avant d'atteindre la cible des 2 %, mais chaque étape franchie vers l'atteinte de cet objectif constitue nécessairement un progrès. Nous croyons donc qu'un retour de la stabilité des prix est maintenant en vue. Par conséquent, si la banque centrale est vraiment déterminée à suivre l'exemple de Boucle d'or, elle devra éviter de relever encore les taux et plutôt attendre de voir les effets des hausses passées. En définitive, l'objectif de Boucle d'or devrait mener la Banque du Canada à commencer à diminuer les taux directeurs en 2024.

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

MERCREDI 25 octobre - 10:00

Septembre	taux ann.
Consensus	683 000
Desjardins	675 000
Août	675 000

JEUDI 26 octobre - 8:30

T3 1 ^{ère} est.	taux ann.
Consensus	4,4 %
Desjardins	5,0 %
T2	2,1 %

JEUDI 26 octobre - 8:30

Septembre	m/m
Consensus	1,4 %
Desjardins	2,9 %
Août	0,1 %

MERCREDI 25 octobre - 10:00

Octobre	
Consensus	5,00 %
Desjardins	5,00 %
6 Septembre	5,00 %

ÉTATS-UNIS

Ventes de maisons neuves (septembre) – Les ventes de maisons neuves ont recommencé à évoluer en dents de scie au cours des derniers mois après une tendance plutôt positive à la fin de 2022 jusqu'au printemps de 2023. Ainsi, après un gain de 8,0 % en juillet, elles ont chuté de 8,7 % en août. On s'attend cependant à ce qu'elles aient fait du surplace en septembre. D'un côté, l'ampleur de la baisse d'août milite pour un rebond. De plus, les permis de bâtir de maisons individuelles ont connu une assez bonne hausse au cours du mois dernier. Toutefois, les demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat sont demeurées très basses, une situation amenée par de nouvelles hausses de taux hypothécaires. La confiance des constructeurs, notamment l'indice lié aux ventes de maisons individuelles neuves, a passablement diminué. Somme toute, on s'attend à ce qu'elles demeurent à 675 000.

PIB réel (troisième trimestre – première estimation) – La croissance du PIB réel a été plutôt stable en première moitié de 2023 avec des gains annualisés de 2,2 % au premier trimestre et de 2,1 % au deuxième. On s'attend cependant à ce qu'un net rebond ait eu lieu au troisième trimestre. Celui-ci sera, entre autres, appuyé par une croissance nettement plus vive de la consommation réelle que le maigre 0,8 % à rythme annualisé obtenu au printemps. Un gain de plus de 4 % est attendu. On s'attend cependant à une progression plus modeste de l'investissement des entreprises et à une nouvelle baisse de la construction résidentielle. La variation des stocks ainsi que les exportations nettes devraient offrir de bonnes contributions positives. Ainsi, une variation trimestrielle annualisée du PIB réel de 5,0 % est prévue pour le troisième trimestre. Il sera aussi intéressant d'observer les données du revenu, de la consommation et des déflateurs des dépenses de consommation de septembre qui seront publiées vendredi.

Nouvelles commandes de biens durables (septembre) – Après une chute de 5,6 % en juillet, les nouvelles commandes de biens durables ont augmenté d'un maigre 0,1 % en août. On s'attend à un gain bien plus fort pour le mois de septembre. La principale impulsion proviendra du secteur de l'aviation civile, les commandes répertoriées par Boeing ayant considérablement augmenté le mois dernier. La situation du secteur automobile est plus floue alors que la production industrielle a augmenté malgré l'éclosion de grèves dans certaines usines des trois grands constructeurs américains d'automobiles. L'effet des grèves sur les commandes est particulièrement incertain, mais on suppose une légère croissance. Excluant les transports, les nouvelles commandes de biens durables ont probablement enregistré une progression de 0,3 %, soit semblable à la moyenne des mois précédents. Somme toute, les nouvelles commandes de biens durables devraient afficher un bond de 2,9 %.

CANADA

Banque du Canada (octobre) – La Banque du Canada (BdC) ne devrait pas toucher à ses taux la semaine prochaine alors que les effets restrictifs des hausses passées sont toujours incertains. Outre les données sur l'emploi, les indicateurs économiques demeurent, pour la plupart, inférieurs aux attentes de la BdC. Même si l'inflation demeure plus élevée que le creux de 2,8 % observé en juin dernier, les données les plus récentes ont révélé certains progrès au chapitre de la stabilisation des prix. Ce constat devrait rassurer la BdC quant à l'efficacité de son remède monétaire. Compte tenu de la hausse récente des taux obligataires de long terme à l'échelle mondiale, les conditions financières canadiennes sont plus strictes depuis le dernier *Rapport sur la politique monétaire*. Cela dit, il ne faut pas s'attendre

à ce que la BdC sonne déjà la fin de l'alerte. Elle laissera sans doute la porte ouverte à d'autres hausses de taux, même si nous croyons qu'elle ne se prévaudra pas de cette possibilité.

OUTRE-MER

MARDI 24 octobre - 4:00

Octobre

Consensus 47,3

Septembre 47,2

Zone euro : Indice PMI (octobre – préliminaire) – Après quatre mois consécutifs de baisse, l'indice PMI composite eurolandais a légèrement augmenté en septembre pour passer de 46,7 à 47,2. Le gain est dû à une modeste amélioration de l'indice PMI services alors que celui du secteur manufacturier s'est enlisé un peu plus. Cela dit, le niveau de l'indice PMI composite demeure compatible avec une baisse trimestrielle nette du PIB réel de la zone euro. Les données d'octobre nous indiqueront si la hausse de septembre s'est poursuivie en ce début de quatrième trimestre ou si l'économie risque plutôt de s'enliser un peu plus à la fin de 2023.

JEUDI 26 octobre - 8:15

Octobre

Consensus 4,50 %


Desjardins 4,50 %

14 Septembre 4,50 %

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (octobre) – Le temps est probablement venu d'amorcer une pause dans le relèvement des taux directeurs en zone euro. Bien que l'inflation demeure élevée, la tendance est clairement à la baisse. La situation économique plus fragile en zone euro laisse également croire que les pressions désinflationnistes s'accroîtront au cours des prochains trimestres. Cela dit, la Banque centrale européenne laissera probablement la porte ouverte à d'autres hausses de taux d'intérêt, si nécessaire. Il faudra vraisemblablement attendre quelques rencontres pour s'assurer que l'inflation est véritablement sur la bonne voie et ensuite ouvrir la porte à des baisses de taux d'intérêt en 2024.

Indicateurs économiques

Semaine du 23 au 27 octobre 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 23	---	---				
MARDI 24	---	---				
MERCREDI 25	10:00	Ventes de maisons neuves (taux ann.)	Sept.	683 000	675 000	675 000
JEUDI 26	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	16-20 oct.	209 000	210 000	198 000
	8:30	PIB réel – première estimation (taux ann.)	T3p	4,4 %	5,0 %	2,1 %
	8:30	Nouvelles commandes de biens durables (m/m)	Sept.	1,4 %	2,9 %	0,1 %
	8:30	Balance commerciale de biens – préliminaire (G\$ US)	Sept.	-85,5	-87,0	-84,6
	8:30	Stocks des détaillants (m/m)	Sept.	nd	nd	1,1 %
	8:30	Stocks des grossistes – préliminaire (m/m)	Sept.	0,1 %	nd	-0,1 %
VENDREDI 27	10:00	Ventes en suspens de maisons existantes (m/m)	Sept.	-1,0 %	nd	-7,1 %
	8:30	Revenu personnel (m/m)	Sept.	0,4 %	0,4 %	0,4 %
	8:30	Dépenses de consommation (m/m)	Sept.	0,5 %	0,6 %	0,4 %
	8:30	Déflateur des dépenses de consommation				
		Total (m/m)	Sept.	0,3 %	0,3 %	0,4 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Sept.	0,3 %	0,2 %	0,1 %
		Total (a/a)	Sept.	3,4 %	3,4 %	3,5 %
	Excluant aliments et énergie (a/a)	Sept.	3,7 %	3,7 %	3,9 %	
	10:00	Indice de confiance du Michigan – final	Oct.	63,0	63,0	63,0

CANADA

LUNDI 23	---	---				
MARDI 24	---	---				
MERCREDI 25	10:00	Réunion de la Banque du Canada		5,00 %	5,00 %	5,00 %
	10:00	Publication du Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada				
	11:00	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem et de la première sous-gouverneure C. Rogers				
JEUDI 26	---	---				
VENDREDI 27	---	---				

Note : Desjardins, Études économiques participe 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 avancée de l'Est (GMT - 4 heures).  Prévisions de Desjardins, Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 23 au 27 octobre 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes	
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a
OUTRE-MER							
LUNDI 23							
Zone euro	10:00	Confiance des consommateurs – préliminaire	Oct.	-18,4		-17,8	
Japon	20:30	Indice PMI composite – préliminaire	Oct.	nd		52,1	
Japon	20:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Oct.	nd		48,5	
Japon	20:30	Indice PMI services – préliminaire	Oct.	nd		53,8	
MARDI 24							
Allemagne	2:00	Confiance des consommateurs	Nov.	-27,0		-26,5	
Royaume-Uni	2:00	Taux de chômage ILO	Août	4,3 %		4,3 %	
France	3:15	Indice PMI composite – préliminaire	Oct.	44,3		44,1	
France	3:15	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Oct.	44,4		44,2	
France	3:15	Indice PMI services – préliminaire	Oct.	44,6		44,4	
Allemagne	3:30	Indice PMI composite – préliminaire	Oct.	46,7		46,4	
Allemagne	3:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Oct.	40,1		39,6	
Allemagne	3:30	Indice PMI services – préliminaire	Oct.	50,0		50,3	
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – préliminaire	Oct.	47,3		47,2	
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Oct.	43,7		43,4	
Zone euro	4:00	Indice PMI services – préliminaire	Oct.	48,6		48,7	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – préliminaire	Oct.	48,7		48,5	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – préliminaire	Oct.	44,7		44,3	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – préliminaire	Oct.	49,3		49,3	
MERCREDI 25							
Japon	1:00	Indicateur avancé – final	Août	nd		109,5	
Japon	1:00	Indicateur coïncident – final	Août	nd		114,3	
Allemagne	4:00	Indice ifo – climat des affaires	Oct.	85,9		85,7	
Allemagne	4:00	Indice ifo – situation courante	Oct.	88,5		88,7	
Allemagne	4:00	Indice ifo – situation future	Oct.	83,5		82,9	
Zone euro	4:00	Masse monétaire M3	Sept.		-1,8 %		-1,3 %
JEUDI 26							
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Oct.	4,50 %		4,50 %	
Japon	19:30	Indice des prix à la consommation – Tokyo	Oct.		2,7 %		2,8 %
VENDREDI 27							
France	2:45	Confiance des consommateurs	Oct.	83		83	
Italie	4:00	Confiance des consommateurs	Oct.	105,2		105,4	
Italie	4:00	Confiance économique	Oct.	nd		104,9	
Russie	6:30	Réunion de la Banque de Russie	Oct.	14,00 %		13,00 %	

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 avancée de l'Est (GMT - 4 heures).