

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Pas de panique avec la récession technique

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

À moins de deux mois de la fin de l'année, le portrait économique mondial ne manque pas d'intriguer. Contrairement aux États-Unis, où les dernières données font état d'un PIB plus que vigoureux, la zone euro a enregistré une [contraction](#) de 0,1 % (non annualisée) au troisième trimestre, un recul mené par l'Allemagne. Si ces estimations préliminaires se confirment, cela voudra dire que l'économie de la zone euro aura progressé au cours d'un seul des trois derniers trimestres. Aucune contraction importante n'aura cependant eu lieu au cours de cette période.

Ce portrait est similaire à celui du Canada, où les données sur le PIB par industrie publiées mardi pointent vers une possible contraction du PIB trimestriel de 0,1 % (annualisée) au troisième trimestre. Comme ce recul viendrait après un autre de 0,2 % au deuxième trimestre, l'idée que le Canada pourrait être entré en récession technique a fait couler beaucoup d'encre cette semaine. Cependant, plusieurs raisons nous incitent à prendre cette affirmation avec prudence. Tout d'abord, il y a souvent un écart entre les chiffres du PIB par industrie et le résultat final des comptes nationaux trimestriels. Il ne serait pas anormal que ce dernier soit légèrement positif, comme le [suggèrent](#) actuellement nos indicateurs de suivi (*Nowcast*). Ensuite, la contraction du deuxième trimestre a été plutôt faible, ce qui veut dire qu'une révision pourrait la transformer en un résultat nul ou même positif pour ce trimestre. Ainsi, même si une contraction se confirmait au troisième trimestre, nous ne serions pas nécessairement entrés en récession technique. Finalement, une récession technique est avant tout un avertissement. Avant de poser un diagnostic de récession, il faut évaluer rigoureusement divers indicateurs et s'assurer que les données ont été suffisamment révisées pour appuyer le verdict.

Si nous laissons de côté le débat peu constructif consistant à nous demander si nous vivons une légère récession technique ou un atterrissage en douceur, un meilleur descriptif pour la situation économique actuelle s'impose : « stagnation ». Certains seraient tentés de dire « stagflation », mais les plus

récentes données, tant en Europe qu'au Canada, montrent que l'inflation diminue plus rapidement que prévu. Si la croissance inférieure à son potentiel et les effets décalés de la politique monétaire contribuent à rapprocher l'inflation de la cible des banques centrales, la situation est différente des épisodes passés de stagflation. D'autant plus que les marchés de l'emploi parviennent à conserver une certaine vigueur, ce qui n'a pas été le cas lors des périodes de stagflation passées, caractérisées par des taux de chômage élevés.

La résilience de la plus grande économie mondiale est un facteur clé appuyant un scénario de base selon lequel l'économie stagnerait à peu près partout ailleurs à l'approche de 2024. Mais les risques baissiers demeurent importants, y compris pour les États-Unis. Si le [communiqué de la Réserve fédérale américaine \(Fed\)](#) de cette semaine n'a pas beaucoup changé par rapport au précédent, l'ajout d'une référence au resserrement des conditions financières n'y est pas anodin. La Fed indique ainsi qu'elle considère comme sérieux le risque de voir le resserrement persistant des conditions financières faire dérailler la croissance – au point d'envisager de sacrifier la hausse additionnelle que ses dirigeants croyaient justifiée il y a encore six semaines à peine. Et cela, malgré la forte impulsion de l'économie, notamment une croissance nettement supérieure à son potentiel au troisième trimestre, et malgré le fait que les gains d'emplois (également bien supérieurs aux attentes) en septembre aient été accompagnés d'une hausse du nombre de postes disponibles – et non d'une baisse. Heureusement, la productivité a fait diminuer les coûts unitaires de main-d'œuvre, et le resserrement des conditions financières a été le fait des primes de terme. Cela donne à la Fed une certaine latitude pour laisser le resserrement induit par le marché financier faire son travail tout en ayant confiance que le processus de désinflation suit son cours.

Mais que se passera-t-il si les conditions financières deviennent trop serrées? C'est là que la politique budgétaire peut devenir un élément déterminant. Actuellement, la gestion budgétaire des

TABLE DES MATIÈRES

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

États-Unis [se détériore](#) dans un contexte où les frais de service de la dette ont bondi et où on ne sait pas comment la situation sera redressée, ni à quel moment. Ainsi, la réaction du marché aux enjeux de viabilité des finances publiques est un souci pour les banques centrales, qui doivent intégrer les conditions financières dans leur calcul, mais qui se retrouvent contraintes (contrairement à 2019) dans leur capacité à agir avec crédibilité contre un nouveau resserrement de conditions financières. En effet, non seulement l'inflation n'est pas encore maîtrisée, mais les banques centrales doivent éviter de donner l'impression qu'elles sont de connivence avec les choix budgétaires.

Certes, ce n'est là qu'un nouvel exemple montrant comment les politiques budgétaires peuvent interférer avec la tâche des banques centrales. L'adoption de mesures expansionnistes entraînerait un risque de retarder le retour à une politique monétaire plus accommodante. C'est ce qu'a suggéré le gouverneur de la Banque du Canada (BdC), Tiff Macklem, lorsqu'il a indiqué aux sénateurs que les plans de dépenses gouvernementales pour 2024 contrecarraient les efforts de son institution pour ramener l'inflation à la cible.

Mais les gouvernements ne se veulent pas nécessairement irresponsables. Dans son énoncé économique automnal, la province de l'Ontario s'est engagée à maintenir la croissance des dépenses à 3,8 % pour l'exercice en cours et à seulement 2,0 % pour l'exercice suivant. Cela semble néanmoins ambitieux, car une croissance des dépenses de cette ampleur serait inférieure à la trajectoire suggérée par la combinaison de l'expansion démographique et de l'inflation qui sont anticipées l'an prochain. En d'autres termes, la plus grande province du Canada prévoit une contraction des dépenses par habitant, une fois qu'on corrige pour l'inflation. Si l'Ontario ne parvenait pas à maîtriser ses dépenses à ce niveau, cela ne la qualifierait pas de province exagérément dépensière, mais contribuerait à faire peser un risque à la hausse sur l'hypothèse de la Banque du Canada, qui s'attend déjà à ce que la croissance des dépenses publiques double l'an prochain. Il ne faut donc pas s'y tromper, les tensions entre les politiques budgétaires et monétaires qui se manifestent partout sont tout à fait palpables au Canada.

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 7 novembre - 15:00

Septembre	G\$ US
Consensus	10,00
Desjardins	10,00
Août	-15,62

VENREDI 10 novembre - 10:00

Novembre	
Consensus	64,0
Desjardins	62,5
Octobre	63,8

MARDI 7 novembre - 8:30

Septembre	G\$
Consensus	0,95
Desjardins	1,30
Août	0,72

MARDI 7 novembre - 2:00

Septembre	m/m
Consensus	-0,4 %
Août	-0,2 %

ÉTATS-UNIS

Crédit à la consommation (septembre) – Le crédit à la consommation a subi en août sa pire contraction depuis mai 2020. La baisse n’a toutefois pas été généralisée, car elle est due exclusivement à la diminution des prêts étudiants octroyés par le gouvernement fédéral. Le crédit renouvelable (cartes et marges de crédit) ainsi que les autres types de prêts à terme ont plutôt continué d’augmenter, et ce, malgré les hausses des taux d’intérêt. Ça devrait aussi être le cas en septembre. Les données hebdomadaires sur le crédit bancaire pointent vers un gain d’environ 10 G\$ US. Cela dit, de nouvelles variations causées par les prêts étudiants pourraient encore une fois changer la donne.

Indice de confiance des consommateurs de l’Université du Michigan (novembre – préliminaire) – L’indice de confiance de l’Université du Michigan est tombé en octobre à son plus bas niveau depuis le mois de mai. Entre août et octobre, il a perdu un total de 7,7 points. Il pourrait diminuer à nouveau en novembre. L’indice de confiance du Conference Board a d’ailleurs diminué à nouveau en octobre et ses mouvements précèdent souvent ceux de l’indice du Michigan. La Bourse est en baisse depuis un mois et les taux d’intérêt de détail se montrent plus élevés. Même les demandes initiales d’assurance-chômage relèvent un peu la tête, bien qu’elles demeurent très basses. Toutefois, les prix de l’essence ont continué de diminuer au cours des dernières semaines, ce qui pourrait être vu favorablement. Lorsque l’indice TIPP de novembre sera publié dans les prochains jours, il pourra nous donner une idée de l’évolution de l’indice de l’Université du Michigan au cours du présent mois. En attendant, on peut penser que l’indice passera à 62,5.

CANADA

Commerce international de marchandises (septembre) – Le surplus commercial du Canada devrait s’être accru en septembre. Du côté des exportations, la baisse de l’offre en provenance de l’OPEP+ a coïncidé avec la fin de la période de maintenance dans les raffineries américaines, ce qui a soutenu les exportations canadiennes de pétrole brut en septembre. Même si le dollar canadien s’est déprécié, les prix devraient aussi avoir appuyé les exportations le mois dernier, puisque les prix des matières premières ont augmenté. Quant aux importations, le ralentissement économique continuera de leur nuire. Les données utilisées dans nos prévisions laissent toutefois croire qu’une hausse de l’activité industrielle aura fait progresser les importations canadiennes, quoique la hausse sera probablement plus modeste que celle des exportations.

OUTRE-MER

Allemagne : Production industrielle (septembre) – La production industrielle allemande a subi cinq contractions mensuelles au cours des six derniers mois. La baisse totale depuis le sommet de février a atteint 4,4 %. La plupart des principales industries présentent des diminutions de production, à commencer par la métallurgie et les produits pharmaceutiques. Le secteur automobile s’est aussi contracté depuis les récents sommets, mais il a tout de même connu un rebond de 7,6 % en août. Il sera intéressant de savoir si ce secteur a continué de se relever en septembre et s’il sera accompagné des autres principales industries. Cela dit, la faiblesse de l’indice PMI manufacturier, à seulement 39,6 en septembre et à 40,8 en octobre, n’est pas de bon augure.

MERCREDI 8 novembre - 20:30

Octobre	a/a
Consensus	-0,2 %
Septembre	0,0 %

Chine : Indice des prix à la consommation (octobre) – L’inflation chinoise a fait du surplace le mois dernier alors que le prix du porc, un indicateur de la demande intérieure, a reculé de 22 % en variation annuelle. Cette faiblesse de la croissance des prix, qui perdure depuis sept mois, témoigne de la ténacité et de l’ancrage profond des problèmes auxquels la Chine fait face. Cela dit, l’inflation de base, excluant l’énergie et l’alimentation, affiche une croissance relativement stable depuis le début de l’année, autour de 0,8 % en variation annuelle. Pour les données d’octobre, le portrait est mixte. D’un côté, les mesures de relance annoncées par le gouvernement dans les derniers mois gagnent du terrain et devraient soutenir une hausse graduelle de l’inflation. De l’autre côté, les indices PMI du mois dernier ont affiché un recul inattendu tant du côté du secteur manufacturier que de celui du secteur non manufacturier, ce qui laisse croire à une faible croissance des prix.


VENDREDI 10 novembre - 2:00

T3 2023	t/t
Consensus	-0,1 %
T2 2023	0,2 %

Royaume-Uni : PIB réel (troisième trimestre) – L’économie britannique affiche des croissances trimestrielles depuis la fin de 2022. Les gains sont toutefois assez modestes, soit 0,1 % au dernier trimestre de 2022 et respectivement 0,3 % et 0,2 % au cours des deux premiers de la présente année. À moins d’un fort rebond de l’activité économique au cours du mois de septembre, une baisse du PIB réel est plausible pour l’ensemble du troisième trimestre de 2023. C’est que le PIB mensuel a chuté de 0,6 % en juillet, procurant ainsi un effet de base négatif substantiel. Cela dit, la Banque d’Angleterre a indiqué dans son récent Rapport sur la politique monétaire qu’elle s’attendait plutôt à une stagnation.


Indicateurs économiques

Semaine du 6 au 10 novembre 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 6	11:00	Discours d'une gouverneure de la Réserve fédérale, L. Cook				
MARDI 7	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Sept.	-60,5	-58,8	-58,3
	10:00	Discours d'un gouverneur de la Réserve fédérale, C. Waller				
	13:25	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Dallas, L. Logan				
	15:00	Crédit à la consommation (G\$ US)	Sept.	10,00	10,00	-15,62
MERCREDI 8	9:15	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
	10:00	Stocks des grossistes – final (m/m)	Sept.	0,0 %	0,0 %	0,0 %
JEUDI 9	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	30 oct-3 nov.	218 000	218 000	217 000
	9:30	Discours du président de la Réserve fédérale d'Atlanta, R. Bostick				
	12:00	Discours de la présidente par interim de la Réserve fédérale de Saint-Louis, K. O'Neill Paese				
	14:00	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
VENDREDI 10	10:00	Indice de confiance du Michigan – préliminaire	Nov.	64,0	62,5	63,8
	14:00	Budget fédéral (G\$ US)	Oct.	nd	nd	-171,0

CANADA

LUNDI 6	---	---				
MARDI 7	8:30	Balance commerciale (G\$)	Sept.	0,95	1,30	0,72
	11:00	Discours d'une sous-gouverneure de la Banque du Canada, S. Kozicki				
	---	Mise à jour économique et budgétaire 2023 du gouvernement du Québec				
MERCREDI 8	8:30	Permis de bâtir (m/m)	Sept.	1,1 %	-1,8 %	3,4 %
	13:30	Publication du résumé des délibérations du Conseil de direction de la Banque du Canada				
JEUDI 9	11:45	Discours de la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, C. Rogers				
VENDREDI 10	10:30	Publication de l' <i>Enquête auprès des responsables du crédit</i> de la Banque du Canada				

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 6 au 10 novembre 2023

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)	Oct.	84,20		77,83		
LUNDI 6								
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Sept.	-1,5 %	-3,0 %	3,9 %	-4,2 %	
Italie	3:45	Indice PMI composite	Oct.	47,7		49,2		
Italie	3:45	Indice PMI services	Oct.	48,5		49,9		
France	3:50	Indice PMI composite – final	Oct.	45,3		45,3		
France	3:50	Indice PMI services – final	Oct.	46,1		46,1		
Allemagne	3:55	Indice PMI composite – final	Oct.	45,8		45,8		
Allemagne	3:55	Indice PMI services – final	Oct.	48,0		48,0		
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – final	Oct.	46,5		46,5		
Zone euro	4:00	Indice PMI services – final	Oct.	47,8		47,8		
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI construction	Oct.	46,0		45,0		
Australie	22:30	Réunion de la Banque de réserve d'Australie	Nov.	4,35 %		4,10 %		
MARDI 7								
Allemagne	2:00	Production industrielle	Sept.	-0,4 %	-3,0 %	-0,2 %	-2,0 %	
Zone euro	5:00	Indice des prix à la production	Sept.	0,5 %	-12,5 %	0,6 %	-11,5 %	
MERCREDI 8								
Japon	0:00	Indicateur avancé – préliminaire	Sept.	108,7		109,2		
Japon	0:00	Indicateur coïncident – préliminaire	Sept.	114,7		114,6		
Allemagne	2:00	Indice des prix à la consommation – final	Oct.	0,0 %	3,8 %	0,0 %	3,8 %	
France	2:45	Balance commerciale (M€)	Sept.	nd		-8 202		
France	2:45	Compte courant (G€)	Sept.	nd		-0,8		
Italie	4:00	Ventes au détail	Sept.	nd	nd	-0,4 %	2,4 %	
Japon	18:50	Compte courant (G¥)	Sept.	2 269,7		1 634,9		
Chine	20:30	Indice des prix à la consommation	Oct.		-0,2 %		0,0 %	
Chine	20:30	Indice des prix à la production	Oct.		-2,8 %		-2,5 %	
JEUDI 9								
France	2:45	Salaires – préliminaire	T3	nd		1,0 %		
Zone euro	5:00	Ventes au détail	Sept.	-0,2 %	-2,9 %	-1,2 %	-2,1 %	
Mexique	14:00	Réunion de la Banque du Mexique	Nov.	11,25 %		11,25 %		
VENDREDI 10								
Royaume-Uni	2:00	Balance commerciale (M£)	Sept.	-2 600		-3 415		
Royaume-Uni	2:00	Construction	Sept.	-0,4 %	2,7 %	-0,5 %	2,3 %	
Royaume-Uni	2:00	Indice des services	Sept.	0,0 %		0,4 %		
Royaume-Uni	2:00	PIB mensuel	Sept.	-0,1 %		0,2 %		
Royaume-Uni	2:00	PIB réel – préliminaire	T3	-0,1 %	0,6 %	0,2 %	0,6 %	
Royaume-Uni	2:00	Production industrielle	Sept.	-0,1 %	1,1 %	-0,7 %	1,3 %	
Italie	4:00	Production industrielle	Sept.	-0,3 %	nd	0,2 %	-4,2 %	

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).