

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Sprint vers le taux neutre

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

Hier, nous avons publié notre [Prévisions économiques et financières](#), intitulée « Les banques centrales partent à l'assaut de l'inflation élevée ». Nous avons effectué d'importantes révisions à nos perspectives d'inflation et de croissance pour le Canada à la hausse pour 2022, mais à la baisse pour 2023.

Avec nos prévisions d'inflation rehaussées, et avec le rattrapage que les banques centrales ont à effectuer, nous avons ajusté perspectives pour les taux, sur deux aspects. Premièrement, nous estimons que nous sommes actuellement dans une phase de traitement de choc, qui mettra en scène le début du resserrement quantitatif, ainsi que des augmentations musclées des taux pour se rapprocher du point de neutralité. Actuellement, nous sommes d'avis que la Banque du Canada (BdC) décrètera une hausse de 75 points de base à sa prochaine réunion, en juin.

Deuxièmement, nous croyons que les banques centrales augmenteront leurs taux au-delà des niveaux sommets atteints lors du cycle précédent. Cela signifie un taux à un jour atteignant 2,25 % au Canada et un taux des fonds fédéraux passant à 3,25 % l'an prochain aux États-Unis. Ainsi, nous nous attendons maintenant à ce que la Réserve fédérale relève ses taux davantage au-dessus du point neutre que ce que la prévision médiane de ses dirigeants suggérait dernièrement.

Malgré la modération progressive de l'inflation que nous prévoyons, celle-ci ne redescendra pas sous la barre des 3 % avant l'année prochaine. De plus, il y a de nombreuses raisons de penser que cela pourrait même être plus long. Tout d'abord, comme nous en avons discuté récemment dans un [Commentaire hebdomadaire](#), les prix alimentaires sont l'un des principaux canaux par lesquels se manifestent les conséquences de la guerre en Ukraine sur le reste du monde. Le dernier rapport sur l'inflation au Canada a révélé la hausse la plus forte des prix à l'épicerie (8,7 %) depuis 2009. On peut toutefois supposer qu'il y en aura d'autres à l'avenir, au fur et à mesure que les effets

des événements en Ukraine se propageront dans la chaîne de transformation des aliments.

La chaîne d'approvisionnement est une deuxième raison. On espérait que l'année 2022 serait celle où nous commencerions à voir un adoucissement progressif des frictions. Au lieu de cela, nous avons eu la guerre en Ukraine et de nouveaux confinements en Chine. La pénurie de semi-conducteurs est loin d'être résolue et il y a encore beaucoup de places vides dans les cours des concessionnaires [automobiles](#). Augmenter les taux avec plus de vigueur ne résoudra pas directement ces problèmes, mais s'attaquera à l'une de leurs causes profondes, à savoir la forte demande.

La psychologie est une troisième raison. Compte tenu des facteurs qui sous-tendent la forte inflation, la campagne de normalisation des politiques est en partie un exercice de persuasion. Même si les mesures d'anticipations d'inflation à long terme demeurent ancrées, personne ne sait combien de temps les ménages et les entreprises conserveront leur confiance dans la capacité des banques centrales à maîtriser la situation. Au Canada, nous prévoyons que l'inflation aura dépassé la fourchette cible de la BdC pendant une période de 18 mois. On remarque déjà un changement dans les comportements, les entreprises osant davantage transmettre les augmentations de coûts à leurs clients sans craindre de perdre des parts de marché. Il s'agit d'un changement marqué par rapport à l'état d'esprit du cycle précédent. Plus l'inflation restera hors de contrôle longtemps, plus ce comportement s'enracinera.

Dans une économie où les travailleurs sont rares, cela signifie également qu'ils seront fortement incités à protéger leur pouvoir d'achat. Cela n'a pas nécessairement besoin de se traduire par des grèves. Il peut s'agir par exemple de changer d'emploi pour un autre mieux rémunéré, de demander à travailler moins pour le même salaire ou de refuser un poste qui ne paie pas assez. Les attentes en matière de prix et de salaires guideront

TABLE DES MATIÈRES

Réflexions de la semaine.....	1	Survol de la semaine.....	3	À surveiller	4	Indicateurs économiques	6
-------------------------------	---	---------------------------	---	--------------------	---	-------------------------------	---

ces comportements. C'est pourquoi les banques centrales font maintenant preuve d'autant d'empressement, elles qui doivent empêcher ces attentes de devenir démesurées. Le prix à payer sera un resserrement plus strict qu'au cours du dernier cycle. Ce faisant, il y a bel et bien un risque de raccourcir la durée du cycle d'expansion. C'est toutefois un risque que les banques centrales semblent maintenant prêtes à assumer.

Survol de la semaine

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne, Francis Généreux, économiste principal, Lorenzo Tessier-Moreau, économiste senior, et Hendrix Vachon, économiste principal

► **Plusieurs banquiers centraux ont envoyé de nouveaux signaux pour des hausses de taux d'intérêt musclées.**

Les taux obligataires ont continué d'augmenter cette semaine. Les taux américain et canadien de 10 ans dépassent tous les deux 2,90 %. L'inflation plus élevée que prévu au Canada a contribué à réduire l'écart entre les taux obligataires américains et canadiens. Aidés par de bons résultats d'entreprises, les marchés boursiers avaient plutôt bien débuté la semaine, mais la tendance est revenue à la baisse par la suite pour plusieurs indices.

► **Les prix à la consommation au Canada ont augmenté de 1,4 % en mars, pour un taux annuel de 6,7 %, soit le rythme le plus rapide depuis janvier 1991.**

Les prix de l'énergie au Canada ont continué d'être l'un des principaux facteurs de l'augmentation globale en mars en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui les a faits grimper à l'échelle mondiale au cours des derniers mois. Les prix de base désaisonnalisés ont augmenté de 0,6 % en mars et ont bondi de 4,6 % pour l'année en raison d'un certain nombre de facteurs. Les problèmes de la chaîne d'approvisionnement ont pris de l'ampleur, les prix des biens durables ayant grimpé en flèche. Par ailleurs, la réouverture générale de l'économie a permis aux entreprises de services de refilet les coûts plus élevés aux consommateurs. Il est clair que la Banque du Canada doit continuer d'agir avec vigueur pour contrer les pressions inflationnistes.

► **Les mises en chantier au Canada ont reculé en mars 2022, atteignant 246 000 unités sur une base désaisonnalisée.**

Il s'agit d'une baisse par rapport aux 250 000 unités enregistrées le mois précédent et aux quelque 300 000 recensées lors du pic du premier semestre de 2021. Cela dit, les mises en chantier à l'échelle nationale demeurent bien au-dessus du niveau annuel moyen d'environ 215 000 comptabilisées lors des années qui ont précédé la pandémie. En mars, le Québec et le Canada atlantique ont réalisé des progrès notables, mais ils ont été plus que contrebalancés par les baisses enregistrées en Ontario, en Colombie-Britannique et dans les Prairies. Parallèlement, les logements en construction sont demeurés à peu près stables au dernier mois du premier trimestre de 2022, tandis que les travaux d'achèvement ont légèrement augmenté au cours du mois.

► **En mars 2022, les ventes de maisons existantes ont connu leur pire recul depuis juin 2021, chutant de 5,4 % pour atteindre 55 000 unités.**

Environ 80 % de la baisse

s'est produite en Ontario, et plus précisément à Toronto, l'Alberta arrivant en deuxième place. Le reste du pays a connu des performances plus diversifiées. Parallèlement, le prix moyen des maisons a connu sa première baisse depuis juillet 2021, la Colombie-Britannique et l'Ontario ayant enregistré la plus forte diminution en dollars (environ -25 000 \$, respectivement) et l'Alberta affichant quant à elle la pire réduction relative (-3,6 %). Compte tenu de la hausse des taux d'intérêt, de la détérioration de l'abordabilité et des mesures prises pour accroître l'offre et réduire la demande des investisseurs, il pourrait s'agir du début d'un retour à des conditions plus typiques sur le marché canadien de l'habitation.

► **Les ventes au détail canadiennes ont déjoué les prévisions de contraction en février avec une hausse de 0,1 % durant le mois,**

bien que l'augmentation de 0,5 % des prix qui ait plus que compensé la baisse de 0,4 % du volume de ventes. Cela fait suite à une progression de 3,3 % en janvier. La modeste progression des ventes au détail en février est le résultat de gains dans 6 des 11 secteurs, notamment les stations-service grâce à la hausse des prix du carburant, les matériaux de construction en raison d'un marché de l'habitation toujours dynamique et dans les magasins de vêtements. À l'opposé, les ventes des concessionnaires de véhicules automobiles et de leurs pièces ont fortement diminué en février, reflétant sans doute en partie la récente flambée des prix des véhicules légers et de tout le reste. L'estimation provisoire de Statistique Canada pour les ventes au détail de mars est une hausse de 1,4 %.

► **Les mises en chantier américaines ont progressé de 0,3 % en mars,**

après une hausse bien plus forte de 6,5 % en février. Le niveau annualisé a ainsi atteint 1 793 000 unités, soit tout juste sous notre prévision. Sur l'ensemble du premier trimestre, le nombre de mises en chantier suggère une bonne contribution de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel, et ce, malgré les contraintes d'approvisionnement qui accablent aussi ce secteur.

► **Les ventes de maisons existantes ont diminué de 2,7 % en mars,**

aux États-Unis après une baisse de 8,4 % en février, mais un gain de 14,2 % en janvier. Autant dans ce secteur que pour les nouvelles constructions, on s'attend à ce que les hausses récentes et à venir des taux d'intérêt hypothécaires amènent tôt ou tard un ralentissement de l'activité au sein du marché de l'habitation.

À surveiller

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne,

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

MARDI 26 avril - 8:30

Mars	m/m
Consensus	1,0 %
Desjardins	1,1 %
Février	-2,1 %

MARDI 26 avril - 9:00

Février	a/a
Consensus	19,20 %
Desjardins	18,90 %
Janvier	19,10 %

MARDI 26 avril - 10:00

Avril	
Consensus	108,3
Desjardins	110,0
Mars	107,2

MARDI 26 avril - 10:00

Mars	taux ann.
Consensus	775 000
Desjardins	765 000
Février	772 000

JEUDI 28 avril - 8:30

T1 2022	taux ann.
Consensus	1,0 %
Desjardins	1,1 %
T4 2021	6,9 %

ÉTATS UNIS

Nouvelles commandes de biens durables (mars) – Malgré un fort rebond des commandes militaires d'avions, les nouvelles commandes de biens durables ont souffert en février d'un recul de 5,3 % de celles liées au secteur des transports. De plus, on remarque une rare diminution des commandes excluant les transports (-0,6 %). On s'attend à de meilleurs résultats des deux côtés pour le mois de mars. Les commandes chez Boeing pointent vers une hausse de la part de l'aviation civile tandis que les résultats de mars de la production industrielle suggèrent une bonne croissance du côté de l'automobile. Excluant les transports, on devrait aussi voir un retour vers une variation positive malgré une diminution notable de la composante « nouvelles commandes » de l'ISM manufacturier, soit de 61,7 à 53,8. Au total, les nouvelles commandes devraient afficher un gain de 1,1 % avec une hausse de 0,3 % excluant les transports.

Indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons existantes (février) – L'indice Case-Shiller a enregistré en janvier sa plus forte croissance mensuelle depuis mars 2013. Le gain de 1,8 % a permis à la variation annuelle de s'accélérer à nouveau pour atteindre 19,1 %. On s'attend à une autre forte croissance mensuelle, soit de 1,2 %, pour le mois de février, alors que le stock de maisons à vendre demeure très bas et que la demande est restée relativement forte. Un tel gain ferait passer la variation mensuelle à 18,9 %.

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board (avril) – Alors que d'autres indicateurs de confiance des ménages ont continué de s'enliser en mars, l'indice du Conference Board a affiché une étonnante résilience avec un gain de 1,5 point. La guerre en Ukraine et le bond des prix de l'essence ont moins affecté cet indice. Il est même envisageable que l'amélioration se soit poursuivie en avril. Le signal n'a pas été très bon il y a un mois, mais la baisse des prix de l'essence depuis la mi-mars risque tout de même de donner un autre élan positif. L'évolution de la Bourse et les inquiétudes liées à l'inflation demeurent cependant des éléments contraignants. On s'attend tout de même à ce que l'indice de Conference Board passe de 107,2 à 110,0.

Ventes de maisons neuves (mars) – La cadence des ventes de maisons individuelles neuves a ralenti depuis quelques mois. Après de fortes hausses à la fin de 2021, les ventes ont reculé de 8,4 % en janvier et de 2,0 % en février. Une autre baisse est prévue pour le mois de mars. C'est le signal donné par la contraction de 4,8 % des permis de bâtir de maisons individuelles en mars. On remarque aussi une diminution des demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat depuis le début de l'année. Cela dit, le niveau de l'indice de confiance des constructeurs reste élevé bien qu'en légère baisse depuis décembre. On s'attend à ce que le niveau des ventes passe de 772 000 à 765 000 unités.

PIB réel (T1 – première estimation) – La croissance du PIB réel a été très forte au dernier trimestre de 2021, alors que la production a été appuyée par une accélération de la variation des stocks des entreprises. On s'attend à ce que cet effet se soit partiellement renversé au cours du premier trimestre de 2022 et cette composante devrait donc amener une ponction non négligeable à la croissance. On prévoit aussi une contribution négative provenant du secteur extérieur, alors que les exportations réelles ont probablement diminué (les données préliminaires de mars sur le commerce de biens qui seront publiées mercredi nous en diront plus à ce sujet). Ces facteurs négatifs seront toutefois contrebalancés par une croissance assez forte de la consommation réelle surtout appuyée par les forts chiffres de janvier. On anticipe aussi des améliorations de l'investissement des entreprises et de la construction résidentielle. Somme toute, on s'attend à ce que le PIB réel affiche une hausse annualisée de 1,1 %, mais la demande intérieure finale pourrait montrer un gain supérieur à 4 %.

VENDREDI 29 avril - 8:30

Février	m/m
Consensus	0,8 %
Desjardins	0,8 %
Janvier	0,2 %

VENDREDI 29 avril - 5:00

Avril	m/m
Consensus	0,5 %
Mars	2,4 %

VENDREDI 29 avril - 5:00

T1 2022	t/t
Consensus	0,3 %
T4 2021	0,3 %

VENDREDI 29 avril - 21:30

Avril	
Consensus	48,0
Mars	49,5

CANADA

PIB réel (février) – Le PIB réel devrait progresser de 0,8 % en février par rapport au mois précédent, conformément au résultat provisoire publié par Statistique Canada. Cela reflète une solide performance des secteurs de la production de biens et de services. En ce qui concerne la production de biens, la fabrication et l'extraction des ressources devraient reprendre du poil de la bête au cours du mois. Dans le même temps, l'agriculture et la construction devraient progresser à nouveau en février, quoiqu'à un rythme plus lent qu'en janvier. Dans les industries des services, la réouverture après les confinements liés au variant Omicron a considérablement stimulé l'activité dans les secteurs des arts et de la culture et de l'hébergement et de la restauration. Cette percée s'est faite au détriment des volumes des ventes des détaillants et des grossistes, qui se sont contractés en février alors que les consommateurs ont choisi de se diriger vers les bars plutôt que de chasser les aubaines. Des résultats de cette ampleur en février assureraient pratiquement une progression du PIB réel au premier trimestre d'environ 4 % (par rapport au trimestre précédent à rythme annualisé).

OUTRE MER


Zone euro : Indice des prix à la consommation (avril – préliminaire) – L'inflation eurolandaise s'est nettement accélérée en février grâce au bond des prix de l'énergie causé par la guerre en Ukraine. Il sera intéressant de voir si la tendance haussière des prix s'est poursuivie en avril avec une généralisation à d'autres secteurs où si un sommet semble être atteint.

Zone euro : PIB réel (T1 – préliminaire) – Après de fortes croissances de 2,2 % au deuxième trimestre et de 2,3 % au troisième trimestre, le PIB réel de la zone euro a ralenti à la fin de 2021 avec un gain de seulement 0,3 %. Une partie de cette baisse de cadence provient du début de la vague Omicron de la COVID-19 qui a pu aussi affecter le début de 2022. Les hausses des prix de l'énergie ainsi que les problèmes déjà présents des chaînes d'approvisionnement qui se sont exacerbés avec la guerre en Ukraine ont aussi probablement nui à la croissance du PIB réel au premier trimestre de 2022. Une progression plutôt modeste du PIB réel eurolandais, semblable à celle de la fin de 2021, est donc attendue pour le début de la présente année.

Chine : Indice PMI manufacturier (avril) – Les confinements de grandes villes, notamment Shanghai, ont affecté les indices PMI chinois en mars et suggèrent que les problèmes d'approvisionnement deviennent encore plus aigus. Cela dit, la production industrielle chinoise s'est montrée plus forte que prévu en mars. Il sera donc intéressant de voir si les indices PMI continuent de s'enliser ou si la situation s'améliore un peu.


Indicateurs économiques

Semaine du 25 au 29 avril 2022

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 25	---	---				
MARDI 26	8:30	Nouvelles commandes de biens durables (m/m)	Mars	1,0 %	1,1 %	-2,1 %
	9:00	Indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons (a/a)	Févr.	19,20 %	18,90 %	19,10 %
	10:00	Confiance des consommateurs	Avril	108,3	110,0	107,2
	10:00	Ventes de maisons neuves (taux ann.)	Mars	775 000	765 000	772 000
MERCREDI 27	8:30	Balance commerciale de biens – préliminaire (G\$ US)	Mars	-105,0	-107,1	-106,3
	8:30	Stocks des détaillants (m/m)	Mars	nd	nd	1,1 %
	8:30	Stocks des grossistes – préliminaire (m/m)	Mars	1,8 %	nd	2,5 %
	10:00	Ventes en suspens de maisons existantes (m/m)	Mars	-0,5 %	nd	-4,1 %
JEUDI 28	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	18-22 avril	180 000	182 000	184 000
	8:30	PIB réel (taux ann.)	T1p	1,0 %	1,1 %	6,9 %
 VENDREDI 29	8:30	Indice du coût de l'emploi (t/t)	T1	1,1 %	1,1 %	1,0 %
	8:30	Revenu personnel (m/m)	Mars	0,4 %	0,3 %	0,5 %
	8:30	Dépenses de consommation (m/m)	Mars	0,7 %	0,9 %	0,2 %
	8:30	Déflateur des dépenses de consommation				
		Total (m/m)	Mars	0,9 %	0,9 %	0,6 %
		Excluant aliments et énergie (m/m)	Mars	0,3 %	0,2 %	0,4 %
		Total (a/a)	Mars	6,7 %	6,7 %	6,4 %
		Excluant aliments et énergie (a/a)	Mars	5,3 %	5,2 %	5,4 %
	9:45	Indice PMI de Chicago	Avril	61,5	62,5	62,9
	10:00	Indice de confiance du Michigan – final	Avril	65,7	65,7	65,7

CANADA

LUNDI 25	11:00	Discours du gouverneur de la Banque du Canada, T. Macklem				
MARDI 26	8:55	Discours d'un sous-gouverneur de la Banque du Canada, T. Lane				
MERCREDI 27	---	---				
JEUDI 28	---	---				
 VENDREDI 29	8:30	PIB réel par industrie (m/m)	Févr.	0,8 %	0,8 %	0,2 %

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 25 au 29 avril 2022

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 25								
Japon	1:00	Indicateur avancé – final	Févr.	nd		100,9		
Japon	1:00	Indicateur coïncident – final	Févr.	nd		95,5		
Allemagne	4:00	Indice Ifo – climat des affaires	Avril	89,0		90,8		
Allemagne	4:00	Indice Ifo – situation courante	Avril	95,9		97,0		
Allemagne	4:00	Indice Ifo – situation future	Avril	89,5		85,1		
Zone euro	5:00	Construction	Févr.	nd	nd	3,9 %	4,1 %	
Japon	19:30	Taux de chômage	Mars	2,7 %		2,7 %		
MARDI 26								

MERCREDI 27								
Japon	---	Réunion de la Banque du Japon	Avril	-0,10 %		-0,10 %		
Allemagne	2:00	Confiance des consommateurs	Mai	-16,0		-15,5		
France	2:45	Confiance des consommateurs	Avril	91		91		
Japon	19:50	Production industrielle – préliminaire	Mars	0,5 %	-1,4 %	2,0 %	0,5 %	
Japon	19:50	Ventes au détail	Mars	1,1 %	0,3 %	-0,8 %	-0,8 %	
JEUDI 28								
Japon	1:00	Mises en chantier	Mars		-0,5 %		6,3 %	
Suède	3:30	Réunion de la Banque de Suède	Avril	0,00 %		0,00 %		
Italie	4:00	Confiance des consommateurs	Avril	100,0		100,8		
Italie	4:00	Confiance économique	Avril	nd		105,4		
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		
Allemagne	8:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Avril	0,6 %	7,2 %	2,5 %	7,3 %	
VENDREDI 29								
France	1:30	Dépenses de consommation	Mars	-0,2 %	nd	0,8 %	-2,3 %	
France	1:30	PIB réel – préliminaire	T1	0,3 %	5,6 %	0,7 %	5,4 %	
Royaume-Uni	2:00	Prix des maisons – Nationwide	Avril	0,8 %	12,6 %	1,1 %	14,3 %	
France	2:45	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Avril	0,3 %	4,6 %	1,4 %	4,5 %	
Zone euro	4:00	Masse monétaire M3	Mars		6,2 %		6,3 %	
Allemagne	4:00	PIB réel – préliminaire	T1	0,2 %	3,8 %	-0,3 %	1,8 %	
Italie	4:00	PIB réel – préliminaire	T1	-0,3 %	5,7 %	0,6 %	6,2 %	
Zone euro	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Avril	0,5 %	7,5 %	2,4 %	7,5 %	
Zone euro	5:00	PIB réel – préliminaire	T1	0,3 %	5,1 %	0,3 %	4,6 %	
Italie	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Avril	0,6 %	6,7 %	1,2 %	6,7 %	
Russie	6:30	Réunion de la Banque de Russie	Avril	15,00 %		17,00 %		
Chine	21:30	Indice PMI manufacturier	Avril	48,0		49,5		
Chine	21:30	Indice PMI non manufacturier	Avril	46,2		48,4		

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).