

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Est-ce que tout est sous contrôle?

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

Après avoir eu de la difficulté à gérer les conditions financières au début de l'automne, les responsables de la Réserve fédérale (Fed) prennent maintenant des mesures correctives. La thématique « *higher-for-longer* » a prévalu tout au long de l'été, et la réunion du comité de politique monétaire du 20 septembre leur a donné l'occasion de modérer la poussée des taux d'intérêt. Les messages envoyés lors de cette rencontre ont toutefois eu l'effet contraire. Lors de la révision de leurs prévisions, les dirigeants de la Fed ont laissé entendre qu'ils adhéraient eux aussi à la notion de taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps. Ce qui est frappant, ce n'est pas seulement le fait que le taux des obligations américaines de 10 ans ait augmenté de 45 points de base entre la réunion et le 6 octobre, c'est aussi l'idée que cette augmentation est principalement attribuable à la prime du terme.

Un taux d'intérêt à long terme peut être décomposé en deux parties : le taux moyen prévu des fonds à un jour et une prime du terme qui compense le risque de fluctuations des taux d'intérêt. Cette composante représente un indicateur des conditions d'offre et de demande sur les marchés obligataires. La prime du terme a été négative pendant près de huit ans en raison des programmes massifs d'achat d'obligations des banques centrales. Toutefois, comme elles réduisent désormais leur bilan et que d'autres acheteurs d'obligations souveraines, auparavant fidèles, montrent moins d'appétit, la dynamique de l'offre et de la demande s'est modifiée, poussant la prime du terme vers le haut. Il faut noter que la dynamique d'offre et de demande évolue depuis un certain temps. Par exemple, les détentions chinoises et japonaises en obligations américaines ont diminué à un rythme accéléré depuis la pandémie. Dans ce contexte, la montée de la prime du terme semble même tardive.

L'ironie n'échappe à personne : divers dirigeants de la Fed ont prétendu surveiller attentivement les conditions financières cette semaine, au même moment où la publication du procès-verbal de leur réunion du 20 septembre a laissé entendre que ce sujet n'avait pas nécessairement été une priorité.

Certes, en admettant que l'escalade récente des taux obligataires rendait de nouvelles hausses des taux directeurs moins nécessaires, ils ont réussi à freiner quelque peu l'accroissement rapide de la pente de la courbe des taux et favorisé un rebond des actifs de risque. Ce dernier nous apparaît néanmoins temporaire, étant donné le contexte de valorisations boursières élevées.

L'épisode actuel pourrait par ailleurs laisser présager davantage de volatilité dans les mois à venir. La Fed est aux prises avec les complexités de la gestion des conditions financières lorsqu'on approche de la fin d'un cycle de resserrement, avec une prime du terme qui est sortie de sa torpeur. Elle a tout de même une solution si la situation devenait incontrôlable : elle pourrait réactiver son programme d'achat de titres de manière instantanée. Il s'agit bien sûr d'une solution de dernier recours, car elle serait très difficile à justifier dans un contexte d'inflation persistante et de marché du travail encore tendu.

Pour l'instant, la Fed demeure en mode prévention et tente d'infléchir en douceur les attentes de hausse des taux d'intérêt directeurs à court terme. L'augmentation supplémentaire qu'elle avait fait miroiter a constitué un tampon pratique. Mais si le *sell-off* obligataire venait à atteindre des niveaux qui ne pouvaient être contrôlés que par une position nettement plus conciliante (*dovish*), les communications deviendraient plus compliquées. Le fait que le *sell-off* ait repris après la publication, cette semaine, de l'IPC américain de septembre, plus élevé que prévu, nous indique que les données pourraient ne pas permettre un pivot convaincant avant un certain temps.

Le risque serait alors que les dommages causés par le resserrement des conditions financières nuisent à la stabilité financière, à l'image des turbulences du mois de mars dernier. Curieusement, les effets économiques de cet épisode deviennent aujourd'hui plus évidents. Le marché immobilier commercial est essentiellement gelé et les défauts de paiement s'y rattachant

TABLE DES MATIÈRES

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

s'accumulent. Il y a de plus en plus de pressions sur le prêt bancaire et le milieu corporatif doit composer avec des coûts de refinancement très élevés. Le tout survient alors qu'on estime que des obligations de sociétés d'une valeur de 5 500 G\$ arriveront à échéance mondialement l'an prochain. En parallèle, des risques budgétaires préoccupants touchent des pays comme l'Italie, dont les obligations sont cotées à seulement un grade au-dessus du statut d'obligations de pacotille. L'idée que les banques centrales puissent avoir moins d'influence sur les conditions financières devrait donc être une source d'inquiétude à ce stade-ci. C'est surtout vrai au Canada, où la dynamique de prime du terme est principalement influencée par des facteurs qui dépassent nos frontières, et qui sont ainsi déconnectés des considérations intérieures relatives à la sensibilité économique aux taux d'intérêt.

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 17 octobre - 8:30

Septembre	m/m
Consensus	0,6 %
Desjardins	-0,1 %
Août	0,6 %

MARDI 17 octobre - 9:15

Septembre	m/m
Consensus	0,0 %
Desjardins	0,0 %
Août	0,4 %

MERCREDI 18 octobre - 8:30

Septembre	taux ann.
Consensus	1 380 000
Desjardins	1 400 000
Août	1 283 000

JEUDI 19 octobre - 10:00

Septembre	taux ann.
Consensus	3 880 000
Desjardins	3 850 000
Août	4 040 000

ÉTATS-UNIS

Ventes au détail (septembre) – Les ventes au détail ont enregistré en août une assez bonne croissance, soit de 0,6 %, qui était cependant fortement appuyée par la hausse de la valeur des ventes auprès des stations-service. On s’attend à une croissance plus modeste de leur part pour le mois de septembre. On s’attend aussi à un gain du secteur automobile reflétant la hausse des ventes de véhicules neufs publiées plus tôt au cours du mois. Cependant, les autres composantes devraient généralement afficher des baisses de leurs ventes. C’est ce que suggèrent les données préliminaires sur les transactions par cartes. Des reculs notables sont appréhendés du côté de la restauration et des catégories liées aux biens durables (meubles, électroniques et centres de rénovation). Somme toute, une baisse de 0,1 % des ventes au détail est prévue alors que les ventes excluant les automobiles et l’essence devraient afficher une contraction de 0,3 %.

Production industrielle (septembre) – Après une croissance de 0,7 % en juillet, la production industrielle a progressé de 0,4 % en août, et ce, malgré une baisse notable du côté du secteur automobile. Ce secteur devrait enregistrer un nouveau recul en septembre. Les heures travaillées pointent vers une hausse, mais l’enquête sur le marché du travail a eu lieu avant le déclenchement de la grève dans certaines usines des trois grands constructeurs automobiles américains. Le conflit de travail devrait se manifester plus durement dans les chiffres de la production industrielle. Il amènera une baisse de l’ensemble de la fabrication, malgré un gain de 0,2 % prévu pour le secteur manufacturier excluant l’automobile. Le secteur minier et la production d’énergie devraient enregistrer de légères hausses mensuelles autour de 0,5 %. On prévoit une stagnation (0,0 %) de la production industrielle et une diminution de 0,2 % de la fabrication.

Mises en chantier (septembre) – Les nouvelles constructions résidentielles ont chuté de façon importante en août, affichant une baisse de 11,3 %. Le niveau annualisé est tombé à 1 283 000 unités, le plus bas depuis juillet 2019 si l’on exclut les premiers mois de la pandémie. Une partie de cette faiblesse est expliquée par le passage de l’ouragan *Hilary*, qui a frappé la Californie. Les mises en chantier dans l’ouest du pays ont d’ailleurs reculé de près de 30 %. On peut donc s’attendre à un rebond des mises en chantier dans cette région dès septembre. Les permis de bâtir ont d’ailleurs continué de progresser en août et il s’est créé 6 700 emplois dans la construction résidentielle en septembre, deux signes positifs pour les mises en chantier du mois dernier. Le ralentissement des ventes de maisons individuelles neuves et la nouvelle poussée des taux d’intérêt hypothécaires suggèrent cependant que les prochains mois pourraient s’avérer plus difficiles.

Ventes des propriétés existantes (septembre) – En subissant une deuxième baisse mensuelle consécutive, cette fois de 2,2 %, la revente de maisons a connu en août son niveau le plus bas depuis janvier dernier. On s’attend d’ailleurs à un autre recul pour septembre. La remontée des taux hypothécaires au cours de l’été a lourdement affecté les demandes de prêts et l’on a aussi pu voir l’effet sur les ventes de maisons en suspens. Les données régionales préliminaires pointent aussi vers une baisse des ventes de maisons existantes en septembre. Un recul sous les 3 900 000 unités est prévu.

JEUDI 19 octobre - 10:00

Septembre	m/m
Consensus	-0,4 %
Desjardins	-0,5 %
Août	-0,4 %

Indicateur avancé (septembre) – L'indicateur avancé continue de suggérer que l'économie américaine devrait ralentir très prochainement. Cela dit, le signal a été récemment moins prononcé qu'au début de l'année. On s'attend cependant à ce que le recul prévu pour septembre soit un peu plus marqué que les baisses de -0,2 % en juillet et de -0,4 % en août. Des contributions négatives provenant de la confiance des ménages, des permis de bâtir, de l'indice ISM et de l'écart des taux d'intérêt devraient amener une diminution mensuelle de 0,5 % de l'indicateur avancé en septembre.

CANADA
LUNDI 16 octobre - 8:30

Août	m/m
Consensus	nd
Desjardins	2,6 %
Juillet	5,3 %

Ventes des manufacturiers (août) – On s'attend à ce que les ventes du secteur de la fabrication aient augmenté de 1,9 % au Canada en août, pour un deuxième mois de croissance consécutif. Ce gain sera probablement fondé sur les hausses à la fois des prix et des volumes. La progression des prix est principalement attribuable à l'augmentation du coût de l'énergie et des produits pétroliers. En ce qui concerne les volumes, les exportations de moteurs et de pièces de véhicules ont augmenté en août, tout comme la production automobile, ce qui laisse présager une hausse des ventes de produits fabriqués dans ce secteur. Notre prévision d'une hausse de 1,9 % des ventes de ce secteur est nettement supérieure au résultat provisoire de 1,0 % de Statistique Canada.

MARDI 17 octobre - 8:15

Septembre	taux ann.
Consensus	nd
Desjardins	240 000
Août	252 800

Mises en chantier (septembre) – Nous continuons à anticiper un ralentissement des mises en chantier et prévoyons que les données de septembre n'indiqueront que 240 000 unités. Les ventes de propriétés existantes sont désormais clairement en baisse, tout comme l'emploi à l'échelle nationale dans le secteur de la construction ainsi que les permis de bâtir. Bien entendu, les constructeurs sont depuis longtemps confrontés à des pénuries de main-d'œuvre, à des coûts d'intrants élevés et à des taux d'intérêt en forte hausse. Il faut aussi surveiller les divergences régionales : la construction résidentielle a diminué beaucoup plus au Québec et en Alberta qu'en Ontario ou en Colombie-Britannique. Jusqu'à présent, la résilience de ces deux dernières provinces a empêché une baisse plus marquée des mises en chantier pour l'ensemble du pays.

MARDI 17 octobre - 8:30

Septembre	m/m
Consensus	nd
Desjardins	0,1%
Août	0,4 %

Indice des prix à la consommation (septembre) – Le taux annuel d'inflation est probablement demeuré à 4,0 % en septembre, ce qui reste beaucoup plus élevé que le taux de 2,8 % observé plus tôt cette année. Les prix de l'énergie ont été un peu plus bas pendant le mois, ce qui devrait exercer une pression à la baisse sur les chiffres totaux, après une forte augmentation en août. En excluant les composantes alimentaires et énergétiques, plus volatiles, on pourrait voir davantage de progrès dans la lutte contre l'inflation, car le taux annuel d'inflation de base devrait avoir diminué quelque peu en septembre. La hausse prévue de 3,5 % de l'inflation excluant les aliments et l'énergie serait la plus faible depuis novembre 2021. Cela dit, il sera important qu'une telle désinflation se manifeste également dans les deux mesures fondamentales de la Banque du Canada. Malheureusement, nous prévoyons que les taux annualisés sur trois mois de ces indicateurs devraient stagner dans la fourchette comprise entre 4,0 % et 4,5 %.

VENDREDI 20 octobre - 8:30

Août	m/m
Consensus	nd
Desjardins	0,5 %
Juillet	0,3 %

Ventes au détail (août) – En août, les ventes au détail ont probablement augmenté. Ce serait une cinquième hausse mensuelle consécutive. Selon nos prévisions, elles avanceront de 0,5 %, ce qui est supérieur à l'estimation préliminaire de Statistique Canada, qui était de -0,3 %. Les ventes d'automobiles plus solides ont probablement fait augmenter la mesure totale en août. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les chiffres des ventes au détail de base, qui excluent le secteur automobile, soient plus faibles. Nous estimons que le résultat total sera appuyé par les prix, car les prix de l'essence et des biens de base ont augmenté en août. Encore une fois, nous prévoyons que l'estimation préliminaire de Statistique Canada pour septembre montrera que la croissance s'accéléra, avec des ventes d'automobiles qui continueront de grimper pendant le mois.

MARDI 17 octobre - 22:00

T3 a/a


Consensus 4,5 %


T2 6,3 %**OUTRE-MER**

Chine : PIB réel (troisième trimestre) – Alors que le rebond postpandémique a poussé la croissance du PIB réel à 2,2 % en variation trimestrielle au premier trimestre, l'essoufflement rapide de l'impulsion a limité les gains au trimestre suivant avec une hausse de seulement 0,8 %. Cette piètre performance témoigne des répercussions de l'enlèvement du marché de l'habitation et de la faible reprise de la consommation, deux piliers importants de la croissance chinoise. Au troisième trimestre, le portrait est toutefois plus flou alors que les indices PMI ont affiché une récupération graduelle et que les exportations ont connu des baisses notables. Néanmoins, l'intensification des mesures de soutien du gouvernement porte à croire à une meilleure croissance du PIB réel durant cette période.

Indicateurs économiques

Semaine du 16 au 20 octobre 2023

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 16	8:30	Indice Empire manufacturier	Oct.	-5,5	-10,0	1,9
	10:30	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, P. Harker				
MARDI 17	8:00	Discours du président de la Réserve fédérale de New York, J. Williams				
	8:30	Ventes au détail				
		Total (m/m)	Sept.	0,3 %	-0,1 %	0,6 %
		Excluant automobiles (m/m)	Sept.	0,2 %	-0,3 %	0,6 %
	9:15	Production industrielle (m/m)	Sept.	0,0 %	0,0 %	0,4 %
	9:15	Taux d'utilisation de la capacité de production	Sept.	79,6 %	79,6 %	79,7 %
	10:00	Indice NAHB des constructeurs de maisons	Oct.	44	nd	45
	10:00	Stocks des entreprises (m/m)	Août	0,3 %	0,4 %	0,0 %
10:45	Discours du président de la Réserve fédérale de Richmond, T. Barkin					
MERCREDI 18	8:30	Mises en chantier (taux ann.)	Sept.	1 380 000	1 400 000	1 283 000
	8:30	Permis de bâtir (taux ann.)	Sept.	1 450 000	1 450 000	1 541 000
	14:00	Publication du Livre Beige				
JEUDI 19	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	9-13 oct.	214 000	212 000	209 000
	8:30	Indice de la Fed de Philadelphie	Oct.	-6,0	-10,0	-13,5
	10:00	Ventes de maisons existantes (taux ann.)	Sept.	3 880 000	3 850 000	4 040 000
	10:00	Indicateur avancé (m/m)	Sept.	-0,4 %	-0,5 %	-0,4 %
	12:00	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
	19:00	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Dallas, L. Logan				
VENDREDI 20	9:00	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, P. Harker				
CANADA						
LUNDI 16	8:30	Ventes des manufacturiers (m/m)	Août	nd	1,9 %	1,6 %
	8:30	Ventes des grossistes (m/m)	Août	nd	2,6 %	5,3 %
	10:30	Publication de l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada				
MARDI 17	8:15	Mises en chantier (taux ann.)	Sept.	nd	240 000	252 800
	8:30	Indice des prix à la consommation				
		Total (m/m)	Sept.	nd	0,1 %	0,4 %
	Total (a/a)	Sept.	nd	4,0 %	4,0 %	
MERCREDI 18	---	---				
JEUDI 19	8:30	Indice des prix des matières brutes (m/m)	Sept.	nd	0,9 %	3,0 %
	8:30	Indice des prix des produits industriels (m/m)	Sept.	nd	0,3 %	1,3 %
VENDREDI 20	8:30	Ventes au détail				
		Total (m/m)	Août	nd	0,5 %	0,3 %
		Excluant automobiles (m/m)	Août	nd	0,4 %	1,0 %

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

Indicateurs économiques

Semaine du 16 au 20 octobre 2023

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes		
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a	
OUTRE-MER								
LUNDI 16								
Japon	0:30	Production industrielle – final	Août	nd	nd	0,0 %	-3,8 %	
Zone euro	5:00	Balance commerciale (G€)	Août	nd		2,9		
MARDI 17								
Japon	0:30	Indice de l'activité tertiaire	Août	0,3 %		0,9 %		
Royaume-Uni	2:00	Taux de chômage ILO	Août	4,3 %		4,3 %		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation courante	Oct.	-80,5		-79,4		
Allemagne	5:00	Indice ZEW – situation future	Oct.	-9,02		-11,4		
Chine	22:00	PIB réel	T3	1,2 %	4,5 %	0,8 %	6,3 %	
Chine	22:00	Production industrielle	Sept.		4,3 %		4,5 %	
Chine	22:00	Ventes au détail	Sept.		4,9 %		4,6 %	
MERCREDI 18								
Corée du Sud	---	Réunion de la Banque de Corée	Oct.	3,50 %		3,50 %		
Japon	0:30	Balance commerciale (G¥)	Sept.	-500,4		-555,7		
Royaume-Uni	2:00	Indice des prix à la consommation	Sept.	0,4 %	6,5 %	0,3 %	6,7 %	
Royaume-Uni	2:00	Indice des prix à la production	Sept.	0,3 %	-0,2 %	0,2 %	-0,4 %	
Italie	4:00	Balance commerciale (M€)	Août	nd		6 375		
Zone euro	5:00	Construction	Août	nd	nd	0,8 %	1,0 %	
Zone euro	5:00	Indice des prix à la consommation – final	Sept.	0,3 %	4,3 %	0,3 %	5,3 %	
JEUDI 19								
France	2:45	Confiance des entreprises	Oct.	99		100		
France	2:45	Perspectives de production	Oct.	-8		-6		
Zone euro	4:00	Compte courant (G€)	Août	nd		20,9		
Italie	4:30	Compte courant (M€)	Août	nd		5 156		
Royaume-Uni	19:01	Confiance des consommateurs	Oct.	-20		-21		
Japon	19:30	Indice des prix à la consommation	Sept.		3,0 %		3,2 %	
VENDREDI 20								
Allemagne	2:00	Indice des prix à la production	Sept.	0,4 %	-14,2 %	0,3 %	-12,6 %	
Royaume-Uni	2:00	Ventes au détail	Sept.	-0,4 %	-0,1 %	0,4 %	-1,4 %	
France	2:45	Ventes au détail	Sept.		nd		-4,0 %	

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).