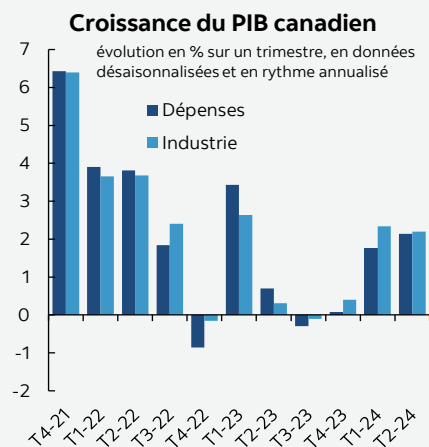


Contributeurs

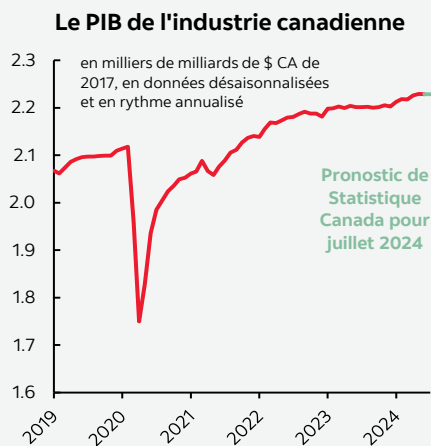
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
Études économiques de la Banque Scotia
416.863.7707
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

L'économie privée du Canada déçoit, mais la demande refoulée est-elle sur le point de se défaire?

- L'économie du Canada semble bien se porter pour des raisons ténues.
- le gouvernement a porté 80 % de la croissance du PIB au T2...
- ... essentiellement parce qu'il a versé à ses travailleurs des paiements rétroactifs.
- L'économie privée a été essentiellement paralysée.
- Son élan ne s'est pas répercuté sur la croissance du PIB au T3.
- À l'heure où les effets produits par le gouvernement se dissipent au T3...
- ... la croissance du PIB ne se réalisera qu'en dépensant l'épargne thésaurisée des consommateurs.
- La BdC devrait abaisser ses taux de -25 points de base la semaine prochaine en écoutant les arguments sur la demande refoulée et en évitant une plus forte baisse des taux.
- Les consommateurs américains pourraient venir appuyer le Canada.

PIB canadien, évolution en % sur un trimestre au T2 en données désaisonnalisées et en rythme annualisé :

Données réelles : 2,1

Scotia : 1,8

Consensus : 1,8

Auparavant : 1,8 (révisé à partir de 1,7)

PIB canadien, juin, sur un mois en données désaisonnalisées, évolution en % :

Données réelles : 0,0

Scotia : 0,0

Consensus : 0,1

Auparavant : 0,1 (révisé à partir de 0,2)

Chiffre « éclair » du PIB en juillet : 0 % (« essentiellement inchangé »)

L'économie du Canada a affiché un piètre rendement au T2 si on sort le gouvernement de l'équation; l'économie a aussi paru se ralentir en passant du deuxième au troisième trimestre de l'année civile. C'est le point de vue que j'ai livré au personnel et aux clients rapidement après l'heure de tombée de 8 h 30 (HE) par opposition aux premières interprétations publiées sur les fils de presse.

L'IMPRESSION EST BONNE UNIQUEMENT EN SURFACE

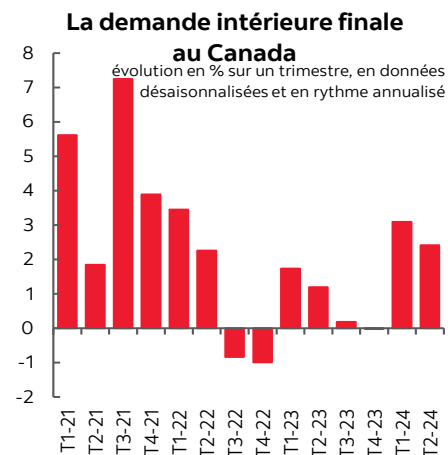
En surface, la croissance de 2,1 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé au T2 a déjoué les attentes de quelques dixièmes de point. Ce chiffre a aussi été révisé à la hausse d'un dixième de point, soit à 1,8 %, au T1.

Le graphique 1 paraît impressionnant si on le compare aux distorsions qui ont fait plonger la croissance en 2023. Il en va de même du graphique 2, qui passe à vitesse supérieure dans le tracé du PIB mensuel.

Le graphique 3 en fait autant : il donne une idée de la demande intérieure finale (qui retranche les stocks et les échanges commerciaux pour s'en tenir à l'économie intérieure).

Le problème réside dans les facteurs qui ont porté la croissance (et dans ceux qui ne l'ont pas portée) — de même que dans le fait que les vecteurs de croissance ont été probablement de très courtes durées. Il s'agit d'un exemple théorique des effets trompeurs du PIB.

Graphique 3



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

LA CROISSANCE S'EXPLIQUE ESSENTIELLEMENT PAR LES PAIEMENTS RÉTROACTIFS DU GOUVERNEMENT À SES TRAVAILLEURS

La composition de la croissance du T2 n'a pas été exceptionnelle, comme l'indique le graphique 4.

Après deux trimestres de solides gains de 3 % et plus sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé dans la consommation réelle au T4 de 2023 et au T1 de 2024, le T2 de 2024 piétine en dépassant la consommation réelle d'à peine 0,6 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé, tout en apportant 0,3 point de pourcentage à peine à la croissance annualisée du T2 (graphique 5).

La croissance du PIB au T2 s'explique par les dépenses de l'État, qui ont apporté 1,3 point de pourcentage à la croissance du PIB sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé du point de vue de l'apport pondéré. En outre, les investissements de l'État dans les infrastructures ont apporté encore 0,4 point de pourcentage. Dans l'ensemble, le gouvernement est intervenu pour environ 80 % dans la croissance du PIB au T2. Cette dépendance vis-à-vis du secteur public est déconcertante. Essentiellement, ce ne sont pas les gouvernements qui créent la richesse. Ils peuvent instituer des conditions positives ou négatives pour la croissance et transférer la richesse; c'est toutefois le secteur privé qui crée la richesse, et il a été anémique durant le T2.

D'où viennent donc toutes ces dépenses de l'État? Il s'agit essentiellement des hausses de salaire rétroactives versées aux travailleurs de l'État aux différents échelons du gouvernement et qui entrent dans le calcul des dépenses de l'État dans les Comptes du PIB. Statistique Canada a noté que les hausses de salaire rétroactives versées par le gouvernement fédéral ont joué un rôle transitoire en musclant les dépenses de l'État :

« Les dépenses des administrations publiques se sont accrues de 1,5 % au deuxième trimestre, tous les ordres de gouvernement ayant affiché des hausses de la rémunération des salariés, qui constitue une dépense pour les administrations publiques, et des heures travaillées. »

Or, le gain des dépenses de l'État paraît généralisé à tous les niveaux. Voici ce qu'a déclaré à ce sujet Statistique Canada :

« La rémunération des salariés a progressé de 1,6 % au deuxième trimestre, après avoir augmenté de 1,5 % au premier trimestre. La croissance enregistrée au deuxième trimestre est principalement attribuable à l'augmentation des salaires dans les secteurs des soins de santé et de l'assistance sociale, des services d'enseignement et de la finance et des assurances. Les paiements rétroactifs liés aux décisions d'arbitrage pour les membres de la Fédération des enseignantes/enseignants des écoles secondaires de l'Ontario et de la Fédération des enseignantes et des enseignants de l'élémentaire de l'Ontario ont grandement contribué à la hausse des salaires dans les services d'enseignement. »

Et on dit que le gouvernement prend soin de lui? Il faudrait peut-être s'assurer que ses travailleurs s'en souviendront au moment des élections. L'économie canadienne sera privée de cet effet au T3. Il faudrait donc que les autres vecteurs de la croissance reprennent du mieux!

Les investissements dans le logement ont rogné 0,6 point de pourcentage sur le PIB.

Les investissements des entreprises ont renchéri le PIB de 0,9 point de pourcentage, essentiellement grâce aux dépenses d'équipement, ce qui est une bonne nouvelle.

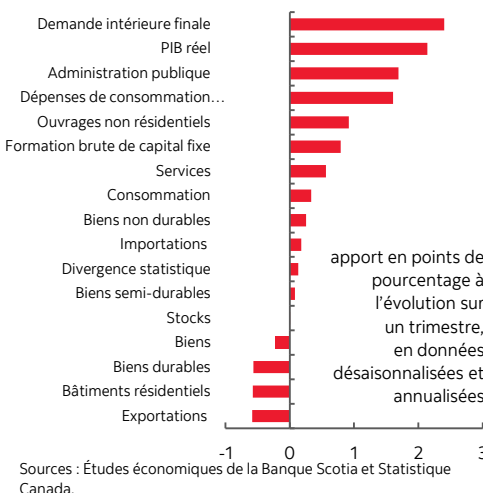
Les exportations ont soustrait 0,6 point de pourcentage, et les importations ont ajouté 0,2 point de pourcentage.

Les stocks ont été léthargiques et n'ont rien apporté (graphique 6).

En bref, le T2 est un bulletin des résultats, pour le Canada, des efforts du gouvernement étayés par les dépenses d'équipement.

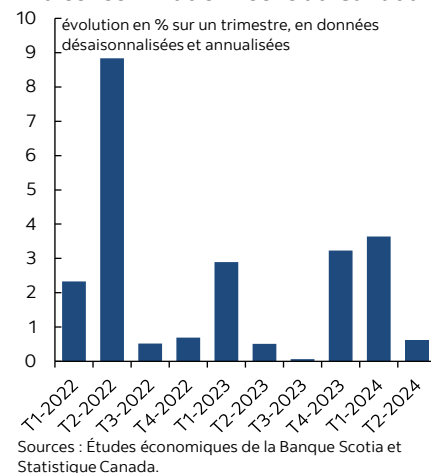
Graphique 4

Les apports pondérés des secteurs au PIB réel dans le T2 de 2024



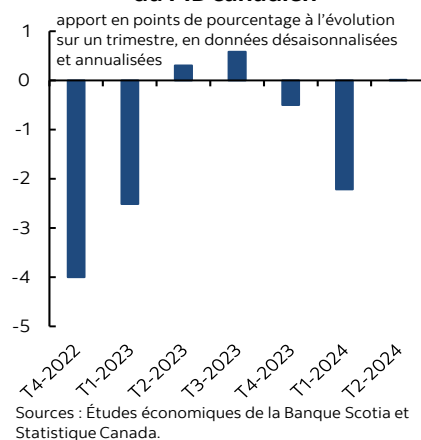
Graphique 5

La consommation réelle au Canada



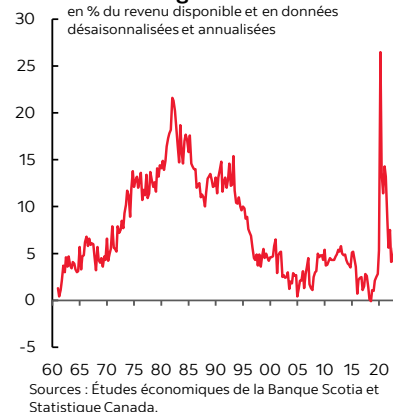
Graphique 6

Les stocks pèsent sur la croissance du PIB canadien



Graphique 7

Le taux d'épargne des ménages canadiens



CE QUE LES GOUVERNEMENTS FERONT DE CE RAPPORT

Il faut donc établir le lien entre cet élan et la Mise à jour économique et budgétaire du gouvernement fédéral à l'automne. Chrystia Freeland et consorts considéreront que cet élan confirme que les dépenses de l'État constituent la pierre angulaire de l'économie et que l'on ne pourrait pas réalisme s'en passer. C'est exagéré du point de vue tendanciel, et après tout, il ne s'agit que d'un trimestre. Or, l'année électorale se profile à l'horizon et l'équipe dépensière de Justin Trudeau, Jagmeet Singh et Chrystia Freeland viendra probablement amorcer les pompes, d'autant plus que leurs résultats dans les sondages sont atroces.

LA CONSOMMATION REPRENDRA-T-ELLE?

Il se peut que cette richesse gênante, soudainement déployée parmi les employés de l'État, soit dépensée au T3 ou pendant la saison des emplettes des Fêtes. Il faut alors supposer que ces sommes ne continueront pas d'être thésaurisées. Le taux de l'épargne des particuliers augmente depuis un certain temps maintenant (graphique 7), peut-être en partie en raison de motifs de précaution et, dans certains cas, en prévision des renouvellements hypothécaires, même si la remontée des facteurs porteurs du marché obligataire, soit les prêts hypothécaires à taux fixe, amoindrit cet effet. On ne sait pas vraiment si l'épargne thésaurisée sera dépensée ou si elle continuera de s'empiler et pendant combien de temps elle le fera; or, il faudra probablement que les dépenses de consommation s'accroissent à l'aube du T3 pour compenser l'impact de la croissance du PIB sur le moment où le relèvement des dépenses de l'État, causé par les débours de salaires rétroactifs, s'inversera et fera plonger la croissance.

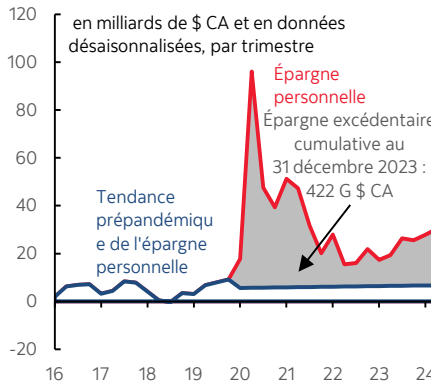
Toujours est-il que le taux d'épargne des ménages du Canada est relativement élevé, à 7,2 % du revenu disponible. Contrairement aux ménages américains, les ménages canadiens cumulent une épargne excédentaire.

Les graphiques 8 à 11 font état des points que j'ai évoqués précédemment à ce sujet. En tenant compte de facteurs plus étroits (graphiques 8 et 9) et plus vastes (graphiques 10 et 11), il semble que les ménages canadiens épargnent abondamment en prévision des jours sombres et pluvieux ou encore pour organiser toute une fête.

LE RALENTISSEMENT

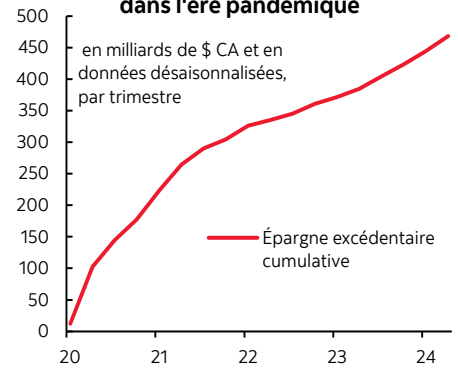
La question de savoir si l'épargne refoulée sera dépensée est essentielle pour les perspectives. Parce que les dépenses de l'État dans les débours de salaires rétroactifs s'inverseront au T3, la consommation doit s'accroître. C'est le cas en particulier depuis que les chiffres mensuels du PIB présagent d'un freinage drastique de l'élan économique au T3.

Graphique 8
Le Canada toujours en surépargne pandémique!



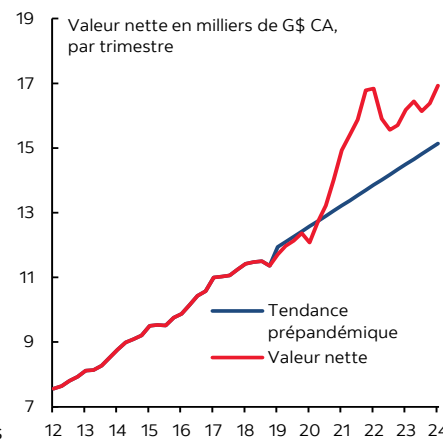
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 9
L'épargne excédentaire agrégée cumulative du Canada dans l'ère pandémique



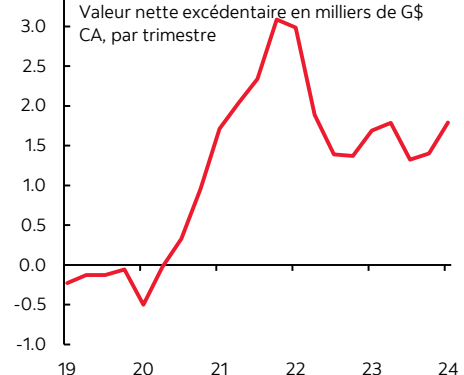
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 10
La valeur nette du Canada



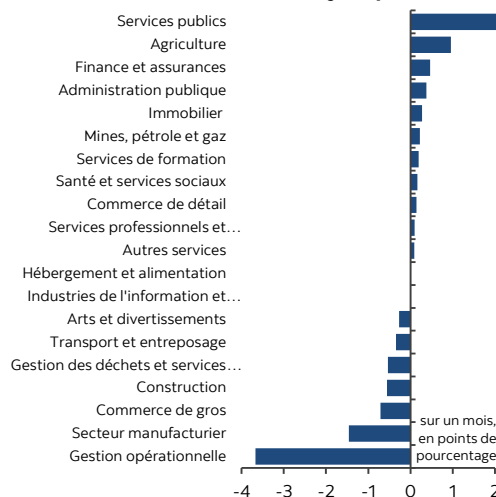
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 11
La valeur nette excédentaire du Canada par rapport à la tendance de l'ère pré-pandémique



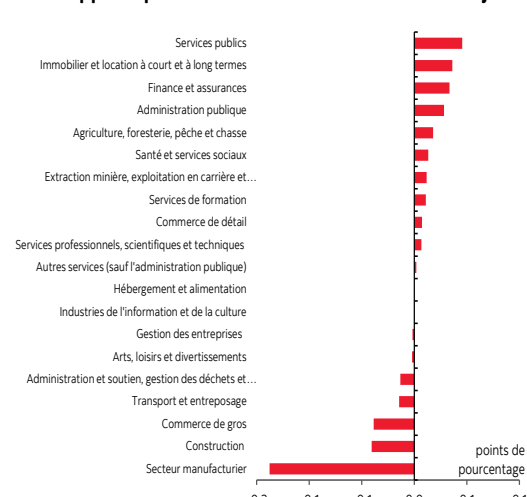
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 12
La croissance du PIB réel de juin par secteur



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Graphique 13
Les apports pondérés des secteurs au PIB réel de juin



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Statistique Canada.

Le PIB de juin et le pronostic initial du PIB de juillet ont été en berne. Je suis étonné par les chiffres de juillet, compte tenu de la vigueur des autres résultats, et je suis donc également sceptique en attendant de prendre connaissance des chiffres raffermissés dans un mois.

Les graphiques 12 et 13 font état de la croissance du PIB en juin par secteur en chiffres bruts et en fonction des apports pondérés sectoriels à l'ensemble de la croissance du PIB. On ne donne pas les détails de juillet, sauf en livrant un pronostic verbal très sommaire.

Pour l'heure, le Canada ne connaît pas d'élan qui pourrait se répercuter sur le PIB du T3. J'entrevois une croissance du PIB d'à peine 0,1 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé au T3 d'après le T2 et l'estimation éclair de juillet. Le ralentissement de l'élan en juin et en juillet s'est répercuté sur le calcul du T3.

Ce qui constitue un risque, c'est la projection de la BdC, soit 2,8 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé pour le PIB du T3, compte tenu de la paralysie de l'élan jusqu'à maintenant. La grève des chemins de fer et ses préparatifs pourraient bien peser légèrement sur le PIB d'août.

Le consommateur américain pourrait continuer d'être un allié de l'économie canadienne par le truchement du compte des échanges commerciaux. Les chiffres de ce matin laissent entrevoir, à nouveau pour le T3 (graphique 14), des dépenses de consommation réelles aux États-Unis de 3 % sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé.

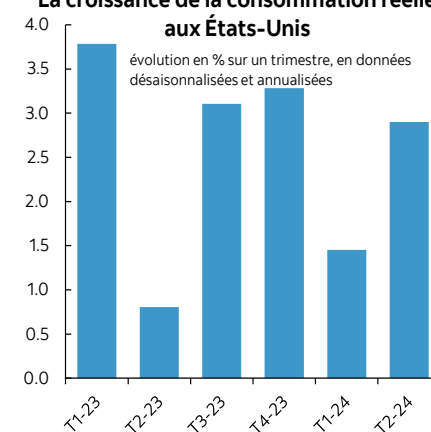
LA BdC DOIT ABAISSER SES TAUX DE -25 POINTS DE BASE LA SEMAINE PROCHAINE

La BdC prendra l'ensemble de ce rapport pour justifier, mercredi prochain, une baisse largement attendue d'un quart de point, et un parti pris conciliant et continu, pour reporter la décision en octobre, au moment de son compte rendu prévisionnel complet. Je croisais qu'elle révisera probablement à la baisse son estimation de 2,8 % du PIB au T3, sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé, par rapport au RPM de juillet dans le RPM d'octobre. Mais pour l'instant, elle souhaitera surveiller les arguments portant sur la demande refoulée. L'incertitude quant à savoir si la consommation freinée au T2, après le solide gain au T4 et au T1, est une tendance émergente, ou temporaire si la demande refoulée se défoule, devrait la prémunir contre des baisses démesurées parmi les autres raisons qui l'amèneraient à ne pas le faire et que j'expliquerai dans mon compte rendu hebdomadaire plus tard aujourd'hui.

Selon une autre mise en garde sur l'inflation pour la BdC, la productivité de la main-d'œuvre au T2 dans le secteur de l'entreprise (à publier jeudi prochain) paraît atroce. La croissance des salaires réels monte en flèche alors que la productivité plonge, ce qui renforce le risque inflationniste. La productivité du secteur de l'entreprise a paru très faible au T2 de concert avec un énorme gain dans les heures de travail, ce qui veut dire que le problème de la productivité s'est considérablement aggravé.

Graphique 14

La croissance de la consommation réelle aux États-Unis



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et BEA.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.