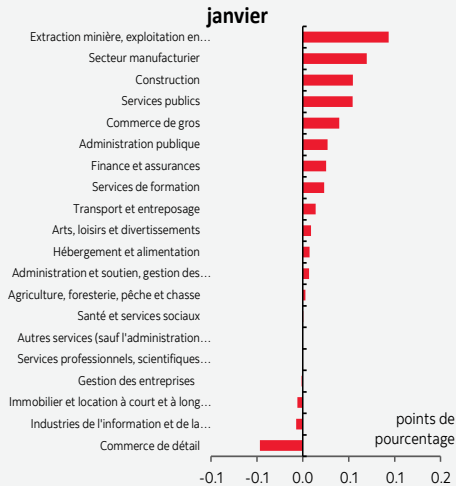


Contributeurs

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

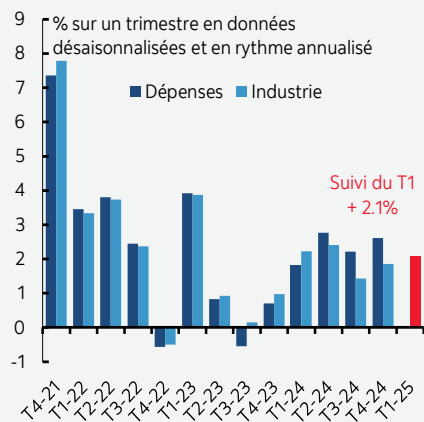
Graphique 1

Apports pondérés des secteurs au PIB réel de janvier



Graphique 2

La croissance du PIB canadien



Les marchés font fi de la vigueur du PIB canadien et de l'inflation américaine qui s'emballe, mais ont sans doute surréagi aux déclarations de Donald Trump

- L'économie canadienne a été vigoureuse en décembre et en janvier.
- Elle s'est mieux portée en février et pourrait enchaîner les gains en mars.
- Ces quatre trimestres de forte croissance font écho à un discours plus optimiste que le consensus.
- Or, l'économie risque de dégringoler puisque Donald Trump s'en prend à la croissance mondiale.
- Aux États-Unis, l'inflation s'est emballée plus qu'attendu : le FOMC ne sera pas content des détails.
- Les sources de croissance des revenus expliquent les raisons pour lesquelles les coupes du DOGE sont défaillantes jusqu'à maintenant.
- Leur mise en œuvre porterait un dur coup à la base de Donald Trump.
- L'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan a été révisé à la baisse, et les attentes inflationnistes ont été révisées à la hausse.
- Le discours de la Fed se durcit de plus en plus.
- Les marchés ont traité les communiqués comme des artefacts statistiques sur fond de risques prospectifs.
- Donald Trump s'est engagé à se réunir avec Mark Carney — s'il est élu premier ministre —, mais non avant des semaines après les menaces tarifaires.

PIB canadien, évolution en % sur un mois, en données désaisonnalisées, janvier 2025

Données réelles : 0,4

Scotia : 0,4

Consensus : 0,3

Auparavant : 0,3 (données révisées à partir de 0,2)

Pronostic « éclair » du PIB de février : « essentiellement inchangé »

L'économie canadienne se portait plutôt bien avant que Donald Trump intervienne.

Le PIB a gagné 0,4% sur un mois, en données désaisonnalisées, en janvier, soit un cran au-dessus du précédent pronostic de Statistique Canada et de l'estimation de consensus, tout en correspondant à ma propre estimation. Les surprises ont pesé sur les deux volets des données de janvier, qui ont été à la fois plus solides qu'attendu.

Le graphique 1 donne la répartition sectorielle des apports pondérés à la croissance du PIB en janvier. Le seul point faible notable a été le commerce de détail parce que le congé de TPS/TVH sur certains biens et services a pris fin au milieu du mois. La vigueur de l'économie a donc eu une grande ampleur.

L'économie a clos 2024 plus vigoureusement que ce qu'on avait cru

D'une part, il y a le PIB de décembre, qui a été révisé à la hausse d'un cran, à 0,3 % sur un mois, ce qui veut dire que l'économie a terminé 2024 plus vigoureusement que ce qu'on avait jugé auparavant. Le résultat de janvier est donc encore plus impressionnant, puisque normalement, un meilleur bond du PIB de décembre aurait plus difficilement permis à l'économie de connaître une forte croissance en janvier. On n'a pas apporté d'autres révisions aux mois précédents.

Le PIB de février a été meilleur que ce qu'on craignait

De l'autre côté, pendant que je m'inquiétais du risque de baisse en février, Statistique Canada a plutôt pronostiqué que le PIB de ce mois était « essentiellement inchangé », ce qui m'a étonné, puisque la plupart des autres données que nous suivons s'orientaient vers une baisse, dont la moindre n'est pas le fléchissement relativement important de 1,3 % sur un mois, en données désaisonnalisées, des heures de travail. Je reviendrai sur ce point.

Qu'est-ce qui explique le gain de février? L'explication n'est pas claire, puisque Statistique Canada se contente d'un vague pronostic verbal sur ses estimations éclair sans donner de chiffres détaillés. Voici ce qu'elle avait à dire :

Le 28 mars 2025

« Les hausses observées dans le secteur de la fabrication et dans le secteur de la finance et des assurances ont été contrebalancées par les baisses enregistrées dans le secteur des services immobiliers et des services de location et de location à bail, dans le sous-secteur de l'extraction de pétrole et de gaz et dans le secteur du commerce de détail. »

Le gain du PIB de l'activité manufacturière à valeur ajoutée — malgré le fléchissement de livraison — pourrait s'expliquer par la production en aval à expédier par la suite avant l'imposition des surtaxes. Il faut que le gain pronostiqué dans le secteur de la finance, de l'assurance et de l'immobilier ait été assez important pour compenser les autres secteurs anémiques. Ou encore, il se peut aussi que le pronostic soit révisé dans un mois lorsqu'on publiera les chiffres plus précis. Selon une autre possibilité, de larges pans de l'économie comme les services et les ressources publient leurs résultats selon des décalages à la fois longs et variables; il se peut donc que Statistique Canada dispose de données meilleures que celles qui sont diffusées publiquement.

La croissance du PIB du T1 s'inscrit probablement à 2 %+ sur un trimestre en données désaisonnalisées et en rythme annualisé d'après la mouture présentée cet avant-midi par Statistique Canada. Tout ceci pour dire que le PIB du T1 pourrait être le dernier des résultats respectables après la croissance de 2,25 % à 2,75 % dans chacun des T2, T3 et T4 de 2024, et une croissance comparable au T1 de 2025 (graphique 2). Ma thèse selon laquelle l'économie canadienne rebondissait grâce à des dépenses de consommation plus haussières que le funeste consensus a donné d'assez bons résultats pendant plusieurs trimestres jusqu'à ce que Donald Trump intervienne. Aujourd'hui, les incidences pour la BdC sont très incertaines à terme puisqu'elle doit composer avec les baisses de la croissance et les hausses de l'inflation.

L'INFLATION SOUS-JACENTE AMÉRICAINE EMPÊCHE LE FOMC DE BOUGER

L'inflation des DCM de base aux États-Unis s'est un peu plus emballée qu'attendu, à 0,365 % sur un mois en données désaisonnalisées, chiffre arrondi à 0,4 %. En rythme annualisé de 4,5 %, c'est simplement beaucoup trop au goût du FOMC (graphique 3).

Les détails sont même plus déconcertants pour le FOMC, et certains autres membres du comité ont durci le ton par la suite. Mary Daly, présidente de la Réserve fédérale de San Francisco, a prôné la patience; or, elle croit toujours que deux baisses de taux plus tard cette année sont possibles. Beth Hammack, de Cleveland, a déclaré qu'il y a lieu d'être « très patient ». Jim Bullard, ancien gouvernant de la Fed, a affirmé que la probabilité d'une hausse des taux de la Fed augmente.

Le graphique 4 nous apprend que l'inflation des biens s'est un peu calmée, mais reste trop élevée, alors que l'inflation des services s'est accélérée.

De plus, l'inflation des services de base des DCM, sauf le logement, a pris de la vitesse pour s'inscrire à 4,4 % sur un mois en rythme désaisonné et annualisé (graphique 5). Autrement dit, en extrayant le logement du tableau, on constate que les pressions sous-jacentes sur les prix dans le secteur des services sont simplement trop fortes.

LA CROISSANCE DES REVENUS A EXPLODÉ À CAUSE DES PRESTATIONS VERSÉES

La croissance des revenus a explosé. En février, les revenus des particuliers ont augmenté de 0,8 % sur un mois, soit le double du consensus, même si cette augmentation est en partie attribuable à une légère révision à la baisse, ce qui donne un résultat toujours solide de 0,7 % en janvier (contre 0,9 % auparavant). Le graphique 6 fait état de la croissance des revenus indexés sur l'inflation. En chiffres indexés sur l'inflation, les revenus disponibles des particuliers ont progressé de 6,6 % sur un mois en rythme désaisonné et annualisé.

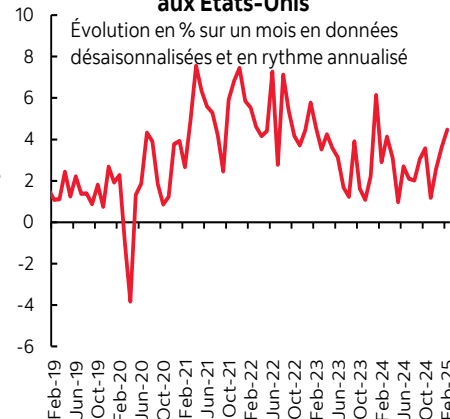
Qu'est-ce qui explique cette croissance des revenus? La rémunération totale a grimpé de 0,5 % sur un mois en données désaisonnalisées : les traitements et les salaires ont augmenté de 0,4 %, et les avantages sociaux, de 0,5 %. Ces résultats sont solides, sans toutefois expliquer l'accélération.

Le plus gros problème, c'est que les paiements de transfert se sont envolés de 2,2 % sur un mois en données désaisonnalisées, essentiellement en raison des gains adossés de 1,8 % des avantages sociaux, menés par les paiements de Medicaid et de Medicare.

Mais pourquoi les baisses du DOGE ne produisent-elles pas leurs effets jusqu'à maintenant? Licencier des travailleurs ça et là ne permettra pas de sabrer la fonction publique, comme on peut le constater à l'heure actuelle. Le suivi journalier des sorties de fonds du Trésor indique que les dépenses continuent d'augmenter et qu'elles restent nettement supérieures aux niveaux atteints l'an dernier (graphique 7).

Graphique 3

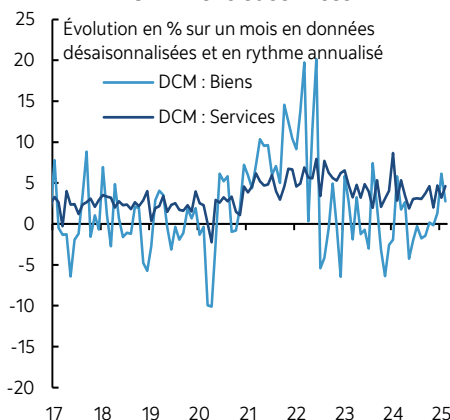
L'inflation des DCM de base aux États-Unis



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et BLS.

Graphique 4

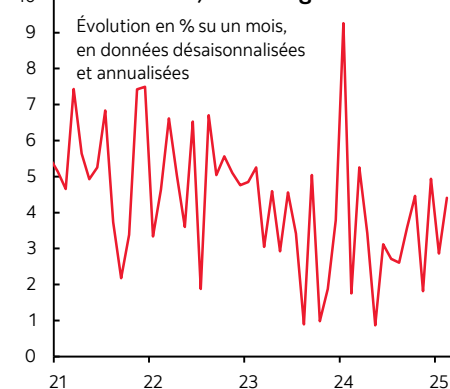
DCM : Biens et services



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bureau of Economic Analysis.

Graphique 5

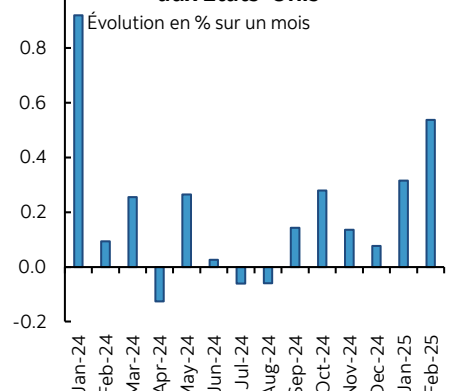
Les services de base des DCM aux États-Unis, sauf le logement



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bureau of Economic Analysis.

Graphique 6

Le revenu réel disponible aux États-Unis



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et BEA des États-Unis.

Les chiffres publiés sur les revenus cet avant-midi montrent que les dépenses obligatoires continuent de s'emballer. Les revenus personnels apportés par les paiements de transfert ont monté de 2,2% sur un mois, contre 1,8 % pour le mois précédent. Les paiements de Medicaid ont augmenté de 1,5 % en février, comparativement à 2,2 % en janvier. Les prestations des anciens combattants ont crû de 0,7 % sur un mois pendant six mois d'affilée. Les prestations de sécurité sociale ont progressé de 0,4 %, contre 2,7 % le mois précédent.

Ainsi, pour apporter des baisses significatives, il faut sabrer les droits en réduisant les dépenses obligatoires. Cette mesure porte un lourd tribut politique, notamment pour la base de Donald Trump.

Ce qu'on pense de ces baisses est sans importance, même si les États-Unis paient la rançon de ne pas s'être penchés sur les prestations sociales non financées, entre autres, il y a longtemps comme l'a fait le Canada dans les années 1990 avec ses réformes du RPC. Les États-Unis paient la rançon pour avoir haussé constamment ses déficits par des baisses d'impôts sans faire quoi que ce soit pour mieux endiguer les dépenses, en faisant appel à des solutions à long terme pour les programmes de prestations. Ce qui compte, c'est la réaction qu'exprimera la base de Donald Trump aux coupes sombres de ses prestations pour financer les baisses d'impôts, dont profiteront majoritairement ceux qui gagnent le plus, dans le prolongement des effets que produiraient les dispositions de la TCJA. Dans l'ensemble, le cocktail des politiques de Donald Trump est fortement régressif, en tenant compte du volet budgétaire et des surtaxes. C'est très bien pour les ménages des tranches supérieures de revenus, qui exerceront toutefois un nombre limité de droits de vote dans les élections de mi-mandat. Je crois qu'il se brasse un sentiment accablant qui s'apparentera aux sentiments de trahison pour ceux qui ont voté pour le Brexit et qui se sont demandé « Nous avons voté pour ça ? ».

Or, malgré ces gains de revenus, les consommateurs américains ne dépensent pas. Le graphique 8 permet de constater que la consommation réelle a été freinée dans les deux derniers mois. En toute justice, ce ralentissement est probablement attribuable à des effets comme les incendies à Los Angeles et la météo beaucoup moins clémente que d'habitude dans des régions importantes du pays. Dans certains cas, la situation s'explique aussi probablement par l'affaiblissement de la confiance des consommateurs, qui a fait monter le taux d'épargne de plus d'un point de pourcentage en deux mois : ce taux est passé de 3,3 % en décembre à 4,6 % aujourd'hui.

Ce dernier point met en lumière la difficulté de consentir des baisses d'impôts. Si on donne d'une main alors qu'on donne de l'autre main la fessée tarifaire aux consommateurs, le résultat pourrait vouloir dire que les baisses d'impôts fuitent constamment de l'économie et sont plutôt épargnées sur fond d'incertitude au lieu d'être dépensées. Cette étrange combinaison de politiques pourrait laisser derrière elle des déficits plus considérables sans que rien d'autre ou presque ne les justifie.

Enfin, l'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan a été révisé à la baisse et est passé de 57,9 à 57,0 pour la dernière publication de mars, entièrement parce que les attentes ont baissé (pour passer de 54,2 à 52,6). Les attentes inflationnistes ont été révisées à la hausse : on s'attend aujourd'hui à ce que l'inflation sur un an s'établisse à 5 % et se relève de deux points de pourcentage à 4,1 % pour ce qui est de l'indicateur de 5 à 10 ans.

Je continue de penser qu'aucun indicateur des attentes inflationnistes n'a d'importance et que le FOMC recherche un trop grand confort dans les indicateurs du marché à plus long terme que ce qu'il a affirmé auparavant. Les consommateurs ne comprennent pas l'inflation. Les marchés non plus. Ces derniers ne sont guère en mesure de former les attentes sur la durée de 5 à 10 ans, ce qui correspond à l'indicateur que préfère la Fed. Les marchés ont constamment explosé avec ces indicateurs, pendant des années en pensant que l'inflation était le grand problème issu de la CFM et en pensant, dans le plus creux de la pandémie, que l'inflation ne reviendrait jamais. Les indicateurs du marché sont simplement ceux des opérateurs boursiers qui se lancent dans des estimations aveugles, ce qui est la raison pour laquelle le risque inflationniste — et non les simulacres de prévisions à long terme — constitue ce qui devrait guider la politique.

L'ENTRETIEN TÉLÉPHONIQUE DE DONALD TRUMP ET DE MARK CARNEY

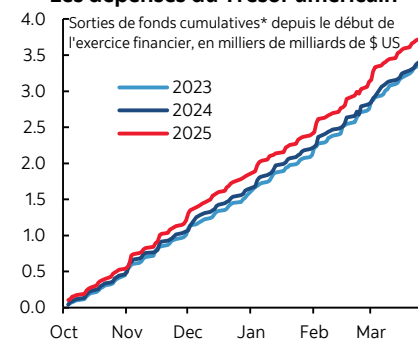
Enfin, Donald Trump a publié [ce billet](#) après s'être entretenu ce matin avec Mark Carney, le premier ministre du Canada. Au-delà du fait que Donald Trump adopte l'hypothèse sans doute non déraisonnable voulant que Mark Carney remporte l'élection, les médias ont omis un fait important dans leurs grands titres. Leur attention a été retenue par cet entretien téléphonique « immédiat », en omettant le fait que Donald Trump a déclaré que cet entretien se déroulerait après l'élection, dans un mois!

Malheureusement, il faut tenir compte de la question plus pressante de mercredi prochain et des surtaxes imposées la semaine dernière sur les voitures, à moins qu'on les suspende, et rien ne le laisse entendre. Plus fondamentalement, nous devons tous en tirer les leçons. Les attermoissements oscillants de l'évolution des relations commerciales ne sont rien de moins qu'une randonnée en montagnes russes. Rien de dure sur les marchés lorsque la règle du jeu et la nature des commentaires ne cessent de changer.

Qui n'aimerait pas être caché derrière les rideaux? Si Donald Trump paraît plus constructif, pourquoi le serait-il? Est-ce parce qu'il a soudainement changé? Il faudrait en rire. Est-ce parce que Mark Carney a fléchi le genou? On peut en douter, d'après son message d'hier. Est-ce parce que Mark Carney a paru aussi agressif qu'hier et a exprimé clairement ce que ferait le Canada si Donald Trump ne recule pas? Qui sait? Mark Carney fera la lumière sur la question.

Graphique 7

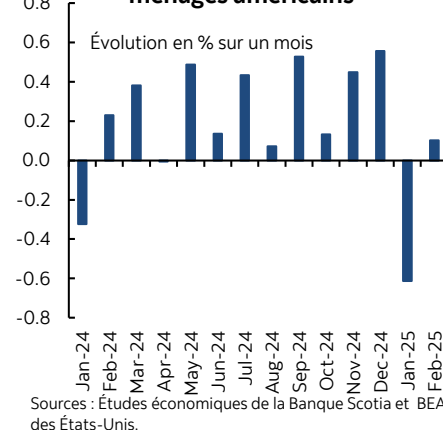
Les dépenses du Trésor américain*



* Retraits de fonds opérationnels moins les remboursements de la dette.
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et département du Trésor.

Graphique 8

La consommation réelle des ménages américains



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et BEA des États-Unis.

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 co-chefs 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.