

COMMENTAIRE HEBDOMADAIRE

Une occasion pour Macklem de prendre les devants

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

De façon générale, les marchés s'attendent à ce que la Banque du Canada (BdC) maintienne le statu quo le 4 juin prochain et qu'elle reporte la prochaine baisse de taux à juillet. Cet échéancier pourrait être trop prudent. Le gouverneur Macklem a adopté un ton légèrement ferme dans ses entrevues après le sommet du G7 de Banff, mais les risques baissiers pour la croissance ainsi que le contexte inflationniste changeant pourraient nécessiter une action plus vive. Voyons les raisons qui nous incitent à croire que la BdC recommencera à assouplir le taux directeur la semaine prochaine.

Premièrement, la récente poussée de l'inflation fondamentale semble plus bénigne qu'à première vue.

La publication des chiffres de l'IPC en avril a amené les marchés à cesser d'anticiper une baisse en juin, en raison de la hausse notable des mesures de l'inflation fondamentale privilégiées de la BdC. L'accélération provenait toutefois d'un ensemble restreint de composantes : les loyers, après plusieurs mois de faiblesse, et les tarifs aériens, qui sont notoirement volatils et inconstants d'une saison à l'autre. Nous soupçonnons que ces variations n'indiquent pas le début d'une dynamique durable de hausses de prix dans ces catégories. Les prix des biens visés par les tarifs de représailles du Canada ont certes enregistré des hausses, mais celles-ci pourraient être passagères (nous y reviendrons.) L'élimination de la taxe sur le carbone pourrait également avoir joué un rôle si les fournisseurs de services publics ont profité de la baisse de taxe pour hausser les prix, comme certaines données le suggèrent. Puisque les mesures de l'inflation fondamentale excluent les taxes indirectes, elles refléteraient la hausse de prix implicite, mais non l'allègement fiscal correspondant. C'est pourtant l'effet combiné qui compte véritablement – autant pour ce que les consommateurs paient aujourd'hui, que pour

leurs attentes inflationnistes. Il est donc peu probable que cette particularité technique influence les attentes de façon marquée. Cela signifie, ironiquement, que la BdC devrait probablement faire abstraction du bruit qui affecte actuellement ses mesures d'inflation fondamentale.

Deuxièmement, un dollar canadien plus fort donne plus de latitude à la BdC pour soutenir la croissance. Le huard a gagné un peu plus de 3 % depuis le début de l'année et devrait s'apprécier encore un peu au second semestre. Cette situation devrait contribuer à atténuer légèrement les effets inflationnistes des droits de représailles, bien qu'elle représente également un frein supplémentaire aux exportations. Dans la mesure où les marchés ne l'attendent pas, une baisse de taux la semaine prochaine pourrait refroidir quelque peu le huard et offrir un répit modeste aux exportateurs, sans pour autant modifier significativement la trajectoire de l'inflation.

Troisièmement, les perspectives inflationnistes liées aux tarifs de représailles appellent un optimisme prudent.

Comme les exemptions en vertu de l'ACEUM maintiennent le taux effectif des tarifs bas pour le Canada, le gouvernement Carney n'a plus autant besoin d'imposer de nouvelles contre-mesures musclées. Jusqu'à présent, Ottawa a imposé des droits de douane sur environ 60 G\$ de biens américains, et a utilisé la même approche que Washington pour ce qui est de l'industrie automobile. Toutefois, une partie de ces mesures a déjà été mise sur pause pour six mois afin d'éviter de perturber les chaînes d'approvisionnement. Si les futures décisions de politique commerciale touchant le Canada demeurent difficiles à prévoir, le ton entre Ottawa et Washington s'est adouci au cours des dernières semaines. Les obstacles judiciaires rencontrés cette

TABLE DES MATIÈRES

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

Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège • Randall Bartlett, économiste en chef adjoint
 Benoit P. Durocher, directeur et économiste principal • Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique
 Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères • Marc-Antoine Dumont, économiste senior • Tiago Figueiredo, stratège macro
 Francis Généreux, économiste principal • Florence Jean-Jacobs, économiste principale • Kari Norman, économiste • Oskar Stone, analyste
 LJ Valencia, analyste économique

Desjardins, Études économiques : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française (OQLF), nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. **MISE EN GARDE** : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement Desjardins. Copyright © 2025, Mouvement Desjardins. Tous droits réservés.

semaine par la politique commerciale de Trump pourraient peut-être aussi favoriser une entente. Par conséquent, la probabilité que le Canada impose des barrières sur l'intégralité de sa liste de 185 G\$ de biens présentée plus tôt cette année a diminué.

Quatrièmement, bien que les risques extrêmes pour la croissance et l'inflation se soient atténués, les voyants de l'économie canadienne sont loin d'être au vert. Deux de ses trois plus grands marchés de l'habitation s'affaiblissent, avec des inscriptions en hausse et des prix de plus en plus sous pression. La croissance démographique, qui a été un important moteur économique au cours des deux dernières années, ralentit à mesure que les politiques visant à restreindre le nombre de résidents temporaires se resserrent. Pour les ménages vulnérables financièrement, notamment ceux ayant un prêt hypothécaire à taux variable, les renouvellements à un taux d'intérêt plus élevé représentent un poids de plus en plus lourd. Pendant ce temps, plusieurs gouvernements provinciaux ont signalé leur intention de freiner considérablement la croissance des dépenses par habitant en réponse aux pressions budgétaires croissantes. Le cumul de ces forces pèse déjà sur la consommation par habitant, qui a à peine avancé au premier trimestre. L'investissement des entreprises, habituellement le premier à écoper en période d'incertitude accrue, devrait se replier après la résilience artificielle du premier trimestre, résultat d'un empressement à devancer l'application des tarifs. Les pertes d'emplois s'accumulent dans la fabrication, et l'appétit pour l'embauche faiblit dans d'autres secteurs. Nous nous attendons toujours à ce qu'une légère récession au Canada ait commencé ce trimestre, ce qui renforce la nécessité d'adopter des mesures pour atténuer les pressions exercées sur les segments de l'économie sensibles aux taux d'intérêt et au commerce.

Cinquièmement, la BdC a encore de la marge de manœuvre pour assouplir les taux. Comme le taux neutre est estimé entre 2,25 % et 3,25 %, un retranchement de 25 points de base la semaine prochaine laisserait le taux directeur toujours en territoire neutre. Cette décision serait justifiée par un équilibre des risques qui est progressivement passé d'une accélération rapide de l'inflation à un affaiblissement de la croissance. Nous prévoyons que la BdC ramènera le taux du financement à un jour à 2,00 % d'ici la fin de l'année.

Où pourrions-nous nous tromper en ce qui concerne la décision de mercredi prochain? Le contre-argument classique consiste à dire qu'attendre à juillet permettrait à la BdC d'avoir en main plus de données. C'est toutefois faire l'apologie de l'hésitation. L'indécision empêche la réactivité. En revanche, une réduction de taux en juin permettrait à la BdC de devancer le repli, à un moment où les risques liés à l'inflation se sont atténués. Autrement dit, si le gouverneur Macklem prend encore au sérieux la notion selon laquelle la politique monétaire agit avec un certain délai, le moment est venu pour lui de prendre les devants.

À surveiller

LUNDI 2 juin - 10:00

Mai

Consensus	49,2
Desjardins	49,5

Avril	48,7
--------------	-------------

ÉTATS-UNIS

Indice ISM manufacturier (mai) – L’ISM manufacturier a de nouveau reculé en avril pour passer à 48,7, le plus bas niveau depuis novembre 2024. On a surtout remarqué la chute de la composante liée à la production qui, à 44,0, est à un creux datant d’avril 2009, si l’on exclut les premiers mois de la pandémie. On s’attend à une légère croissance de l’ISM manufacturier en mai. Les meilleures nouvelles concernant les tarifs, notamment envers la Chine, semblent amener un vent un peu plus favorable au secteur manufacturier. Les indicateurs régionaux se sont d’ailleurs majoritairement un peu améliorés. On s’attend à ce que l’indice ISM se rapproche de la barre de 50. Cela dit, les risques demeurent élevés et l’évolution de l’ISM comme de la production réelle dépendra de la perception des fabricants quant au côté permanent ou temporaire des pauses de tarifs.

MERCREDI 4 juin - 10:00

Mai

Consensus	52,0
Desjardins	52,5

Avril	51,6
--------------	-------------

Indice ISM services (mai) – Malgré toute l’incertitude entourant l’économie américaine et l’économie mondiale, l’indice ISM services demeure pour le moment bien campé au-dessus de la barre de 50. La moyenne de mars et d’avril, soit 51,2, est cependant nettement sous celle des six mois précédents (53,9). On s’attend toutefois à une légère remontée de l’ISM services en mai. L’atténuation de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine devrait permettre à certaines entreprises, notamment importatrices, d’éviter des conséquences plus graves. Les indices régionaux se sont d’ailleurs un peu améliorés tout comme l’indice de confiance des consommateurs du Conference Board. L’ISM services devrait passer au-dessus de 52,0.

VENDREDI 6 juin - 8:30

Mai

Consensus	130 000
Desjardins	160 000

Avril	177 000
--------------	----------------

Création d’emplois non agricoles (mai) – Les embauches sont demeurées relativement élevées en avril avec un gain de 177 000, à peine en dessous des 185 000 emplois créés en mars. On s’attend à un résultat assez semblable pour le mois de mai alors que les entreprises ont pu voir l’atténuation de la guerre commerciale comme un signal de ne pas procéder trop rapidement à des mises à pied nettes. Les demandes d’assurance-chômage étaient d’ailleurs encore assez basses au cours de la semaine de référence qui comprenait le 12 du mois. Cependant, malgré la remontée de l’indice total en mai, l’enquête de confiance des consommateurs du Conference Board montre que les ménages continuent de moins bien percevoir le marché du travail actuel et la facilité d’obtenir un emploi. Somme toute, on s’attend à ce que la création nette d’emplois atteigne 160 000. Le taux de chômage pourrait cependant passer de 4,2 % à 4,3 %.

CANADA

MERCREDI 4 juin - 8:30

T1 2025

Consensus	t/t
Desjardins	nd

T4 2024	0,6 %
----------------	--------------

Productivité du travail (T4) – Nous prévoyons que la productivité du travail n’aura pas changé au début de l’année, après une hausse de 0,6 % au trimestre précédent. Le PIB réel du secteur des entreprises a probablement augmenté de 0,5 % au premier trimestre de 2025. Toutefois, le gain de production réelle a probablement été contrebalancé par une hausse de 0,5 % du nombre total d’heures travaillées dans le secteur des entreprises. Nous nous attendons à ce que la croissance démographique plus lente et l’incertitude entourant les tarifs douaniers influent sur la trajectoire de la productivité au Canada.

MERCREDI 4 juin - 9:45
Juin

Consensus	2,50 %
Desjardins	2,50 %
16 avril	2,75 %

Réunion de la Banque du Canada (juin) – La Banque du Canada (BdC) aborde la décision relative au taux directeur de la semaine prochaine dans un climat d'incertitude pour l'économie canadienne. Le principal défi réside dans les forces opposées qui sont en jeu : une inflation persistante d'un côté et des préoccupations grandissantes quant à la croissance de l'autre. Ces pressions contradictoires se sont intensifiées au cours des dernières semaines et la décision de réduire ou non le taux directeur sera serrée. Les dernières données sur l'inflation ont révélé une progression inquiétante du côté des mesures fondamentales, que la BdC surveille plus attentivement que le taux global. Parallèlement, le PIB du premier trimestre a été artificiellement stimulé par une accumulation de stocks avant l'entrée en vigueur des tarifs douaniers, masquant la faiblesse économique sous-jacente. Compte tenu de cette dynamique, nous prévoyons une réduction de 25 points de base du taux directeur la semaine prochaine.

JEUDI 5 juin - 8:30
Avril

Consensus	nd
Desjardins	-1,00
Mars	-0,51

Balance commerciale (avril) – Le déficit commercial du Canada pour les marchandises s'est probablement creusé en avril, en raison d'une diminution de la demande pour les exportations canadiennes au sud de la frontière. L'augmentation des volumes d'importation au Canada, qui s'explique par une hausse des ventes de véhicules automobiles, devrait avoir accru le déficit commercial. Cela dit, nous nous attendons à ce que la poussée des exportations de pétrole ait apporté un contrepoids modeste, surtout compte tenu de l'[accroissement de la demande chinoise](#) et des capacités de transport supplémentaires offertes par l'oléoduc TMX. Nos prévisions relatives au commerce restent empreintes d'incertitude en raison des menaces tarifaires américaines et des révisions de données anormalement importantes, qui pourraient entraîner une augmentation ou une diminution imprévue du solde commercial.

VENDREDI 6 juin - 8:30
Mai

Consensus	nd
Desjardins	10 000
Avril	7 400

Création d'emplois (mai) – La morosité du marché du travail canadien s'est probablement poursuivie en mai, les entreprises étant encore hésitantes à embaucher de nouveaux employés. Ainsi, l'économie canadienne n'a probablement créé que 10 000 emplois au cours du mois. La faiblesse se manifestera probablement dans l'ensemble du secteur public, qui a connu une poussée temporaire de l'emploi en raison des élections fédérales en avril. Le rythme relativement calme de l'embauche fera probablement grimper le taux de chômage d'un dixième de point à 7,0 %, le plus haut niveau depuis la fin de 2016 excluant la pandémie. Au-delà du taux de chômage global, le taux de chômage chez les 25 à 54 ans sera également à surveiller, puisqu'il a graduellement augmenté tout au long de l'année. Ceci est inquiétant, puisque cette cohorte est la plus exposée au marché hypothécaire et elle a tendance à dépenser le plus en moyenne.

OUTRE-MER
JEUDI 5 juin - 8:15
Juin

Consensus	2,00 %
Desjardins	2,00 %
17 avril	2,25 %

Zone euro : Réunion de la Banque centrale européenne (juin) – Nous pensons que la porte est grande ouverte pour une baisse de taux la semaine prochaine – une baisse qui sera suivie d'autres assouplissements. Les données en temps réel pointent vers une activité économique plus faible en mai. Les volumes d'exportation et la croissance de la consommation d'électricité ont atteint un creux de plusieurs mois. Pendant ce temps, la désinflation, surtout dans le secteur des services, est pleinement observable. L'effet des tensions commerciales sur l'inflation n'est pas clair pour l'instant, mais un euro plus fort devrait contenir l'inflation importée. Nous pensons que la Banque centrale européenne demeure sur une trajectoire qui ramènera le taux final entre 1,50 % et 1,75 %.

Indicateurs économiques

Semaine du 2 au 6 juin 2025

Jour	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes
ÉTATS-UNIS						
LUNDI 2	10:00	Dépenses de construction (m/m)	Avril	0,4 %	0,1 %	-0,5 %
	10:00	Indice ISM manufacturier	Mai	49,2	49,5	48,7
	10:15	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Dallas, L. Logan				
	12:45	Discours du président de la Réserve fédérale de Chicago, A. Goolsbee				
	13:00	Discours du président de la Réserve fédérale, J. Powell				
MARDI 3	10:00	Nouvelles commandes manufacturières (m/m)	Avril	-3,1 %	-3,0 %	3,4 %
	12:45	Discours du président de la Réserve fédérale de Chicago, A. Goolsbee				
	13:00	Discours d'une gouverneure de la Réserve fédérale, L. Cook				
	15:30	Discours de la présidente de la Réserve fédérale de Dallas, L. Logan				
	---	Ventes d'automobiles (taux ann.)	Mai	16 300 000	15 750 000	17 270 000
MERCREDI 4	8:30	Discours du président de la Réserve fédérale d'Atlanta, R. Bostic				
	10:00	Indice ISM services	Mai	52,0	52,5	51,6
	14:00	Publication du <i>Livre Beige</i>				
JEUDI 5	8:30	Demandes initiales d'assurance-chômage	26-30 mai	nd	240 000	240 000
	8:30	Balance commerciale – biens et services (G\$ US)	Avril	-117,3	-66,1	-140,5
	8:30	Productivité non agricole – final (taux ann.)	T1	-0,8 %	-0,7 %	-0,8 %
	8:30	Coût unitaire de main-d'œuvre – final (taux ann.)	T1	5,7 %	5,6 %	5,7 %
	12:00	Discours d'une gouverneure de la Réserve fédérale, A. Kugler				
	13:30	Discours du président de la Réserve fédérale de Philadelphie, P. Harker				
	13:30	Discours du président de la Réserve fédérale de Kansas City, J. Schmid				
VENDREDI 6	8:30	Création d'emplois non agricoles	Mai	130 000	160 000	177 000
	8:30	Taux de chômage	Mai	4,2 %	4,3 %	4,2 %
	8:30	Heures hebdomadaires travaillées	Mai	34,3	34,3	34,3
	8:30	Salaire horaire moyen (m/m)	Mai	0,3 %	0,2 %	0,2 %
	15:00	Crédit à la consommation (G\$ US)	Avril	nd	16,000	10,172
CANADA						
LUNDI 2	---	---				
MARDI 3	---	---				
MERCREDI 4	8:30	Productivité du travail (t/t)	T1	nd	0,0 %	0,6 %
	9:45	Réunion de la Banque du Canada	Juin	2,50 %	2,50 %	2,75 %
	9:45	Discours du gouverneur et de la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, T. Macklem et C. Rogers				
JEUDI 5	8:30	Balance commerciale (G\$)	Avril	nd	-1,00	-0,51
	12:20	Discours d'une sous-gouverneure de la Banque du Canada, S. Kozicki				
VENDREDI 6	8:30	Création d'emplois	Mai	nd	10 000	7 400
	8:30	Taux de chômage	Mai	nd	7,0 %	6,9 %

Note : Desjardins, Études économiques participe 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 Desjardins.

Indicateurs économiques

Semaine du 2 au 6 juin 2025

Pays	Heure	Indicateur	Période	Consensus		Données précédentes	
				m/m (t/t)	a/a	m/m (t/t)	a/a
OUTRE-MER							
LUNDI 2							
Royaume-Uni	2:00	Prix des maisons – Nationwide	Mai	0,0 %	2,8 %	-0,6 %	3,4 %
Italie	3:45	Indice PMI manufacturier	Mai	49,6		49,3	
France	3:50	Indice PMI manufacturier – final	Mai	49,5		49,5	
Allemagne	3:55	Indice PMI manufacturier – final	Mai	48,8		48,8	
Zone euro	4:00	Indice PMI manufacturier – final	Mai	49,4		49,4	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI manufacturier – final	Mai	45,1		45,1	
MARDI 3							
Italie	4:00	Taux de chômage	Avril	6,1 %		6,0 %	
Zone euro	5:00	Indice des prix à la consommation – préliminaire	Mai	0,0 %	2,0 %	0,6 %	2,2 %
Zone euro	5:00	Taux de chômage	Avril	6,2 %		6,2 %	
MERCREDI 4							
Italie	3:45	Indice PMI composite	Mai	nd		52,1	
Italie	3:45	Indice PMI services	Mai	52,1		52,9	
France	3:50	Indice PMI composite – final	Mai	48,0		48,0	
France	3:50	Indice PMI services – final	Mai	47,4		47,4	
Allemagne	3:55	Indice PMI composite – final	Mai	48,6		48,6	
Allemagne	3:55	Indice PMI services – final	Mai	47,2		47,2	
Zone euro	4:00	Indice PMI composite – final	Mai	49,5		49,5	
Zone euro	4:00	Indice PMI services – final	Mai	48,9		48,9	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI composite – final	Mai	49,4		49,4	
Royaume-Uni	4:30	Indice PMI services – final	Mai	50,2		50,2	
JEUDI 5							
Allemagne	2:00	Commandes manufacturières	Avril	-1,5 %	2,4 %	3,6 %	3,8 %
Zone euro	5:00	Indice des prix à la production	Avril	-1,8 %	1,2 %	-1,6 %	1,9 %
Italie	5:00	Ventes au détail	Avril	nd	nd	-0,5 %	-2,8 %
Zone euro	8:15	Réunion de la Banque centrale européenne	Juin	2,00 %		2,25 %	
VENDREDI 6							
Inde	0:30	Réunion de la Banque de réserve d'Inde	Juin	5,75 %		6,00 %	
Japon	1:00	Indicateur avancé – préliminaire	Avril	103,9		108,1	
Japon	1:00	Indicateur coïncident – préliminaire	Avril	115,4		115,9	
Allemagne	2:00	Balance commerciale (G€)	Avril	20,0		21,2	
Allemagne	2:00	Production industrielle	Avril	-0,9 %	-1,0 %	3,0 %	-0,2 %
France	2:45	Balance commerciale (M€)	Avril	nd		-6 248	
France	2:45	Compte courant (G€)	Avril	nd		1,4	
France	2:45	Production industrielle	Avril	0,0 %	-0,3 %	0,2 %	0,2 %
Zone euro	5:00	Création d'emplois – final	T1	nd	nd	0,3 %	0,8 %
Zone euro	5:00	PIB réel	T1t	0,4 %	1,2 %	0,3 %	1,2 %
Zone euro	5:00	Ventes au détail	Avril	0,2 %	1,5 %	-0,1 %	1,5 %
Russie	6:00	Réunion de la Banque de Russie	Juin	20,50 %		21,00 %	

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. 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).