

Perspectives économiques



AUTOMNE 2023

Où est la récession ?



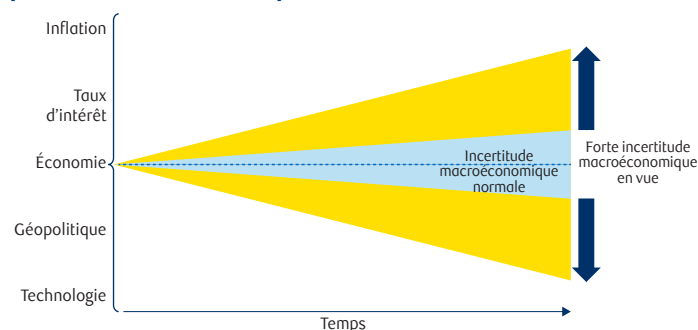
Eric Lascelles
Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Nous demeurons dans une période d'incertitude élevée. Pas d'un niveau insensé comme en 2020, lorsqu'une pandémie a pris d'assaut le monde pour la première fois depuis un siècle, ni d'une ampleur aussi grande qu'en 2022, quand l'inflation a explosé sous l'effet d'une demande vigoureuse et de perturbations des chaînes logistiques. Mais même en l'absence de ces forces exceptionnelles, l'incertitude demeure forte aujourd'hui. Il y a plusieurs trajectoires possibles pour l'inflation, les taux d'intérêt, l'économie, la situation géopolitique et même le rythme des progrès technologiques (figure 1). Par conséquent, on ne peut, en toute conscience, donner de garantie quant à l'évolution future de ces variables macroéconomiques clés.

Cela dit, parmi plusieurs scénarios viables, celui d'une récession à court terme demeure le plus probable. La raison en est principalement que les hausses de taux ont été suffisamment importantes pour provoquer la contraction prévue. Les données historiques étayent aussi cet argument : plusieurs importants signaux annonciateurs d'une

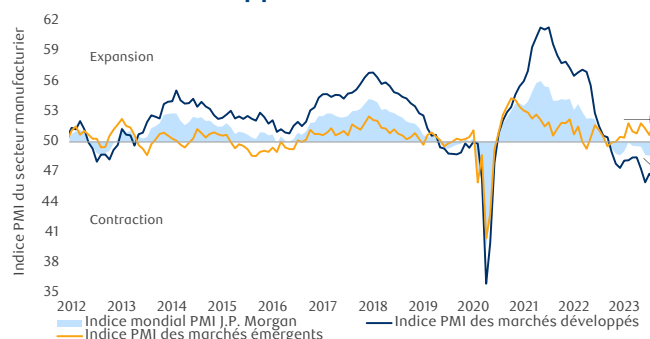
récession ont été observés. On constate aussi désormais que les tensions économiques se propagent. L'embauche ralentit, certains emprunteurs éprouvent des difficultés et les fabricants dans les pays développés font état d'une détérioration des conditions (figure 2).

Figure 1 : Incertitude inhabituellement forte sur le plan macroéconomique en ce moment



Nota : Au 2 juin 2023. Source : RBC GMA

Figure 2 : Le secteur manufacturier s'est replié dans les marchés développés



Nota : Données en août 2023. L'« indice PMI » désigne l'indice des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière, qui mesure l'activité économique. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Dans ce contexte, nous maintenons une répartition de l'actif qui, bien que neutre en théorie, est en réalité nettement en deçà du degré de prise de risque habituel. Autrement dit, la pondération en actions recommandée est inférieure à la norme, tandis que la pondération en titres à revenu fixe est supérieure. Ce positionnement est motivé par la prime de risque plus faible que d'habitude offerte par le marché boursier, et par notre prévision d'une contre-performance des actions au cours de l'année à venir. La patience est de mise : contrairement à ce que croient beaucoup de gens, la récession et ses implications diverses ne sont pas vraiment en retard.

La croissance survit, pour l'instant

La plupart des économies ont poursuivi leur expansion au cours des trois premiers trimestres de 2023. L'un des principaux éléments pouvant expliquer cette résilience est le fait qu'un certain nombre de problèmes sérieux se sont révélés moins préoccupants durant les derniers trimestres.

Au premier chef, l'inflation est loin d'être aussi élevée qu'auparavant, ce qui atténue son effet corrosif direct sur la croissance. Un soutien précieux est offert par les prix du pétrole et du gaz naturel, qui sont beaucoup plus bas qu'ils ne l'étaient au début de la guerre en Ukraine.

Les problèmes des chaînes logistiques diminuaient déjà il y a un an, mais la situation est maintenant complètement rétablie dans de nombreux secteurs.

La Chine était considérablement confinée l'année dernière, ce qui n'est pas le cas actuellement.

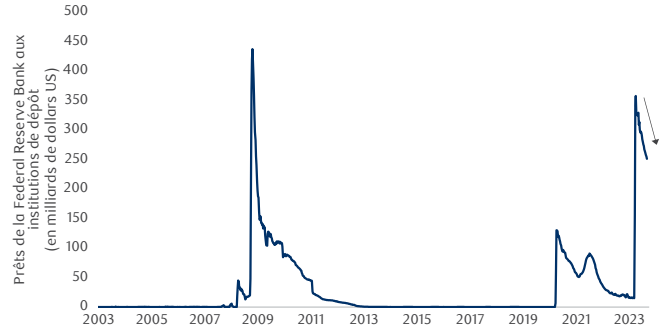
Les tensions dans le système bancaire aux États-Unis se sont aussi relâchées depuis le printemps, sans toutefois être entièrement revenues à la normale (figure 3).

Le contexte budgétaire aux États-Unis s'est amélioré grâce à l'adoption plus importante que prévu d'initiatives gouvernementales déjà annoncées (figure 4). La construction d'installations de fabrication a été particulièrement vigoureuse, surtout dans le secteur de l'électronique (figure 5).

Le marché nord-américain du logement a aussi rebondi ce printemps après avoir connu des difficultés l'année précédente.

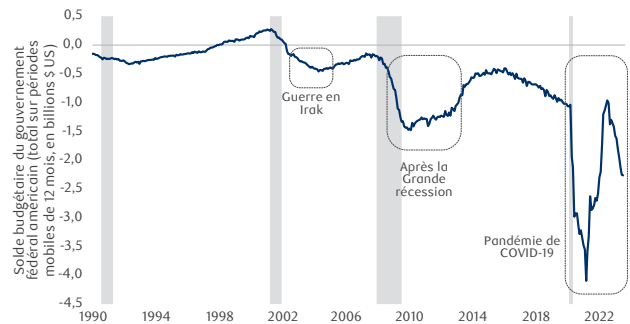
Enfin, le marché boursier et les actifs à risque ont été plus robustes, ce qui reflète ces développements, mais favorise

Figure 3 : Les prêts d'urgence accordés aux banques par la Fed commencent à diminuer



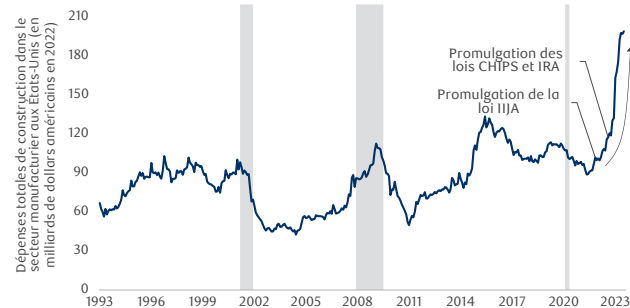
Nota : Données pour la semaine terminée le 30 août 2023. Sources : Federal Reserve Bank, Macrobond, RBC GMA

Figure 4 : Le déficit budgétaire des États-Unis s'accroît de nouveau



Nota : Données en juillet 2023. Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 5 : Les dépenses de construction dans le domaine manufacturier aux États-Unis ont monté en flèche grâce au soutien législatif



Nota : Données en juillet 2023. Les dépenses totales de construction dans le secteur manufacturier privé sont ajustées en fonction de l'indice des prix à la production pour la demande intermédiaire, les matériaux et les composants de la construction. La zone ombrée représente une récession. Sources : Census Bureau, BLS, Macrobond, RBC GMA

également les dépenses de consommation grâce à un effet positif sur la richesse.

Il est donc juste de dire qu'à bien des égards, la situation macroéconomique est moins critique qu'elle ne l'était il y a un an.

Mais les difficultés l'emportent encore

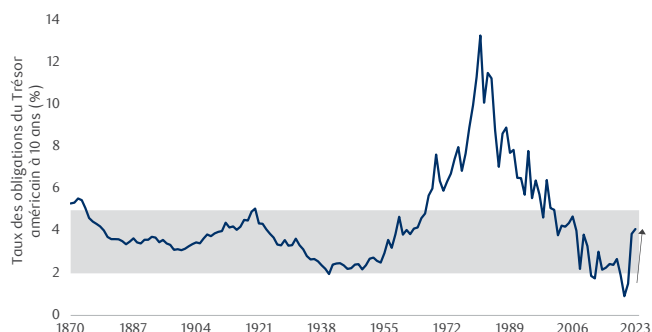
Toutefois, quelques éléments majeurs n'ont pas évolué comme prévu ou constituent des obstacles notables, et sont au moins aussi importants que les nombreuses bonnes nouvelles.

En particulier, bien que la Chine ait rouvert son économie, celle-ci connaît de grandes difficultés. Comme ce pays génère normalement plus d'un quart de la croissance économique mondiale, cette faiblesse est problématique.

Mais surtout, les taux d'intérêt ont continué d'augmenter et sont maintenant très élevés au regard des standards du 21^e siècle, ce qui contrebalance largement la liste ci-dessus de tendances positives. Il s'agit là d'un obstacle économique majeur, qui s'est avéré suffisant dans le passé pour provoquer à lui seul une récession.

Non seulement de nombreuses banques centrales de pays développés ont procédé à un resserrement supplémentaire d'environ un demi-point de pourcentage par rapport à leurs plans du printemps dernier, mais les taux obligataires ont crû encore davantage pour d'autres raisons. La prime de terme a sensiblement augmenté en raison de divers facteurs : un resserrement quantitatif, la persistance de déficits budgétaires importants, une abondance d'émissions d'obligations aux États-Unis à la suite de l'épreuve de force sur le plafond de la dette, la décote de la dette des États-Unis, la hausse des taux des obligations japonaises (qui attirent des capitaux au détriment d'autres marchés de dette souveraine) et même les efforts de la Chine pour soutenir sa monnaie (consistant en la vente d'obligations étrangères à des fins d'achat d'actifs chinois). Les taux d'intérêt sont maintenant passés d'un niveau extrêmement bas à un niveau assez élevé, même si l'on examine la situation selon une perspective de plusieurs siècles (figure 6). Des taux d'intérêt élevés entravent la croissance économique en augmentant le coût d'emprunt, en décourageant les investissements et en réduisant les valorisations boursières.

Figure 6 : Le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans s'approche de la limite supérieure de la fourchette normale



Nota : Au 31 août 2023. Sources : RBC MC, RBC GMA

Par ailleurs et surtout, il y a un décalage important entre le moment où les taux d'intérêt montent et celui où ils causent le plus de dommages à l'économie. Notre propre modèle économétrique à grande échelle indique que l'effet négatif de la hausse des taux continue de s'accroître. Dans le passé, il s'est écoulé environ deux ans en moyenne entre la première hausse des taux aux États-Unis et la récession, et une importante analyse de 67 études montre qu'en moyenne, l'effet de la politique monétaire se fait ressentir sur l'inflation dans un délai considérable de deux à quatre ans. À titre indicatif, moins de deux ans se sont écoulés depuis que la plupart des banques centrales de pays développés ont entrepris leur campagne de resserrement. Le risque de récession est donc loin d'être écarté. Il demeure à tout le moins présent, et on pourrait même dire qu'il commence tout juste à se préciser.

Des signes montrent une légère faiblesse économique dans plusieurs pays. Cette tendance est plus marquée dans des pays comme l'Allemagne et le Royaume-Uni, mais même les États-Unis présentent certains signes d'affaiblissement. Après une reprise au printemps, le marché du logement – le secteur de l'économie américaine le plus sensible aux taux d'intérêt – amorce une nouvelle fois un ralentissement (figure 7). Ce n'est pas une coïncidence si le taux hypothécaire à 30 ans aux États-Unis est désormais supérieur à 7 %.

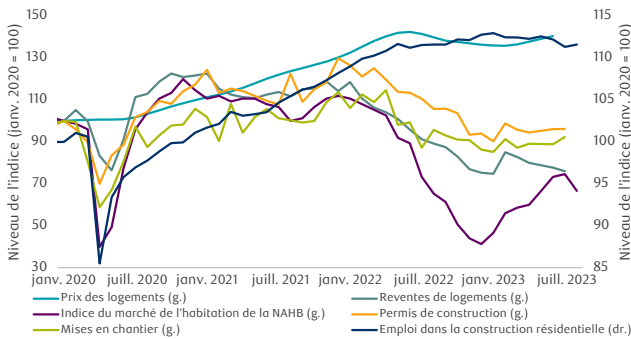
Les attentes des entreprises demeurent plutôt pessimistes et cadrent avec une contraction de la demande (figure 8).

La consommation a généralement mieux résisté, mais des points de vulnérabilité commencent à apparaître. Les entreprises du secteur de la consommation, notamment Disney, Foot Locker et Lego, notent un fléchissement de la demande de biens discrétionnaires. Alors que l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire disparaît, les cartes de crédit servent de béquille temporaire (figure 9). Toutefois, la croissance rapide de l'utilisation des cartes de crédit ne peut

perdurer. Le taux de défaillance sur cartes de crédit est en forte hausse et atteint maintenant un sommet inégalé en plus d'une décennie (figure 10). Des prêts étudiants totalisant près de 2 000 milliards de dollars américains devront commencer à être remboursés en octobre, ce qui nuira à 44 millions d'Américains.

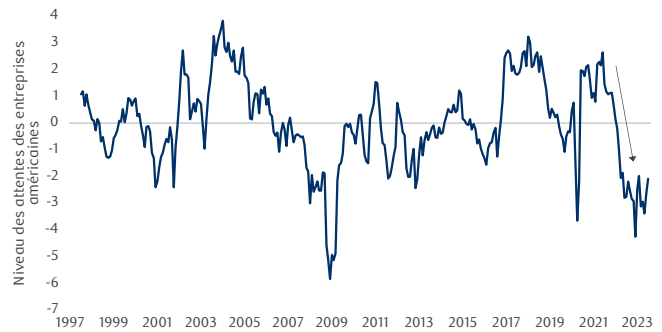
L'embauche commence aussi à ralentir, et l'emploi temporaire, un indicateur avancé classique du marché du travail, ne cesse de régresser (figure 11).

Figure 7 : Les données sur le marché du logement aux États-Unis révèlent un ralentissement



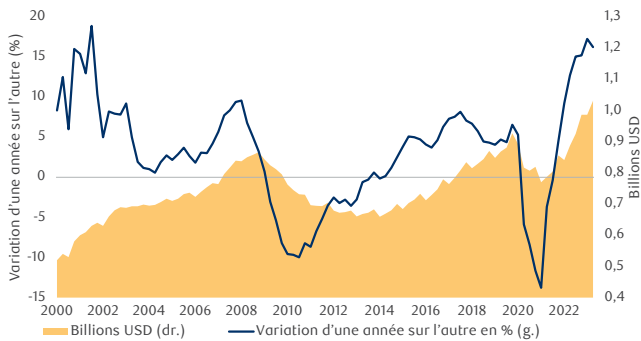
Nota : Indice des prix des logements Case-Shiller S&P CoreLogic en date de juin 2023 ; permis de construction, mises en chantier et reventes de logements en date de juillet 2023 ; emploi et indice du marché de l'habitation de la NAHB en date d'août 2023. Sources : BLS, Census Bureau, NAHB, NAR, S&P, Macrobond, RBC GMA

Figure 8 : Les attentes des entreprises américaines restent modestes



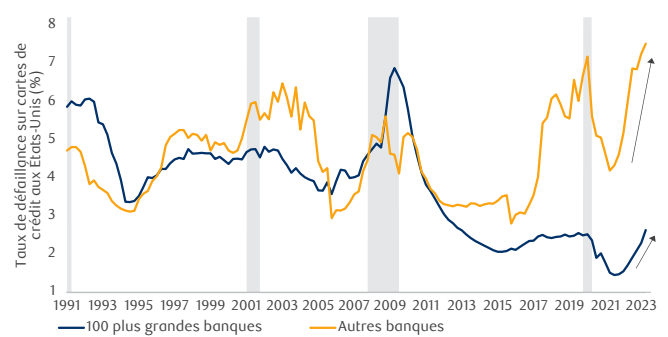
Nota : Données en juillet 2023. Analyse des composantes principales fondée sur l'indice d'optimisme de la NFIB et les perspectives du monde des affaires, les nouvelles commandes selon les indices ISM du secteur manufacturier et du secteur tertiaire, et les attentes des chefs de la direction à l'égard de l'économie selon The Conference Board. Sources : The Conference Board, ISM, NFIB, Macrobond, RBC GMA

Figure 9 : Aux États-Unis, les soldes des cartes de crédit sont en forte hausse



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Réserve fédérale de New York, Macrobond, RBC GMA

Figure 10 : Forte hausse des taux de défaillance sur cartes de crédit



Nota : Données au T2 de 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

Un scénario de récession modifié, mais intact

Il est vrai que le scénario de récession n'a plus la cote. Des prévisionnistes tiers lui attribuent une probabilité moindre dans plusieurs pays (figure 12).

Néanmoins, compte tenu des difficultés économiques qui persistent, nous continuons de prévoir une récession dans la plupart des pays développés. Il n'y a pas que le coût d'emprunt qui augmente, mais également l'accessibilité aux prêts qui diminue : les banques ont renforcé leurs normes de crédit, étant particulièrement réticentes à accorder des prêts aux entreprises américaines (figure 13).

Certes, notre évaluation actuelle de la probabilité de récession est un peu plus faible que lors des trimestres précédents. Elle s'établit à 65 % pour l'économie américaine, qui fait figure de baromètre, par rapport à 80 % auparavant.

Nous avons repoussé le début de la récession anticipée au quatrième trimestre de cette année. Il pourrait survenir encore plus tard, étant donné les aléas des périodes de récession.

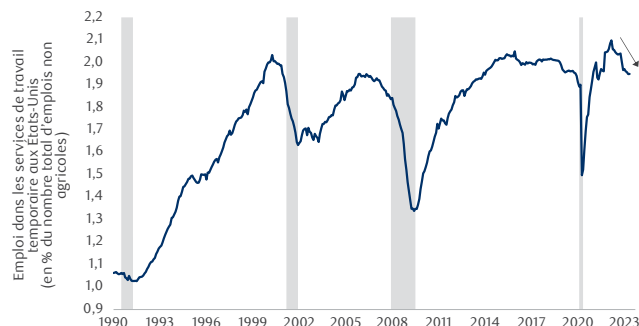
Cependant, une récession est encore probable. La hausse des taux d'intérêt fait sentir ses effets avec un retard considérable, quoique variable, des dommages économiques ont encore largement le temps de se produire, et trois de nos critères essentiels d'une récession continuent d'être respectés.

Premièrement, notre modèle économétrique le plus évolué prévoit toujours une récession en raison de l'augmentation des taux d'intérêt.

Deuxièmement, nos diverses heuristiques de récession (des paramètres généraux ayant déjà été annonciateurs de récession) continuent d'indiquer que cette issue est plus probable qu'improbable (figure 14). Ces signaux comprennent

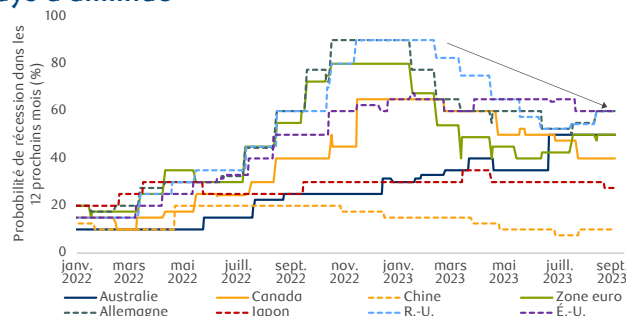
« Nous avons revu la majorité de nos prévisions de croissance du PIB à la hausse pour 2023 et à la baisse pour 2024. »

Figure 11 : La baisse du travail temporaire aux États-Unis précède habituellement la récession



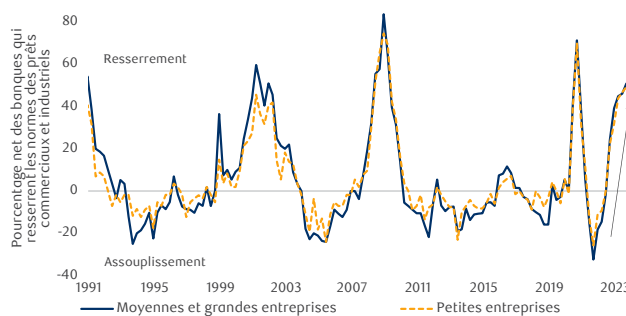
Nota : Données en août 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

Figure 12 : La probabilité de récession dans certains pays a diminué



Nota : Au 4 septembre 2023. Probabilité médiane de récession selon les dernières prévisions reçues dans le cadre de sondages menés par Bloomberg. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 13 : Resserrement des conditions de crédit aux entreprises aux États-Unis



Nota : Sondage sur les pratiques de crédit bancaire auprès des premiers agents des prêts, juillet 2023. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

une inversion de la courbe de rendement et une montée en flèche de l'inflation.

Enfin, notre feuille de pointage du cycle économique établit avec une conviction grandissante que le cycle est à un stade très avancé, compatible désormais avec une récession imminente (figure 15). À tout le moins, l'économie semble sclérosée et fragile, alors qu'elle était jeune et dynamique il y a à peine quelques années.

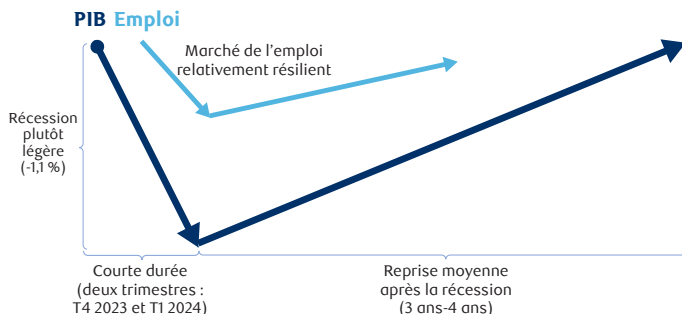
Toute éventuelle récession pourrait probablement être plutôt légère, de courte durée et suivie d'une solide reprise pluriannuelle (figure 16). Les pertes d'emploi devraient être plus modestes qu'en moyenne, étant donné la difficulté que

Figure 14 : Les signes de récession indiquent surtout « oui » ou « probable » : nous estimons à 65 % la probabilité d'une récession au cours de la prochaine année

Signe	Indique une récession aux États-Unis ?
Inversion de la courbe de 2 à 10 ans	Oui
Inversion de la courbe de 3 mois à 10 ans	Oui
Inversion de la courbe à court terme de la Fed	Oui
Hausse de l'inflation	Oui
Chute de l'indicateur avancé Duncan	Oui
Resserrement des conditions financières	Oui
Cycle de resserrement monétaire	Probable
Tendance de nouvelles sur la « récession » dans Google	Peut-être
Modèle de récession de RBC GMA	Peut-être
Hausse du prix du pétrole	Peut-être
Bond des demandes de prestation d'assurance-chômage	Peut-être
Augmentation du chômage	Non, mais tendance latérale

Nota : Au 24 juillet 2023. Analyse de l'état de l'économie aux États-Unis. Source : RBC GMA

Figure 16 : La récession devrait être légère et de courte durée



Nota : Au 19 juillet 2023. Source : RBC GM

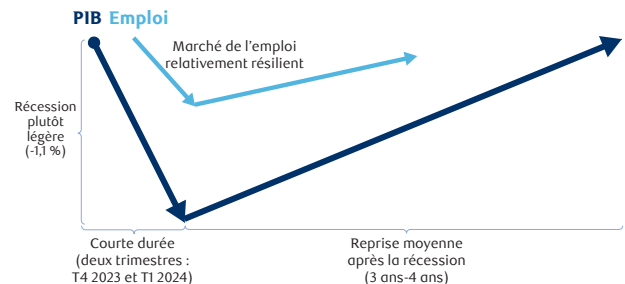
nombre d'entreprises ont éprouvée à engager suffisamment d'employés au cours des dernières années.

Mise à jour des prévisions de croissance

Nous avons revu la majorité de nos prévisions de croissance du PIB à la hausse pour 2023 et à la baisse pour 2024. Cette décision s'explique principalement par la vigueur continue de la croissance économique pendant l'été 2023, conjuguée au report du début de la récession au quatrième trimestre de 2023 (figure 17).

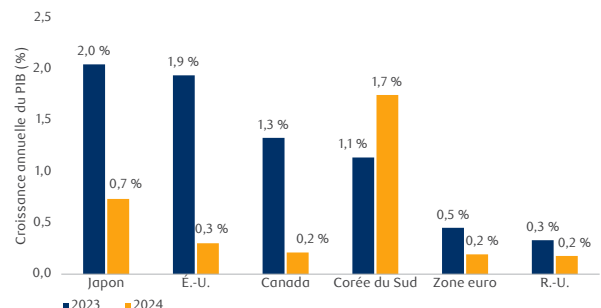
Le portrait pour les pays émergents est un peu plus diversifié. Les perspectives de la Chine pour 2023 ont été revues à la baisse en raison de nouvelles difficultés économiques, alors que la plupart des autres pays ont bénéficié d'une amélioration de leurs perspectives à l'instar des pays

Figure 15 : Feuille de pointage du cycle de l'économie américaine



Nota : Au 28 juillet 2023. Calcul effectué à l'aide de la technique de la feuille de pointage par RBC GMA. Source : RBC GMA

Figure 17 : Croissance du PIB des pays développés prévue par RBC GMA



Nota : Au 24 août 2023. Source : RBC GMA

développés. Les prévisions de croissance ont été réduites dans de nombreux marchés émergents, pour tenir compte des répercussions de la récession attendue dans les pays développés. Parmi tous les pays pour lesquels nous établissons des prévisions, l'Inde devrait connaître la croissance la plus rapide en 2023 et 2024 (figure 18).

Même après ces ajustements, nous maintenons des prévisions de croissance globalement inférieures à la moyenne pour 2024, jumelées à des prévisions d'inflation en deçà des prévisions générales (figure 19). C'est ce qui explique notre position plus prudente à l'égard des actions et plus favorable aux titres à revenu fixe par rapport à la dernière décennie.

L'économie américaine est moins sensible aux taux que celle de la plupart des autres pays, en raison de l'effet combiné du désendettement des ménages au cours des 15 dernières années et de termes hypothécaires exceptionnellement longs. Les États-Unis sont donc relativement bien placés, ce qui se traduit effectivement par la prévision pour 2023 et 2024 d'un rendement attendu légèrement supérieur à celui de ses pairs, comme la zone euro, le Royaume-Uni et le Canada.

Il ne faut toutefois pas surestimer cet avantage. Aux États-Unis, une partie des difficultés économiques liées à la hausse des taux a simplement basculé des Américains titulaires d'emprunts hypothécaires protégés aux parties qui ont

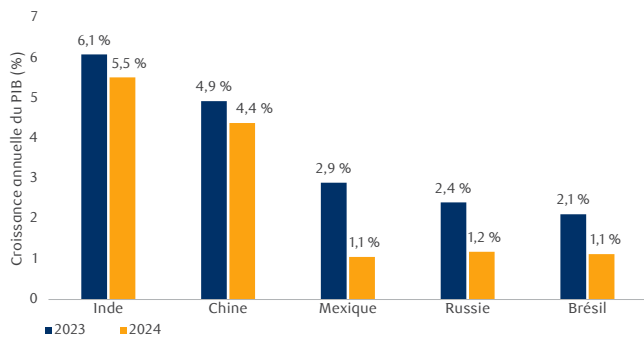
consenti ces prêts à des taux maintenant inférieurs à ceux du marché. Ce n'est pas pure coïncidence si les banques américaines ont connu plus de turbulences que d'autres systèmes financiers cette année. Les États-Unis doivent aussi faire face aux problèmes posés par la grande quantité de prêts étudiants dont le remboursement reprend bientôt.

Une autre raison explique pourquoi les révisions haussières apportées aux prévisions de croissance de 2023 pour le Canada et les États-Unis sont plus importantes que la moyenne : l'immigration est étonnamment forte dans les deux pays, ce qui renforce la capacité de l'économie et la demande.

À l'inverse, l'économie du Royaume-Uni continue de souffrir d'une inflation très élevée, qui a exigé un durcissement monétaire supplémentaire. À cela s'ajoutent des problèmes économiques chroniques imputables aux ajustements liés au Brexit et un mécontentement particulièrement élevé des travailleurs.

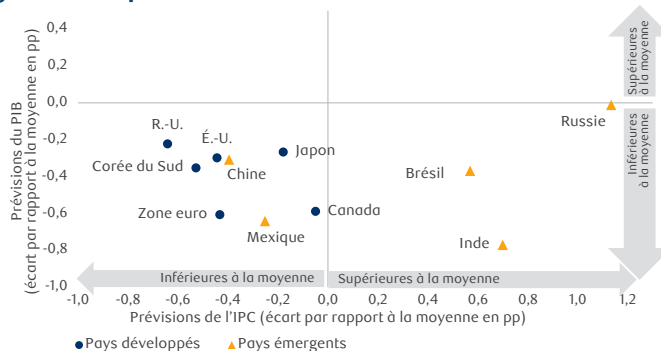
La zone euro fait face à certains défis communs au Royaume-Uni, dont la perte d'accès à l'énergie russe qui freine l'activité dans une plus grande mesure qu'en Amérique du Nord (figure 20). L'Allemagne a traversé trois trimestres consécutifs sans croissance économique, en partie en raison de sa plus grande exposition à l'économie chancelante de la Chine (figure 21).

Figure 18 : Croissance du PIB des pays émergents prévue par RBC GMA



Nota : Au 24 août 2023. Source : RBC GMA

Figure 19 : Prévisions de RBC GMA c. prévisions générales pour 2024

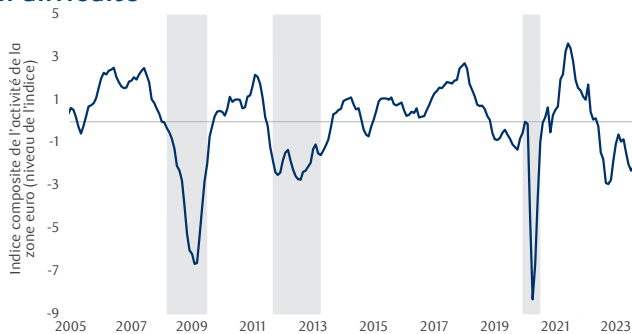


Nota : L'écart correspond à la différence entre les prévisions de RBC GMA (au 24 août 2023) et les prévisions générales (en date d'août 2023). Sources : Consensus Economics, RBC GMA

Après la prochaine année, plusieurs pays pourraient voir leur économie freinée à moyen terme par les énormes déficits budgétaires qu'ils continuent d'afficher malgré des taux de chômage parmi les plus bas depuis des décennies (figure 22). Ces déficits devront être réduits à mesure que la hausse des taux d'intérêt se répercutera sur les coûts du service de la dette et que le marché obligataire deviendra plus exigeant quant aux entreprises qu'il souhaite financer.

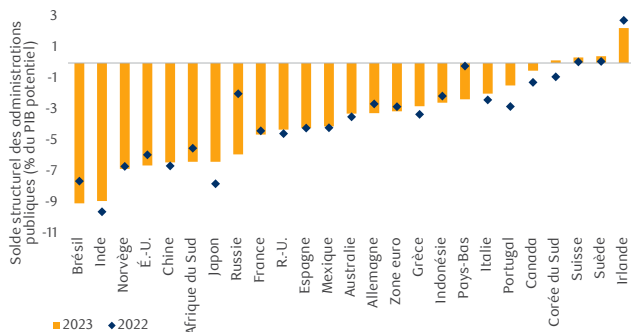
Les perspectives de croissance à long terme laissent entrevoir divers vents contraires. Outre le fardeau d'une dette publique élevée, mentionnons les effets d'un monde multipolaire et de la démondialisation, un contexte démographique difficile et les conséquences néfastes du

Figure 20 : L'économie de la zone euro continue d'être en difficulté



Nota : Données en août 2023. L'indice met en évidence la première composante de l'analyse des composantes principales, laquelle englobe une série d'indicateurs concernant l'activité économique de la zone euro. La zone ombrée représente une récession. Sources : CEPR, ZEW, Deutsche Bundesbank, IHS Markit, Macrobond, RBC GMA

Figure 22 : Persistance de déficits budgétaires structurels importants



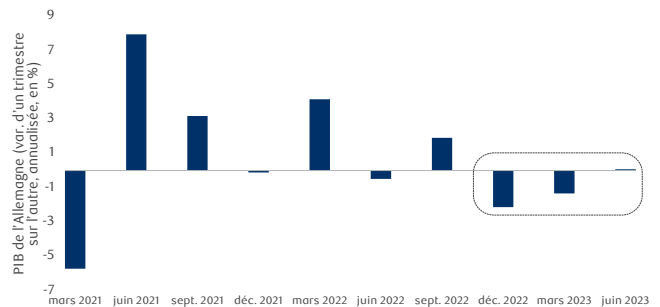
Nota : Prévisions du FMI pour 2023. Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2023, Macrobond, RBC GMA

changement climatique. En revanche, nous avons toujours espoir que la croissance de la productivité augmentera un peu plus rapidement que la normale, en partie grâce à un éventail de nouvelles technologies prometteuses. Certains des pays les mieux placés pour profiter de cette vague sont ceux qui investissent le plus dans la recherche et le développement (figure 23).

L'inflation s'améliore

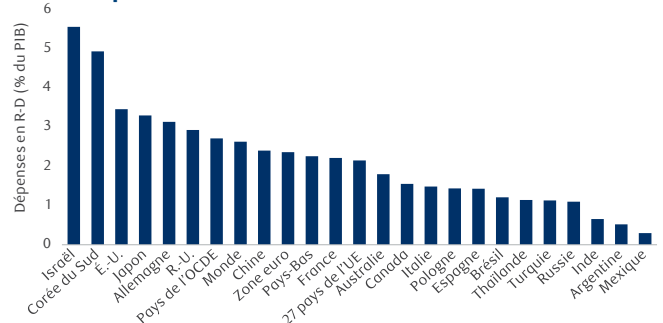
La tendance de l'inflation demeure favorable. L'inflation des prix à la consommation a atteint un sommet de l'ordre de 8 % à 10 % au deuxième semestre de 2022 et a depuis fortement reculé (figure 24). Aux États-Unis, le taux annuel de l'IPC global a dégringolé, passant de 9 % à 3 %.

Figure 21 : L'économie de l'Allemagne stagne après être tombée en récession technique



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Statistisches Bundesamt, Macrobond, RBC GMA

Figure 23 : La recherche et le développement ont une incidence positive sur la productivité et la croissance économique



Nota : Selon les dernières données disponibles de 2018 à 2022. Sources : OCDE, Banque mondiale, Macrobond, RBC GMA

Les quatre principaux facteurs initiaux de l'inflation élevée se sont tous renversés à divers degrés. Le choc des matières premières s'est nettement estompé, la plupart des perturbations dans les chaînes logistiques ont disparu, les banques centrales sont passées d'une stimulation extrême à un resserrement inhabituel, et la politique budgétaire, qui était extraordinairement stimulante, l'est désormais beaucoup moins. En bref, les pressions exercées par l'offre et la demande qui, ensemble, ont créé le plus gros problème d'inflation en plus d'une génération se sont pour la plupart normalisées, ce qui a permis à l'inflation de baisser.

L'affaiblissement attendu de l'économie mondiale devrait contribuer davantage à juguler l'inflation.

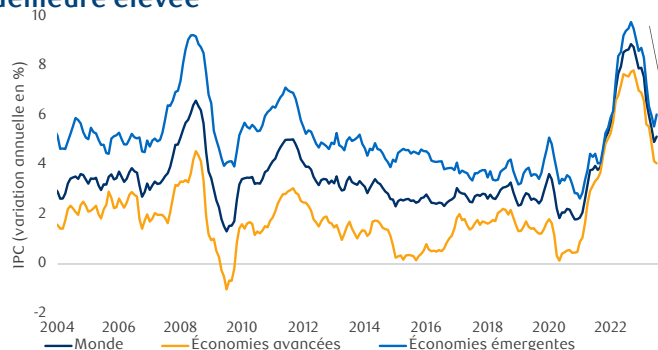
L'inflation annuelle aura du mal à s'améliorer sensiblement par rapport aux niveaux actuels au cours des prochains mois, compte tenu de la récente remontée des prix de l'essence et des effets de base moins favorables (il n'y a plus de gains mensuels marqués enregistrés un an plus tôt qui disparaissent de l'équation à chaque publication).

Il est important de comprendre que même si l'inflation globale des prix à la consommation a ralenti pour s'établir à un peu plus de 3 % au cours de l'année écoulée, cette mesure exagère probablement l'ampleur des progrès réels de l'inflation vers l'atteinte de l'objectif de 2,0 %. La chute des prix de l'essence a eu un effet très bénéfique, mais non durable. L'indice des prix à la consommation (IPC) américain excluant l'essence augmente encore à un rythme annuel de 4,1 % (figure 25). L'inflation de base se maintient à 4,7 % sur 12 mois et l'IPC médian continue de croître à un rythme rapide de 6,1 % sur 12 mois. L'inflation dans le secteur des services s'avère également tenace (figure 26). Il reste encore du travail à faire.

Toutefois, une partie du travail est incontestablement en cours. À titre d'exemple, les trois mesures non traditionnelles de l'inflation mentionnées dans le paragraphe précédent ont tellement ralenti que leur variation sur trois mois, en rythme annualisé, est désormais plus modérée, s'établissant à 2,6 %, 3,1 % et 3,8 %, respectivement. En d'autres termes, l'inflation ne se situe peut-être pas à un point de pourcentage de la normale, comme l'affirme la mesure globale, mais elle est probablement à deux points de pourcentage de celle-ci.

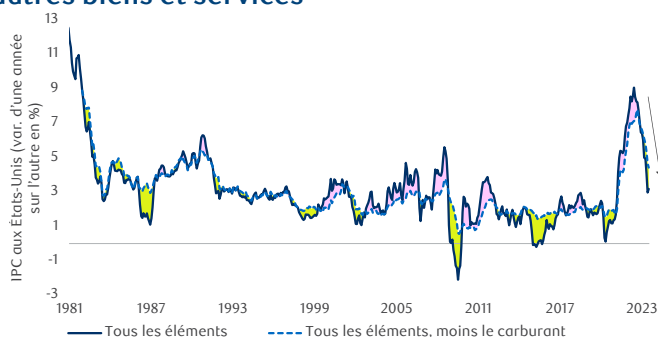
L'ampleur de l'inflation, qui correspond à la mesure dans laquelle les prix augmentent rapidement dans une grande

Figure 24 : L'inflation mondiale a diminué, mais elle demeure élevée



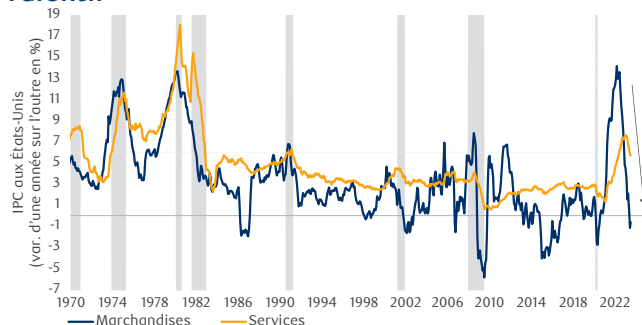
Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Haver Analytics, Macrobond, RBC GMA

Figure 25 : L'inflation de l'essence aux États-Unis a diminué beaucoup plus rapidement que pour les autres biens et services



Nota : Données en juillet 2023. Sources : Haver Analytics, Macrobond, RBC GMA

Figure 26 : L'inflation des biens a fortement diminué aux États-Unis et l'inflation des services commence à ralentir



Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMARBC GMA

partie du panier des prix, est un paramètre important pour évaluer les progrès réalisés. Ce paramètre s'est amélioré de façon spectaculaire ces derniers mois (figure 27). En chiffres, aux États-Unis, la part du panier des prix subissant des hausses annuelles d'au moins 10 % a chuté, passant d'un tiers à seulement 4 % aujourd'hui.

L'inflation des prix des logements est connue pour évoluer avec un long décalage et commence enfin à s'atténuer. L'inflation des aliments régresse également, bien que nous percevions des risques de hausse, dont la possibilité qu'il devienne plus difficile d'accéder aux exportations agricoles ukrainiennes maintenant que la Russie s'est retirée du pacte antérieur de la mer Noire, conjuguée à la chaleur extrême des derniers mois et au phénomène météorologique El Niño dans les mois à venir.

Fait encourageant, les petites entreprises se montrent moins inquiètes quant à l'inflation, bien que les attitudes ne soient pas encore entièrement revenues à la normale (figure 28). Les entreprises indiquent qu'elles envisagent de nouveau une hausse modérée des prix après une accalmie, ce qui jette un doute sur la possibilité d'une normalisation complète de l'inflation à court terme (figure 29).

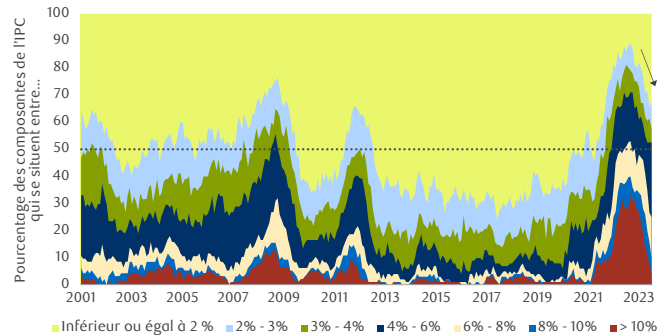
En fin de compte, nous demeurons optimistes à l'égard des perspectives d'inflation. Nous croyons que l'inflation

Figure 28 : L'inflation est le principal problème des petites entreprises



Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Étude économique menée par la NFIB auprès des petites entreprises, Macrobond, RBC GMA

Figure 27 : Les prix de la plupart des éléments augmentent plus lentement



Nota : Données en juillet 2023. Part des composantes de l'IPC dont la variation d'une année sur l'autre en % correspond aux fourchettes indiquées. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

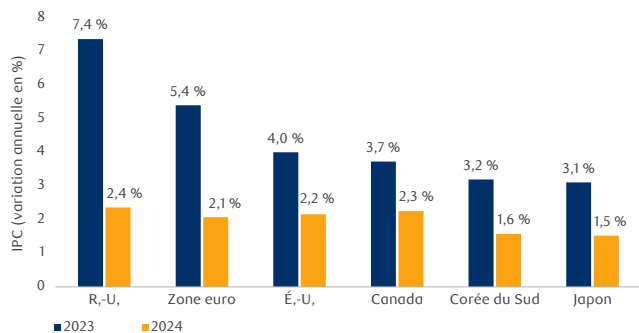
peut chuter un peu plus rapidement que ne le prévoient les marchés financiers, et atteindre un niveau légèrement supérieur à l'objectif de 2,0 % l'an prochain (figure 30). Selon nous, l'inflation au Royaume-Uni pourrait demeurer un peu plus forte qu'ailleurs, en partie parce que la croissance des salaires y est toujours en hausse, alors qu'elle suit une tendance baissière dans la plupart des autres pays (figure 31).

Figure 29 : Le pourcentage d'entreprises américaines qui prévoient augmenter les prix a chuté



Nota : Données en juillet 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Étude économique menée par la NFIB auprès des petites entreprises, Macrobond, RBC GMA

Figure 30 : Croissance de l'IPC dans les pays développés prévue par RBC GMA



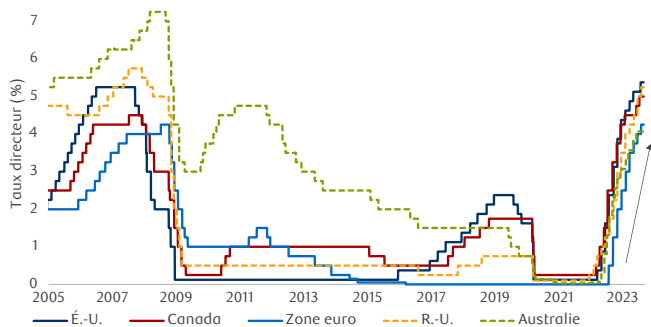
Nota : Au 24 août 2023. Source : RBC GMA

Les banques centrales approchent d'un sommet soutenu

Au cours des deux dernières années, les banques centrales ont effectué le resserrement monétaire le plus énergique depuis des décennies (figure 32). La politique monétaire est ainsi passée d'une stimulation extrême à des restrictions substantielles.

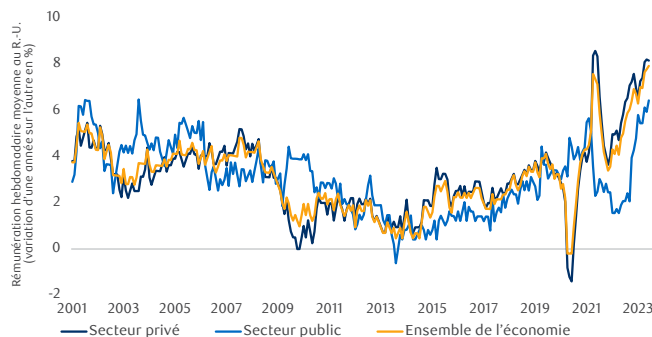
Même si les banques centrales des pays développés approchent maintenant de la ligne d'arrivée (certaines pourraient l'avoir déjà atteint et plusieurs y seront d'ici une

Figure 32 : Les banques centrales ont relevé les taux directeurs pour lutter contre l'inflation



Nota : Au 1^{er} septembre 2023. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 31 : La croissance des salaires au R.-U. monte en flèche



Nota : En date de juin 2023. Sources : Office of National Statistics du R.-U., Macrobond, RBC GMA

légère hausse de taux ou deux), le taux des fonds fédéraux corrigé de l'inflation continuera d'augmenter à mesure que l'inflation diminuera (figure 33). De plus, comme nous l'avons souligné plus tôt, les hausses de taux ne se sont pas encore pleinement répercutées sur l'économie étant donné l'effet à retardement de ces mesures.

Les banques centrales des pays émergents ont servi de baromètres tout au long de ce cycle monétaire, et certaines abaissent maintenant les taux. Il n'est pas déraisonnable de penser que de nombreuses banques centrales de pays

Figure 33 : Le taux réel des fonds fédéraux américains monte en flèche à la suite des ressernements marqués de la Fed et de la baisse de l'inflation



Nota : Au 31 août 2023. La zone ombrée représente une récession. Sources : Federal Reserve Board, Macrobond, RBC GMA

développés feront de même au cours de la prochaine année, bien que ce virage ne semble pas imminent pour la plupart d'entre elles, d'après les récents commentaires des autorités monétaires. Les banques centrales des pays développés reconnaissent que les hausses de taux ont des répercussions imprécises dans un délai incertain. Les décideurs hésiteront donc à changer rapidement de cap, de sorte que les taux directeurs pourraient rester élevés pendant une longue période. Une croissance et une inflation plus faibles que prévu justifieraient probablement des réductions de taux, mais il faudrait des données déterminantes pour convaincre les banques centrales qu'elles ne sont pas en train de reproduire l'assouplissement monétaire prématuré dont elles ont souffert dans les années 1970 et au début des années 1980.

La Banque du Japon est entrée tardivement dans le cycle de resserrement en permettant une nouvelle hausse du taux des obligations à dix ans du pays (figure 34). La banque centrale tente de limiter la dépréciation déjà massive du yen et semble croire que l'inflation élevée a suffisamment persisté pour pousser les acteurs économiques à abandonner leur vision déflationniste de longue date.

Le 1^{er} août, Fitch Ratings a abaissé la cote de la dette des États-Unis de AAA à AA+. Cette décision était entièrement justifiée, compte tenu du fardeau énorme et croissant de la dette du pays, de son déficit considérable malgré la faiblesse du taux de chômage, et de la conjoncture politique difficile qui a presque abouti à un défaut technique de paiement au printemps. La décote a entraîné l'ajout d'une petite prime de risque aux taux des obligations américaines, ce qui a contribué à la hausse des taux obligataires au cours des derniers mois. Cela dit, la situation budgétaire des États-Unis est loin d'être désespérée et la cote de crédit américaine se compare toujours favorablement à celle de nombreux grands pays parfaitement viables (figure 35).

Problèmes économiques en Chine

Après des séries de confinements liés à la pandémie, l'économie de la Chine était censée connaître un solide rebond en 2023. Le scénario a d'abord semblé se concrétiser, mais l'économie a depuis trébuché. Les données économiques sont restées constamment inférieures aux attentes générales (figure 36).

Plusieurs raisons expliquent cette faiblesse. En particulier, les exportations chinoises sont nettement en baisse par

Figure 34 : Ajustement de la politique de contrôle de la courbe des taux du Japon face à la hausse de l'inflation



Nota : Au 1^{er} septembre 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 35 : Cote de titres de créance d'État mondiaux

Pays	Cote d'emprunteur souverain		
	Moody's	S&P	Fitch
Allemagne	Aaa	AAA	AAA
Canada	Aaa	AAA	AA+
É.-U.	Aaa	AA+	AA+
France	Aa2	AA	AA-
Corée du Sud	Aa2	AA	AA-
R.-U.	Aa3	AA	AA-
Chine	A1	A+	A+
Japon	A1	A+	A
Mexique	Baa2	BBB+	BBB-
Italie	Baa3	BBB	BBB
Inde	Baa3	BBB-	BBB-
Brésil	Ba2	BB-	BB

Nota : Au 17 août 2023. Cotes d'emprunteur souverain concernant la dette à long terme en devises étrangères et locales. Sources : Fitch Ratings, Moody's Investors Services, S&P Global, Bloomberg, RBC GMA

Figure 36 : L'essor consécutif à la réouverture en Chine a été de courte durée



Nota : Au 1^{er} septembre 2023. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

rapport à l'an dernier (figure 37). Pour une économie axée sur la fabrication et le commerce, cette situation n'est pas souhaitable. La faiblesse découle notamment d'une demande mondiale plus timide, d'un rééquilibrage de cette demande vers les services au détriment des biens, et possiblement des tensions géopolitiques qui incitent de nombreuses entreprises à diversifier leur production internationale en évitant la Chine.

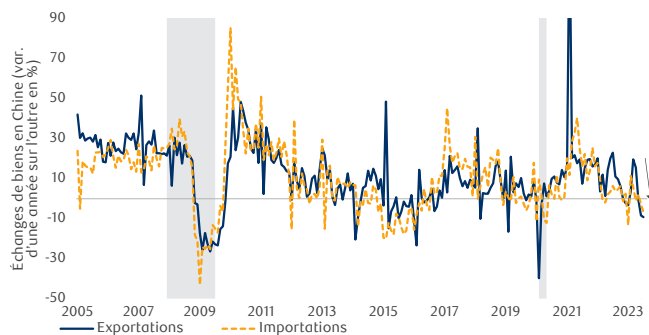
La demande intérieure en Chine est également atone. Le marché du logement continue de piétiner, alors que les ventes et les prix des maisons diminuent considérablement. Le marché résidentiel a longtemps été un bastion de la puissance économique chinoise. La morosité est opportune d'un point de vue structurel, car l'économie de la Chine était devenue beaucoup trop dépendante de l'immobilier, et les prix des maisons avaient atteint des sommets préjudiciables. Toutefois, elle se révèle très pénible à court terme. Les conséquences se sont étendues bien au-delà du logement : les consommateurs chinois se montrent avars, entre autres parce que leur patrimoine est largement concentré dans des biens immobiliers qui se déprécient en ce moment.

À long terme, les perspectives économiques de la Chine semblent également moins prometteuses que lors des décennies précédentes. Il est peu probable que le marché du logement redevienne le puissant moteur qu'il a été. La situation démographique est extrêmement difficile pour les

années à venir. Les frictions géopolitiques avec les États-Unis risquent de jeter une ombre sur la Chine (et, dans une moindre mesure, le monde) pendant une longue période. Enfin, d'un point de vue idéologique, la Chine s'éloigne des forces du marché pour revenir à un contrôle autoritaire, ce qui pourrait entraver la croissance de la productivité. Par conséquent, nous supposons maintenant que la croissance économique « normale » en Chine s'établit à un taux annualisé de seulement 3 % à 4 %, ce qui est sensiblement moins qu'avant la pandémie, sans parler des décennies précédentes. Parmi les grands pays, l'Inde devrait connaître la croissance la plus rapide (figure 38).

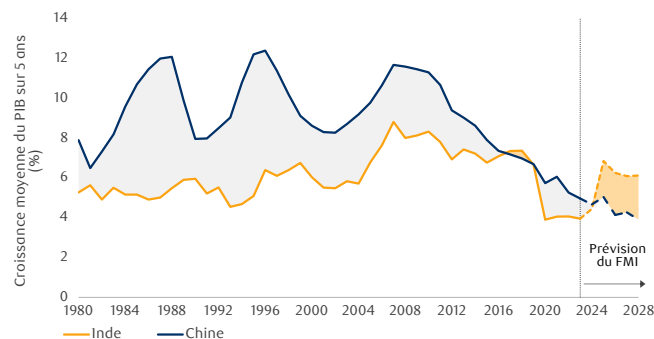
Malgré toutes ces nouvelles véritablement mauvaises, le pessimisme à l'égard de la Chine est probablement exagéré en ce moment. Une croissance moyenne de 3 % à 4 % dépasse encore largement celle de l'ensemble des pays développés, et le pays est si énorme qu'il continuera de générer l'apport le plus important à la croissance économique mondiale dans un avenir prévisible. Les décideurs chinois n'ont pas non plus été totalement inactifs face à la récente faiblesse cyclique. Les forces expansionnistes comprennent des baisses de taux d'intérêt, une dépréciation de la monnaie, un assouplissement des règles du marché du logement, des réductions d'impôt pour les petites entreprises et un plan de sauvetage pour les gouvernements locaux endettés.

Figure 37 : Les échanges commerciaux de la Chine fléchissent



Nota : Données en juillet 2023. Échanges de biens en renminbis. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 38 : Croissance économique : l'Inde dépassera la Chine dans le futur



Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI (avril 2023), Macrobond, RBC GMA

L'essor démographique du Canada

L'économie canadienne commence à ralentir et est susceptible d'entrer en légère récession, à l'instar de ses pairs. Les taux d'intérêt ont monté en flèche au Canada, et le niveau élevé de sensibilité du pays aux taux d'intérêt le rend plus vulnérable que les États-Unis.

Malgré un certain regain de vigueur du marché canadien du logement au printemps, nous prévoyons un retour des difficultés (figure 39). L'accessibilité à la propriété s'est quelque peu améliorée par rapport à son pire niveau grâce à la chute des prix des maisons en 2022. Toutefois, elle demeure plutôt médiocre par rapport aux niveaux d'avant la pandémie, sans parler des normes historiques (figure 40). La durée médiane des précédentes crises du logement dans les pays développés a été de 6,6 ans, ce qui donne à penser que la faiblesse devrait persister encore longtemps.

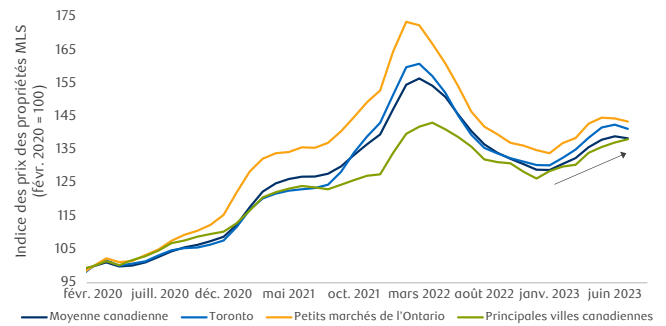
L'économie canadienne a aussi récemment été mise à mal par une série de chocs temporaires, notamment une grève portuaire majeure sur la côte ouest et une série d'immenses feux de forêt.

Par contre, les institutions financières du Canada semblent avoir évité les problèmes qui ont récemment accablé certaines banques régionales américaines de premier plan.

En outre, le Canada connaît un essor démographique énorme qui a permis d'accroître la population de plus d'un million de personnes au cours de la dernière année (figure 41). La population globale a ainsi grimpé à plus de 40 millions de personnes, et une étude récente indique que le nombre exact pourrait être plus proche de 41 millions. Le fait est que le Canada a connu une explosion démographique, ce qui a stimulé la demande de biens et de services et a rendu l'économie sujette à une croissance encore plus rapide.

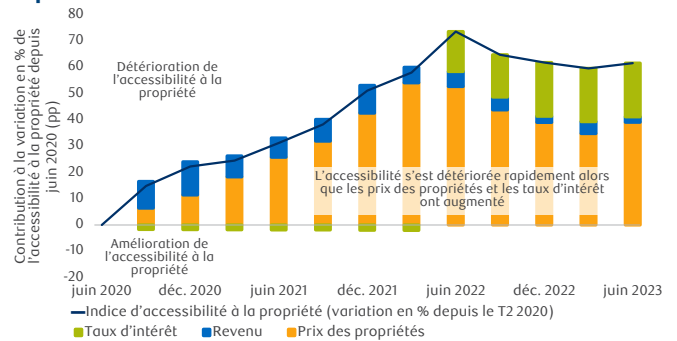
Il est possible que cette remarquable évolution démographique empêche le Canada de tomber en récession. Nous sommes cependant enclins à croire qu'une récession au nord du 49^e parallèle demeure plus probable qu'improbable. L'une des raisons est que l'essor démographique devrait bientôt ralentir à mesure que le pays rattrapera ses objectifs d'immigration d'avant la pandémie, et étant donné que la majorité des étudiants étrangers et des travailleurs étrangers temporaires sont déjà revenus.

Figure 39 : Les prix des propriétés au Canada stagnent à nouveau



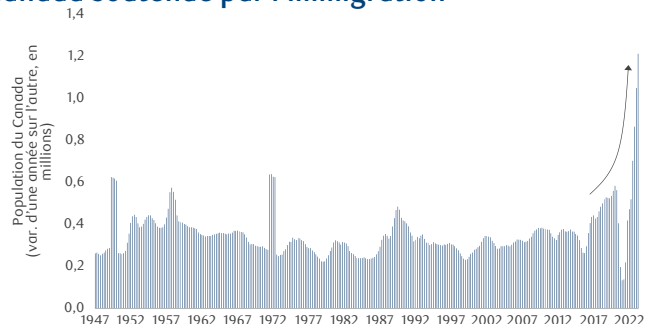
Nota : Données en juillet 2023. Sources : ACI, Macrobond, RBC GMA

Figure 40 : Facteurs influant sur l'accessibilité à la propriété au Canada



Nota : Données au T2 de 2023. L'indice de l'accessibilité à la propriété mesure les frais de possession actuels d'une propriété par rapport à la norme historique. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 41 : Croissance démographique record au Canada soutenue par l'immigration



Nota : Données au T2 de 2023. Sources : Statistique Canada, Macrobond, RBC GMA

Conclusion

C'est un moment de l'histoire qui exige de la patience. Voici un an que nous assistons à une croissance économique vigoureuse et à un rebond des actifs risqués. Il serait donc tentant de jeter aux oubliettes la vieille hypothèse sur la récession. L'histoire montre toutefois qu'il existe un décalage important entre un durcissement monétaire et l'avènement d'une récession. De plus, nos feuilles de pointage de la récession et du cycle économique nous incitent toujours au pessimisme. Une récession est donc loin d'être écartée. Le recul de l'inflation est une bonne nouvelle, mais il n'est pas encore suffisant pour persuader les banques centrales de commencer à réduire les taux d'intérêt.

Dans ce contexte, nous maintenons une répartition de l'actif qui, bien que théoriquement neutre, est en réalité plus prudente qu'à tout autre moment au cours de la dernière décennie. Cette approche permettra de tirer parti de valorisations encore plus faibles en cas de récession. Et dans un autre scénario où il n'y aurait pas de récession, nous pourrions trouver un réconfort dans le fait que nous détenons des placements à revenu fixe qui procurent certains des rendements en revenu les plus élevés des dernières décennies, ainsi qu'un potentiel d'appréciation du capital dans divers scénarios.



Déclaration

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Il n'a pas non plus pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Ce document ne peut pas être distribué aux investisseurs résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited et RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris par PH&N Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de qui elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au www.rbcgam.com.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, s'il est approprié et permis de le faire, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions contenues dans le présent document reflètent le jugement et le leadership éclairé de RBC GMA, et peuvent changer à tout moment. Ces opinions sont données à titre indicatif seulement et ne visent pas à fournir des conseils financiers ou liés aux placements et ne doivent pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA n'est pas tenue de mettre à jour ces opinions.

RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier ces renseignements, ou de cesser de les publier.

Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Comme toutes les stratégies de placement, celle-ci comporte un risque de perdre la totalité ou une partie du montant investi. Les rendements estimatifs indiqués, le cas échéant, sont présentés à titre indicatif seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Les rendements réels pourraient être supérieurs ou inférieurs à ceux indiqués, et pourraient varier considérablement, surtout à court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme étant des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2023

Date de publication : 15 septembre 2023

(09/2023)

ECONOMIC OUTLOOK_FALL 2023_FA 10/04/2023

