

Perspectives économiques



NOVEL AN 2023

Émergence de facteurs positifs dans un monde en crise



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

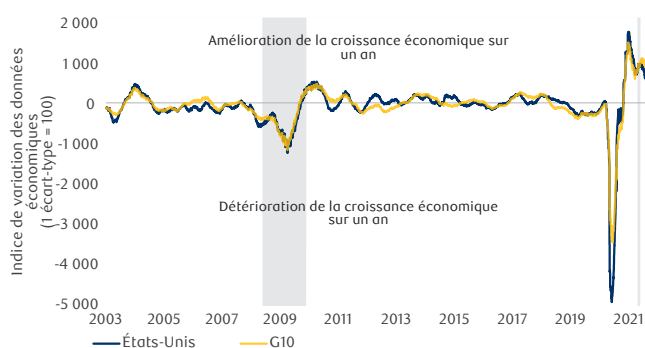
Les principaux thèmes macroéconomiques restent les mêmes : l'inflation demeure beaucoup trop élevée, les banques centrales continuent de rehausser les taux d'intérêt, et non seulement l'économie ralentit (figure 1), mais elle devrait aussi plonger dans la récession.

Cependant, plusieurs évolutions significatives, quoique discrètes, sont en train de changer le cours de l'histoire. Tous ces changements sont positifs.

Plus important encore, l'inflation semble avoir atteint un sommet (figure 2), car les facteurs qui l'avaient propulsée au départ se sont renversés. Il est peu probable que l'inflation diminue rapidement ou sans accrocs, mais cette menace devrait s'apaiser au cours des six prochains mois et être

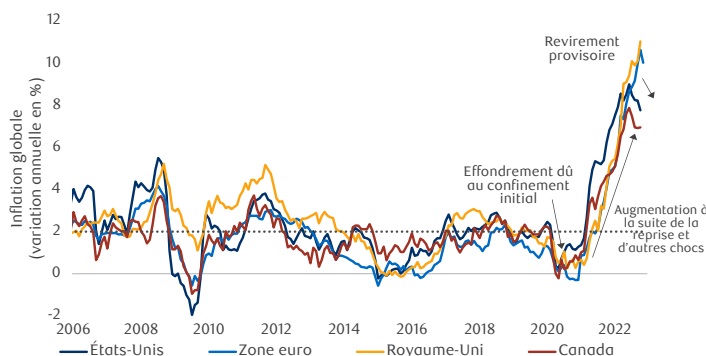
considérablement vaincue d'ici un an. Par conséquent, les banques centrales ressentent un peu moins de pression pour faire monter les taux d'intérêt. Il reste encore du chemin à faire, mais la fin est en vue.

Figure 1 : Détérioration de la croissance économique mondiale



Nota : Au 2 décembre 2022. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

Figure 2 : L'inflation demeure élevée dans les principales économies



Nota : Canada, Royaume-Uni et États-Unis, en date d'octobre 2022 ; zone euro, en date de novembre 2022. Sources : Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics, Statistique Canada, Office statistique de l'Union européenne, Haver Analytics, RBC GMA

Enfin, bien qu'une récession demeure probable, quelques bonnes nouvelles ont récemment été annoncées. L'économie américaine a mieux résisté que prévu durant les derniers trimestres. En Europe, les prix du gaz naturel ont reculé, et par conséquent les prévisions de récession ne sont plus aussi effrayantes qu'en début de crise. En Chine, le récent allègement des restrictions liées à la COVID-19 devrait estomper une partie des déboires économiques subis par le pays.

Malgré ces améliorations progressives de l'économie, nous maintenons des prévisions de croissance inférieures aux prévisions générales pour l'année à venir. La récession semble inévitable dans un tel contexte de hausse des coûts d'emprunt, d'inflation élevée et d'une myriade d'autres problèmes.

Que les marchés choisissent de s'appesantir sur le ralentissement de la croissance ou sur la baisse de l'inflation, le marché obligataire est capable d'obtenir de solides rendements. La question est de savoir comment se comportera le marché boursier. La baisse de l'inflation est un point positif important, qui pourrait aider les actions à prendre de la valeur. Mais une économie faible est clairement un point négatif, qui risque de nuire aux bénéficiaires.

Compte tenu de l'asymétrie risque-rendement entre les obligations et les actions, nous conservons une plus grande pondération en titres à revenu fixe qu'il y a un an. Mais une fois que les banques centrales auront terminé leur cycle de resserrement et que la croissance économique commencera à rebondir, le marché boursier aura de bonnes chances de devenir le plus performant. Sur un horizon de placement à moyen terme, il est exceptionnel que les perspectives soient bonnes à la fois pour les actions et pour les obligations, en raison de points de départ déprimés.

L'inflation culmine

L'inflation reste près de quatre fois supérieure à la normale. Cela pose problème pour deux raisons. Tout d'abord, l'inflation elle-même nuit gravement à l'économie, car elle effrite le pouvoir d'achat et influe sur les décisions relatives aux dépenses et aux placements.

Deuxièmement, les banques centrales, dans leur empressement à rétablir l'inflation à des niveaux normaux,

ont resserré leur politique monétaire à un rythme effréné qui affecte la croissance économique à court terme.

Pourquoi l'inflation a-t-elle soudainement explosé à des niveaux aussi problématiques après des décennies de sommeil ? Il n'y a pas une cause en particulier. Il est difficile d'imaginer qu'un facteur exerce à lui seul suffisamment de pression pour créer une inflation de cette ampleur.

Le déclencheur a été la combinaison de plusieurs facteurs qui ont exercé une forte pression haussière de façon simultanée. Les principaux facteurs à l'origine de la flambée inflationniste ont été les problèmes massifs de la chaîne logistique, le choc des matières premières, l'excès de stimulation monétaire et l'excès de stimulation budgétaire.

Heureusement, ces quatre facteurs se sont infléchis depuis. L'inflation commence à céder du terrain et devrait continuer sur cette voie.

Les problèmes de chaîne logistique ont été le premier facteur à l'origine de l'inflation. Les nouvelles préférences en matière de demande, conjuguées à l'engorgement des capacités de production, ont en effet limité la disponibilité d'un large éventail de biens et poussé les prix vers le haut. Heureusement, ces tendances se sont presque inversées (figure 3). Le coût des expéditions est en chute libre, il n'y a plus autant d'engorgement de navires en attente de déchargement au port, les taux d'utilisation des

Figure 3 : Les tensions dans les chaînes logistiques mondiales se sont considérablement atténuées



Nota : En octobre 2022. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J.J. Groen et Adam I. Noble, « A New Barometer of Global Supply Chain Pressures » (nouveau baromètre des tensions dans les chaînes logistiques mondiales), Federal Reserve Bank de New York, Liberty Street Economics, Macrobond, RBC GMA

entrepôts diminuent, le rapport entre l'offre et la demande de camions s'est rapproché de l'équilibre, et le coût des puces d'ordinateurs – produits quasiment introuvables jusque-là – est en baisse. Le ralentissement de l'économie devrait permettre de résoudre la plupart des problèmes qui persistent dans la chaîne logistique.

Le choc des marchandises a été déclenché par deux événements. Une partie est venue de la rapidité de la reprise lors de l'assouplissement des restrictions sanitaires – un sursaut que les producteurs de ressources n'avaient pas anticipé. L'autre partie est venue de l'attaque de la Russie contre l'Ukraine, qui a entravé l'économie de l'Ukraine riche en ressources et s'est soldée par des sanctions de grande envergure contre la Russie. Les prix des marchandises se sont envolés, notamment ceux du gaz naturel et du pétrole.

Heureusement, les prix des marchandises ont commencé à se replier par la suite (figure 4). Cela est dû au ralentissement de la croissance de la demande, et au fait que les producteurs de ressources ont eu le temps de rattraper leur retard. De plus, en dépit des craintes initiales, une partie des ressources russes et ukrainiennes ont trouvé le chemin du marché. Ce déclin devrait contribuer à atténuer l'inflation.

Gardons à l'esprit que tout ce qui est nécessaire pour que les prix des marchandises cessent d'exercer une pression haussière sur l'inflation est qu'ils se stabilisent à peu près. Il n'est nul besoin qu'ils reviennent entièrement aux niveaux d'avant la pandémie. Il est toujours hasardeux de prédire les

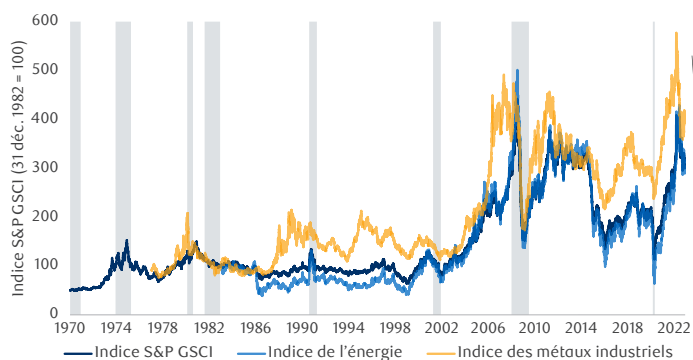
prix des marchandises. Cela dit, le scénario le plus probable à court terme est que la plupart des prix continueront de baisser en même temps que l'économie perdra de la vitesse.

Les décideurs ont aussi une part de responsabilité dans l'inflation galopante, que ce soit en raison de politiques monétaires ou budgétaires. Les banques centrales ont sans doute maintenu les taux d'intérêt trop bas et leurs bilans trop lourds pendant trop longtemps, ce qui a gonflé l'offre de liquidités. Bien qu'il ait fallu un certain temps aux banquiers centraux pour reconnaître cette erreur, ils ont depuis réagi avec une détermination inédite depuis une génération. Les taux directeurs nord-américains sont passés de niveaux proches de zéro à des niveaux bien au-dessus de la neutralité, ce qui implique que la politique monétaire, après avoir stimulé l'inflation, l'a étouffée.

En même temps, la politique budgétaire est restée trop généreuse pendant trop longtemps, les gouvernements ayant injecté de l'argent dans l'économie même après la normalisation du taux de chômage et le recul de la menace de faillites en série.

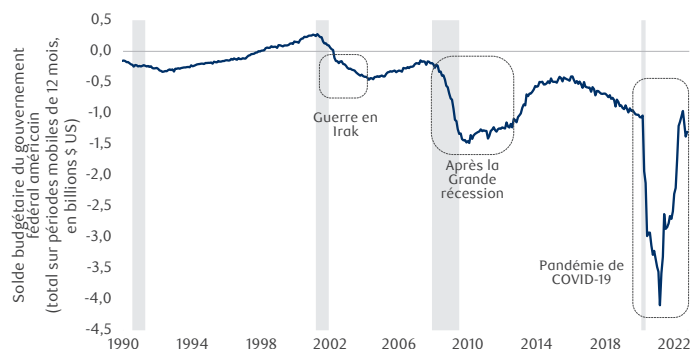
Bien que les gouvernements continuent de dépenser des fortunes sur une base absolue, le fait le plus important est que les déficits budgétaires ont fondu au cours de la dernière année, et c'est quelque chose qui freine l'économie (figure 5). Étant donné que les stimulations budgétaires ont un effet décalé dans le temps, ce coup de frein devrait persister en 2023. Aux États-Unis, le déficit budgétaire est passé d'un

Figure 4 : Les craintes de récession font baisser les prix des marchandises



Nota : Au 1^{er} décembre 2022. La zone ombrée représente une récession.
Sources : S&P, Macrobond, RBC GMA

Figure 5 : Le déficit budgétaire aux États-Unis a diminué sensiblement



Nota : En octobre 2022. Sources : Macrobond, RBC GMA

montant sans précédent de 4 billions de dollars au pire de la pandémie à environ 1 billion de dollars aujourd'hui.

Pourquoi donc est-il peu plausible que l'inflation revienne à 2 % en peu de temps, sans même parler d'une chute en territoire négatif, alors même que les principaux facteurs inflationnistes ont changé de direction ? La réponse est qu'il existe de nouvelles pressions inflationnistes qui pourraient retarder le déclin de l'inflation.

La croissance nominale des salaires augmente à un rythme soutenu, du fait que les marchés du travail sont exceptionnellement tendus. Même si nous ne nous attendons pas à une véritable spirale prix-salaires, la hausse des salaires pourrait empêcher l'inflation de s'apaiser aussi rapidement que ce que l'on pourrait espérer.

Le fait que les pressions inflationnistes ne proviennent plus d'une poignée de produits coûteux est une autre source de complication. L'inflation s'est répercutée dans pratiquement tout le panier des dépenses de consommation. Les effets de premier niveau (comme la hausse des prix de l'énergie) ont en effet ricoché à un second niveau (comme les coûts de transport plus élevés) et continué de se propager en cascade (figure 6). Il faudra plus de temps pour que ces répercussions en cascade arrivent à leur fin.

Enfin, la récente flambée d'inflation a été si brutale et traumatisante que bon nombre de ménages et de sociétés

resteront sous le choc pendant un certain temps, avec une fausse impression d'inflation élevée, ce qui n'aidera pas l'inflation réelle à se résorber.

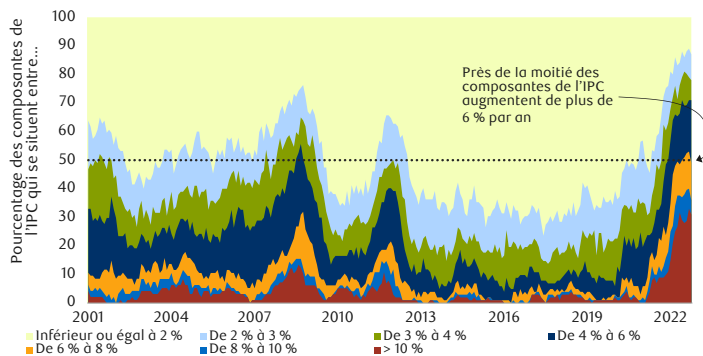
Il faut aussi tenir compte des décalages dans le temps. Même si les prix des maisons et les coûts de location ont commencé à reculer, la composante des logements de l'IPC américain, traditionnellement à la traîne, est restée dans le rouge. Cette pression inflationniste particulière – récemment responsable de près de la moitié des hausses de prix – pourrait ne pas se renverser de façon significative avant la fin de 2023.

Il est rassurant de constater qu'en plus de solides arguments théoriques selon lesquels l'inflation devrait s'apaiser, il existe des preuves empiriques démontrant que les sociétés modifient leur comportement en matière de prix. La part des entreprises américaines qui prévoient hausser les prix a chuté au cours des derniers mois (figure 7).

Un peu plus de la moitié des variables suivies dans notre feuille de pointage de l'inflation se comportent d'une manière cohérente avec un déclin de l'inflation, et 40 % des variables montrent de premiers signes de déclin. Seulement 10 % refusent de bouger dans le bon sens. C'est un résultat encourageant.

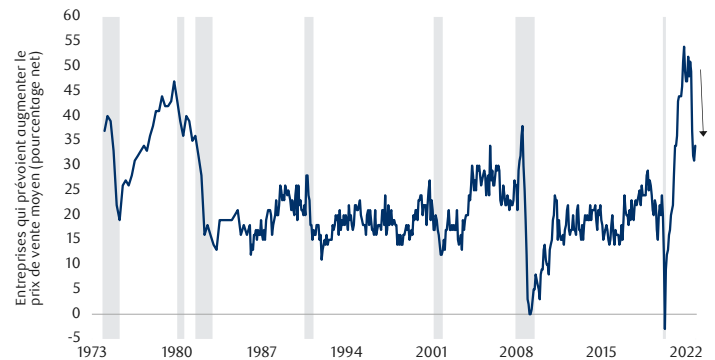
En bref, l'inflation devrait perdre de la vitesse à partir de maintenant, mais il est peu probable qu'elle disparaisse complètement à court terme. Nous avons des prévisions

Figure 6 : L'inflation aux États-Unis touche tous les domaines



Nota : En octobre 2022. 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

Figure 7 : Le pourcentage d'entreprises américaines qui prévoient augmenter les prix chute de façon vertigineuse



Nota : En octobre 2022. La zone ombrée représente une récession. Sources : Étude économique menée par la NFIB auprès des PME, Macrobond, RBC GMA

d'inflation inférieures aux prévisions générales pour 2023. Autrement dit, nous sommes plus optimistes que le marché à l'égard de ce retournement (figure 8).

La baisse de l'inflation pourrait s'avérer plus fastidieuse dans la zone euro et au Royaume-Uni, compte tenu des difficultés inhérentes à la région comme l'affaiblissement des devises et les pénuries d'énergie. Cependant, il se peut qu'un sommet ait déjà été atteint.

La situation économique

La reprise la plus rapide de l'histoire s'explique par le fait que l'économie mondiale s'est retrouvée confrontée à une demande excédentaire il y a un an. Les économies demeurent dans la même situation aujourd'hui, comme en témoigne la persistance des taux de chômage les plus bas depuis des décennies dans certains pays.

Toutefois, le contexte économique évolue considérablement. De multiples obstacles se sont dressés sur le chemin de la reprise : hausses de taux agressives, prix élevés, resserrement des conditions financières, choc des marchandises, remous dans l'économie chinoise et restrictions budgétaires.

Bien que l'économie américaine, en particulier, tienne le coup mieux que prévu, il y a tout de même des signes de ralentissement dans l'air. Du fait que la hausse des taux d'intérêt et le prix élevé de l'essence font du mal au porte-monnaie des consommateurs, le taux d'épargne des particuliers est presque au plus bas de l'histoire (figure 9). La baisse de l'épargne laisse entrevoir une diminution des dépenses à l'avenir, et la plupart des consommateurs indiquent qu'ils prévoient dépenser moins en raison de l'inflation élevée. En particulier, l'appétit pour les dépenses discrétionnaires et les articles coûteux est en recul (figure 10).

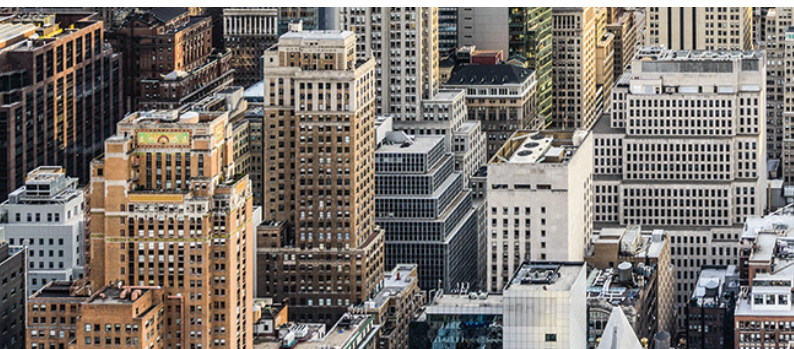
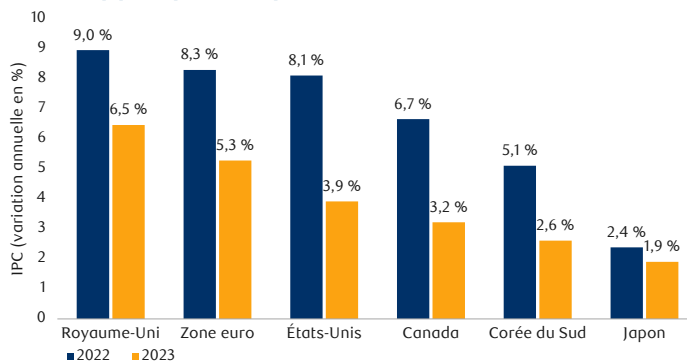
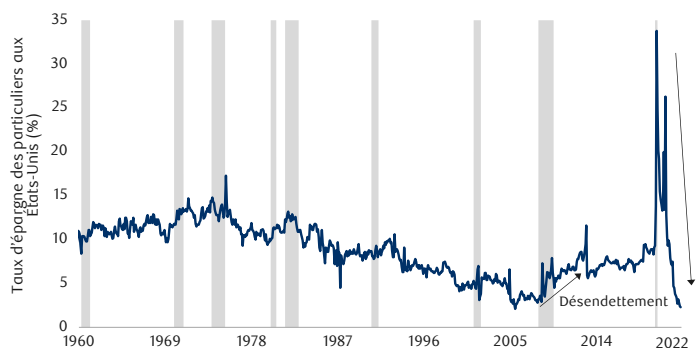


Figure 8 : Croissance de l'IPC dans les pays développés prévue par RBC GMA



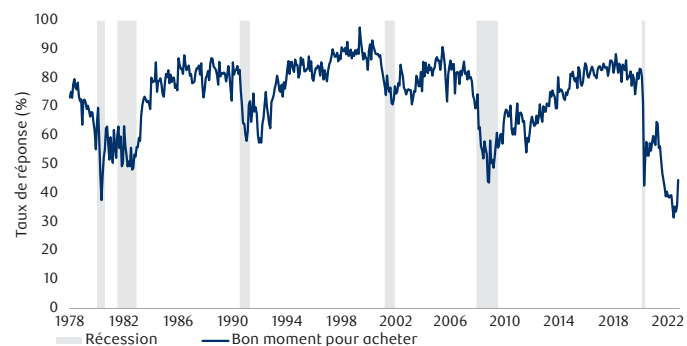
Nota : Au 23 novembre 2022. Source : RBC GMA

Figure 9 : Le taux d'épargne des particuliers aux États-Unis approche de son niveau le plus bas



Nota : En octobre 2022. La zone ombrée représente une récession. Sources : BEA, Macrobond, RBC GMA.

Figure 10 : Les consommateurs américains ne pensent pas que le moment soit propice pour acheter des biens ménagers durables de grande taille



Nota : En octobre 2022. Sources : Université du Michigan, Macrobond, RBC GMA

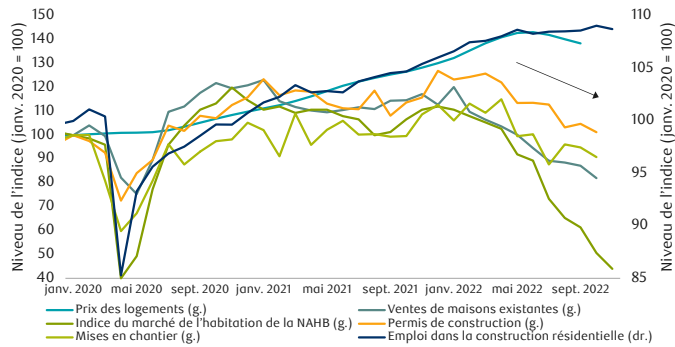
Le secteur de l'immobilier, qui est le plus sensible aux taux d'intérêt, a plongé dans le monde entier (figure 11).

De plus, les attentes des entreprises se sont considérablement assombries, et dans certains cas, elles ont atteint des niveaux représentatifs d'une récession (figure 12). Le cycle des stocks s'est nettement inversé, ce qui est généralement un signe annonciateur de faiblesse économique (figure 13).

En revanche, les marchés du travail ont affiché une solide résilience, les taux de chômage restant minimes tandis que

les embauches demeurent robustes. Mais il y a des indices de tassement imminent. Les mises à pied augmentent (figure 14), surtout dans le secteur de la technologie. Par ailleurs, les offres d'emploi ont commencé à diminuer, même si la base de comparaison est élevée (figure 15). Moins de travailleurs quittent volontairement leur emploi, signe qu'ils perdent confiance dans leur capacité à en trouver un autre. Nous pensons que le marché de l'emploi s'affaiblira en 2023, mais sans doute pas à l'échelle habituelle, car les entreprises s'efforcent de conserver plus de travailleurs que d'habitude après s'être battues pour les recruter ces dernières années.

Figure 11 : Les statistiques du marché du logement aux États-Unis laissent paraître une faiblesse



Nota : Indice des prix des logements Case-Shiller en date de septembre 2022 ; permis de construction, mises en chantier et ventes de maisons existantes en date d'octobre 2022 ; emploi et indice du marché de l'habitation de la NAHB en date de novembre 2022. Sources : BLS, Census Bureau, NAHB, NAR, S&P, Macrobond, RBC GMA

Figure 12 : Les entreprises américaines réduisent leurs attentes



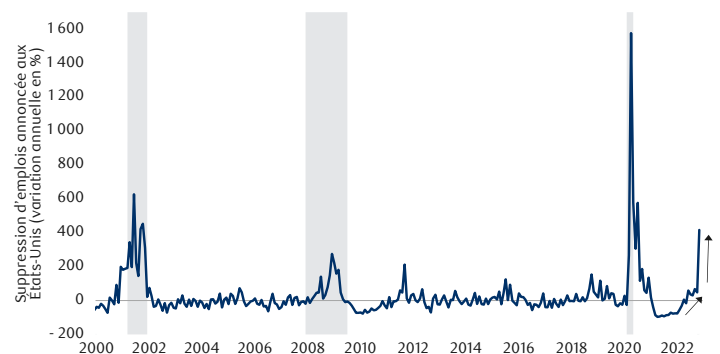
Nota : En octobre 2022. Analyse des composantes principales fondée sur l'indice d'optimisme de la NFIB et les perspectives du monde des affaires, les nouvelles commandes selon les indices ISM du secteur manufacturier et du secteur tertiaire, et les attentes des chefs de la direction à l'égard de l'économie selon The Conference Board. Sources : The Conference Board, ISM, NFIB, Macrobond, RBC GMA

Figure 13 : Hausse du ratio stocks-ventes aux États-Unis alors que les stocks s'accroissent et que les ventes diminuent



Nota : En date de septembre 2022. Ratio stocks-ventes réel de l'ensemble des secteurs manufacturiers et commerciaux. La zone ombrée représente une récession. Sources : BEA, Haver Analytics, RBC GMA

Figure 14 : Les annonces de suppression d'emplois s'accroissent aux États-Unis



Nota : En date de novembre 2022. Sources : Challenger, Gray & Christmas, Inc., Macrobond, RBC GMA

La plupart des indicateurs économiques s'effritent en ce moment, même s'ils demeurent loin des seuils de récession (figure 16).

Nous pensons que la croissance continuera de décliner en 2023, avec à la clé une récession dans le monde développé (figure 17). Bien qu'il soit rare que les économies émergentes se contractent complètement, nous prévoyons que la plupart d'entre elles ralentiront en 2023 (figure 18). En définitive, le PIB mondial est en voie de croître de 2,1 % seulement en 2023 – moins d'un tiers de sa croissance de 2021, et un peu plus de la moitié de sa croissance de 2022.

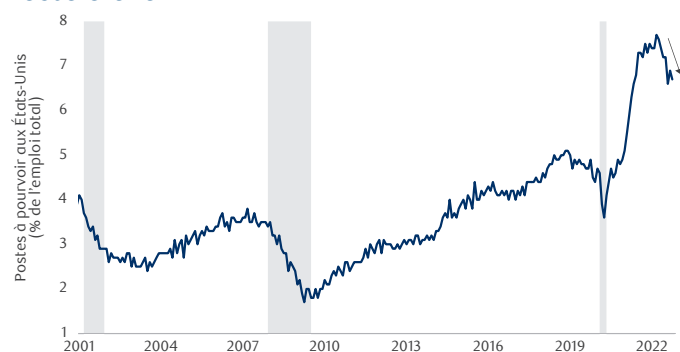
Nos prévisions de croissance sont généralement inférieures aux prévisions générales, ce qui indique que selon nous le

ralentissement économique sera pire que les anticipations des investisseurs.

Les indicateurs de récession

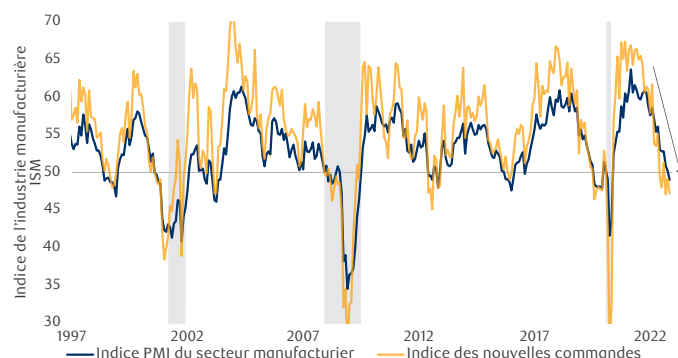
Nous surveillons une douzaine d'indicateurs de récession qui se sont souvent vérifiés par le passé à l'approche d'une récession (figure 19). Ces signaux comprennent l'inversion de la courbe de rendement, l'entrée dans un cycle de resserrement monétaire et l'inflation élevée. Aucun de ces signaux n'est parfait en lui-même, mais pris ensemble, ils donnent des informations utiles sur la probabilité d'une récession. À l'heure actuelle, la majorité des indicateurs signalent qu'une récession est probable, et la part de ces indicateurs augmente.

Figure 15 : Le taux des postes à pourvoir aux États-Unis descend des sommets records, mais reste élevé



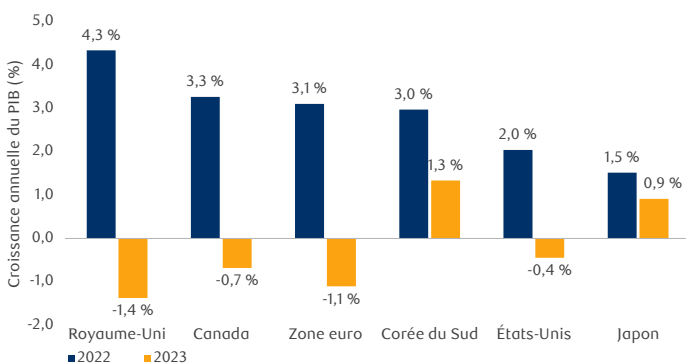
Nota : En octobre 2022. Estimations pour toutes les entreprises non agricoles du secteur privé. La zone ombrée représente une récession. Sources : BLS, Macrobond, RBC GMA

Figure 16 : Détérioration de l'activité manufacturière aux États-Unis



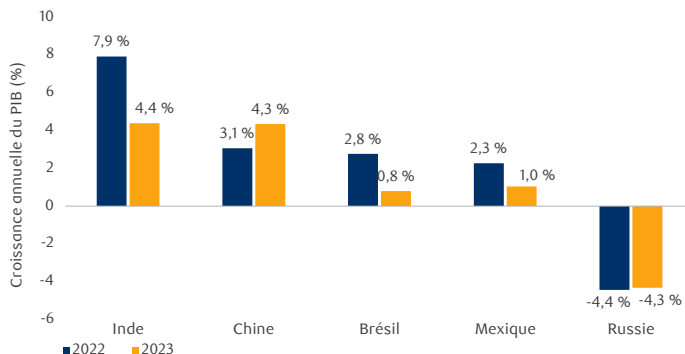
Nota : En date de novembre 2022. La zone ombrée représente une récession. Sources : ISM, Haver Analytics, RBC GMA

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



Nota : Au 23 novembre 2022. Source : RBC GMA

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



Nota : Au 23 novembre 2022. Source : RBC GMA

Nous pouvons aussi estimer la probabilité d'une récession d'après le moment du cycle économique. L'idée qui sous-tend la théorie du cycle économique est qu'il existe des modèles récurrents dans les expansions économiques, et qu'une économie qui a beaucoup de marge de manœuvre pour croître est généralement différente de celle qui est sur le point de fléchir. Notre feuille de pointage du cycle économique conclut que l'économie américaine est plus susceptible d'être en fin de cycle (figure 20). Or, cette situation précède habituellement une récession de plusieurs trimestres tout au plus.

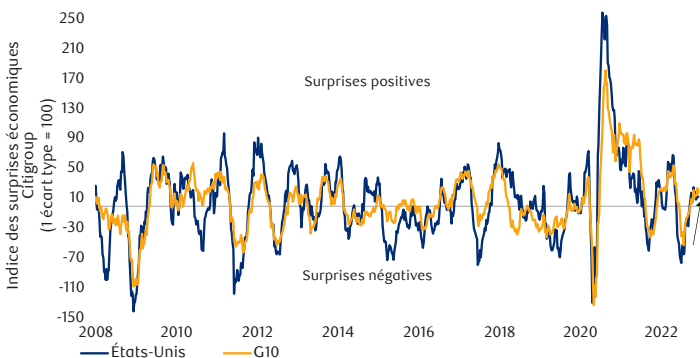
En conclusion, la récession continue de sembler beaucoup plus probable qu'improbable. La probabilité est de 80 % pour les États-Unis et le Canada, et plus élevée pour la zone euro

Figure 19 : La plupart des signaux de récession ont basculé vers le « oui »

Signal	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
Choc pétrolier	Oui
Resserrement des conditions financières	Oui
Bond des demandes de prestation d'assurance-chômage	Oui
Cycle de resserrement monétaire	Probable
Tendance de nouvelles sur la « récession » dans Google	Probable
Modèle de récession de RBC GMA	Peut-être
Chute de l'indicateur avancé Duncan	Peut-être
Augmentation du chômage	Non, mais pourrait changer

Nota : Données au 15 novembre 2022. Analyse de l'état de l'économie aux États-Unis. Source : RBC GMA

Figure 21 : Les surprises économiques mondiales rebondissent et deviennent positives



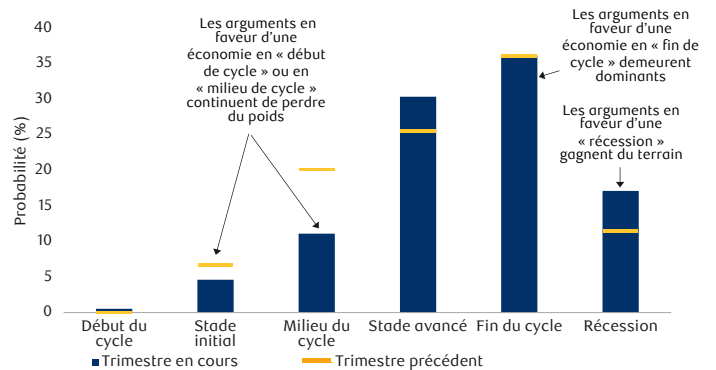
Nota : Au 2 décembre 2022. Sources : Citigroup, Bloomberg, RBC GMA

et le Royaume-Uni. En fait, une récession est peut-être déjà engagée au Royaume-Uni.

Cela dit, la probabilité et l'ampleur de la récession attendue ont légèrement reculé au cours des derniers mois, les indicateurs économiques ayant fait preuve d'une plus grande résilience que prévu. Les surprises économiques se sont avérées plus positives que négatives. Cette tendance reflète surtout des attentes extrêmement basses, plutôt que des résultats économiques robustes (figure 21).

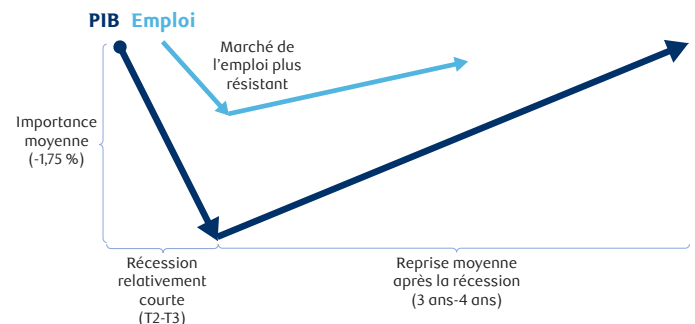
Si une récession se matérialise, nous pensons toujours qu'elle sera d'une ampleur moyenne dans la plupart des territoires, avec une baisse de la production de l'ordre de 1,75 % entre le sommet et le creux (figure 22). Pour leur part,

Figure 20 : Feuille de pointage du cycle de l'économie américaine



Nota : Données au 15 novembre 2022. Calcul effectué à l'aide de la technique de la feuille de pointage par RBC GMA. Source : RBC GMA

Figure 22 : Hypothèses relatives au scénario de récession



Nota : Au 30 août 2022. Source : RBC GMA

les marchés financiers n'anticipent qu'une récession modeste. Il est à noter que même si nos prévisions correspondent à une récession moyenne, elles sont moins élevées que lors des deux derniers plongements. Bien que le manque de soutien monétaire plaide en faveur d'un déclin profond, la perspective d'un marché du travail plus résilient que d'habitude indique le contraire.

Le déclin de la production devrait durer trois trimestres tout au plus, avec une reprise modérée vers la fin de 2023. Il est peu probable que les décideurs choisissent de stimuler une reprise à tout crin comme en 2020-2021, compte tenu des distorsions et des excès qui en ont résulté. Mais il est également peu probable que la reprise soit aussi lente que celle des années anémiques qui ont suivi la grande crise financière.

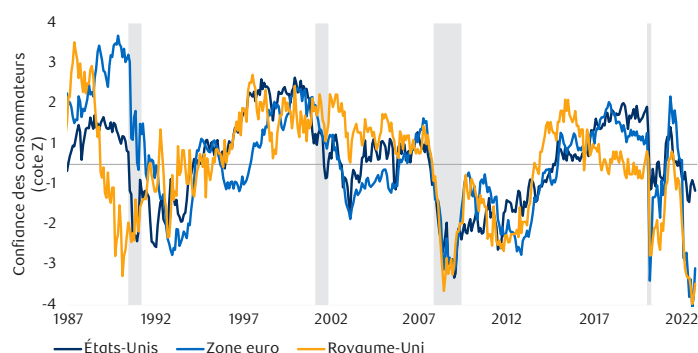
Il est important de signaler que même si cette récession est d'une ampleur moyenne, elle ne se fera peut-être pas sentir si fortement. D'une part, s'il y a moins de pertes d'emploi, il devrait y avoir moins de souffrance aiguë, parce que ce sont les pertes d'emploi qui déclenchent les problèmes en cascade comme les faillites et les brutales réductions de dépenses. Ces problèmes ne se manifestent pas dans la même mesure si le poids de la baisse des revenus est réparti plus équitablement.

Deuxièmement, même si le PIB réel devait reculer, le PIB nominal devrait continuer à croître, puisque l'inflation élevée procure un certain coussin de protection. Autrement dit, la quantité de choses produites devrait baisser, mais pas le montant payé pour se les procurer et le revenu qui en serait tiré. Les salaires nominaux, les bénéfices des sociétés et les recettes publiques ne déclineraient pas autant que lors d'une récession normale. Bien qu'une grande partie de ces avantages soit d'ordre psychologique plutôt que réel, ils pourraient empêcher l'apparition d'un cercle vicieux composé de pessimisme croissant et d'activité en déclin.

Différences entre les pays

Certains facteurs observés dans le monde entier, tels que la hausse des taux d'intérêt et les prix élevés du carburant, suggèrent que la plupart des pays devraient connaître le même modèle de ralentissement économique en 2023. Néanmoins, d'importantes distinctions se profilent entre les pays. Les indicateurs de la confiance des consommateurs font ressortir ce fossé. La confiance n'a que légèrement diminué

Figure 23 : La confiance des consommateurs a chuté considérablement



Nota : En date de novembre 2022. La zone ombrée représente une récession aux États-Unis. Sources : Conference Board, Commission européenne (DG ECFIN), GfK UK, Université du Michigan, Macrobond et RBC GMA

aux États-Unis, alors que la zone euro et le Royaume-Uni ont subi de profonds reculs (figure 23).

L'économie américaine semble plus robuste que la plupart des autres économies, et ce, pour plusieurs raisons. Le pays est moins sensible aux taux d'intérêt, compte tenu de la faiblesse de l'endettement des ménages et d'un marché hypothécaire qui protège les emprunteurs contre les fluctuations de taux d'intérêt par le biais de prêts sur 30 ans.

Les nouvelles initiatives dans le domaine des infrastructures, combinées à la campagne « Achetez américain » et aux inquiétudes entourant la Chine, encouragent certains fabricants internationaux à s'installer aux États-Unis. Par ailleurs, les élections américaines de mi-mandat se sont soldées par un Congrès divisé, un aboutissement que les marchés financiers ont toujours apprécié malgré (ou peut-être grâce à) l'impasse qui se produit dans ce cas de figure.

Le Canada est un peu plus vulnérable que les États-Unis sur le plan économique, principalement à cause de son fardeau plus lourd en matière de dette des ménages (figure 24). Les prix des maisons sont en net repli dans le pays, et les régions qui ont connu la plus forte appréciation ces dernières années sont à présent celles qui subissent la baisse la plus prononcée (figure 25). La dépréciation devrait se poursuivre.

Bien que les prix élevés des marchandises profitent à l'économie canadienne, productrice de ressources, et que la

Banque du Canada semble décidée à fixer un taux directeur maximum légèrement au-dessous de celui de la Réserve fédérale américaine (figure 26), le résultat net reste révélateur d'un déclin économique plus important au Canada.

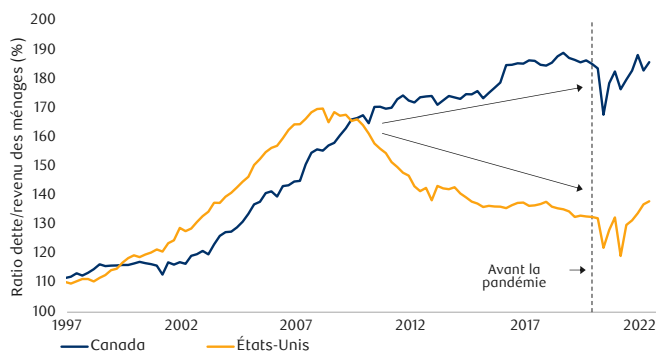
La zone euro et le Royaume-Uni sont confrontés à des conditions économiques plus dures que les États-Unis, notamment en raison de leur plus forte dépendance à la Russie. La région souffre à la fois des sanctions imposées à la Russie et de la décision de la Russie de restreindre ses exportations de gaz naturel dans le continent. L'envolée des coûts de l'énergie représente un lourd fardeau pour les ménages, les sociétés et les finances publiques (figure 27). Bien que l'Europe ait suffisamment de réserves de gaz pour survivre cet hiver et que les prix du gaz naturel se soient

repliés, la bataille devrait reprendre l'été prochain en vue d'assurer l'approvisionnement de l'hiver 2023-2024.

La flambée d'inflation qui en a résulté dans la zone euro a forcé la Banque centrale européenne à mettre ses taux à niveau, après une longue période en territoire négatif. Or, cela a encore plus freiné la croissance (figure 28).

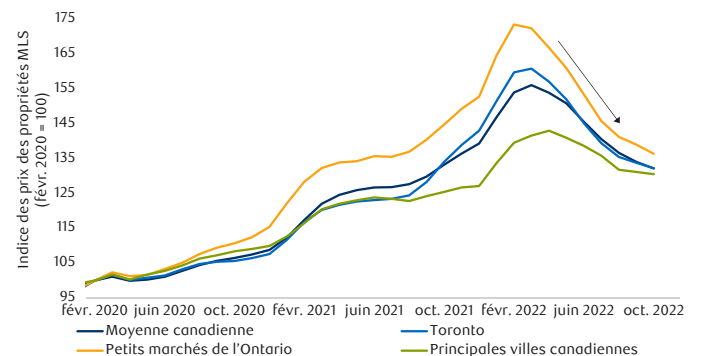
Le Royaume-Uni fait face aux mêmes défis énergétiques et à un contexte politique encore plus délicat que celui de la zone euro. Le pays a vu défilé une succession de premiers ministres, et le marché obligataire s'est presque effondré en septembre à la suite d'un programme d'allègement fiscal très maladroit (qui a été abandonné depuis). Le Royaume-Uni continue également de subir les effets du Brexit, qui semble

Figure 24 : L'endettement des ménages aux États-Unis est plus faible que celui au Canada



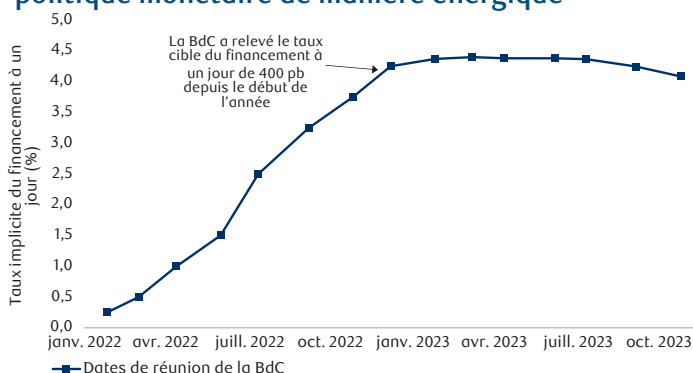
Nota : Au deuxième trimestre de 2022. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 25 : Les prix des propriétés ont chuté partout au Canada



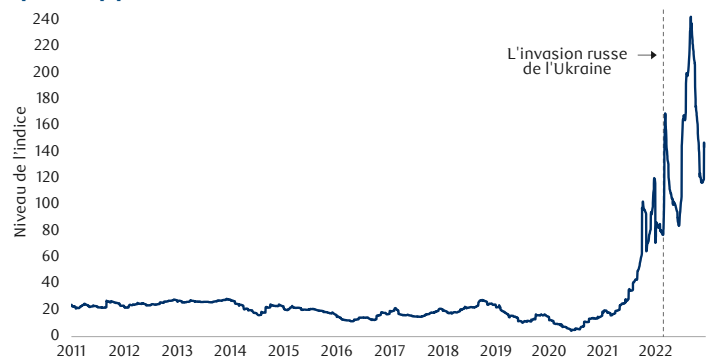
Nota : En octobre 2022. Sources : ACI, Macrobond, RBC GMA

Figure 26 : La Banque du Canada a resserré sa politique monétaire de manière énergique



Nota : Au 7 décembre 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 27 : Prix du gaz naturel élevés, mais en recul par rapport à leur sommet



Nota : Au 1^{er} décembre 2022. Sources : Intercontinental Exchange, Macrobond, RBC GMA

maintenant infliger les dommages économiques prophétisés avant le référendum. Tout cela a placé le Royaume-Uni dans une position intenable, avec une consommation beaucoup plus importante que sa production (figure 29). Le pays devra donc se serrer la ceinture.

Malgré la résilience relative de l'économie américaine, le dollar pourrait perdre une partie de ses gains au cours de la prochaine année. La devise est surévaluée sous tous les angles, et elle a bénéficié d'un statut de valeur refuge qui ne survivra pas à l'apaisement de l'inflation. Cela devrait offrir un soutien aux marchés hors des États-Unis, sur une base ajustée en fonction de la devise.

Le resserrement monétaire ralentit

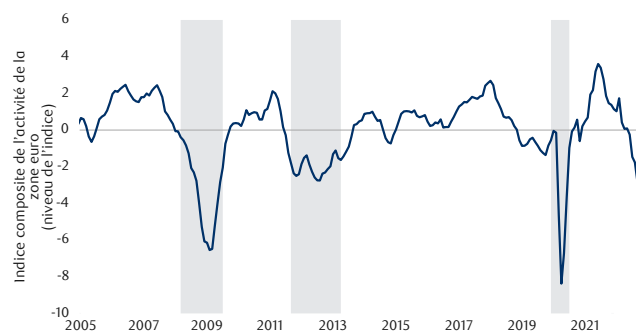
Les banques centrales continuent de pousser les taux d'intérêt vers le haut, dans un effort pour tempérer l'explosion inflationniste des 18 derniers mois. L'ampleur des hausses de taux directeurs n'a pas de précédents au XX^e siècle (figure 30). La quantité de resserrement mise en place par les pays a également été démesurée. Par exemple, les taux directeurs nord-américains ont déjà augmenté d'environ 4 points de pourcentage en moins d'un an.

Cependant, le resserrement monétaire commence à se modérer à mesure que l'inflation décline. Certains pays émergents ont déjà mis fin à leurs hausses de taux, et le rythme du resserrement ralentit dans la plupart des régions. Les banquiers centraux pensent qu'ils approchent de la ligne d'arrivée, et le taux des fonds fédéraux américains est maintenant censé culminer aux alentours de 5 % (figure 31). C'est un taux élevé par rapport au point de départ proche de 0 %, et il représente le double du taux directeur neutre de 2,5 % environ. D'un autre côté, il ne dépasse que d'un point de pourcentage le taux actuel. Une grande partie du travail a déjà été faite, et il est possible que les taux directeurs commencent à baisser au second semestre de 2023 si l'inflation se modère et si la croissance ralentit.

Pour compliquer l'analyse, les taux d'intérêt nominaux sont extrêmement restrictifs par rapport aux normes des 15 dernières années, tandis que les taux d'intérêt corrigés de l'inflation sont les plus bas enregistrés à ce jour malgré le resserrement récent.

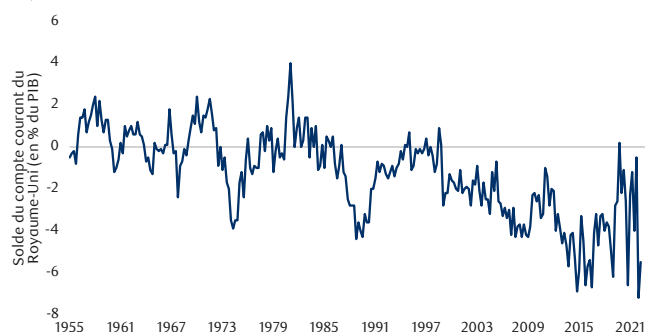
Entre le poids existant et la hausse de la dette publique, le resserrement quantitatif qui s'ajoute à l'offre efficace

Figure 28 : L'activité économique dans la zone euro est freinée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie et par la flambée de l'inflation



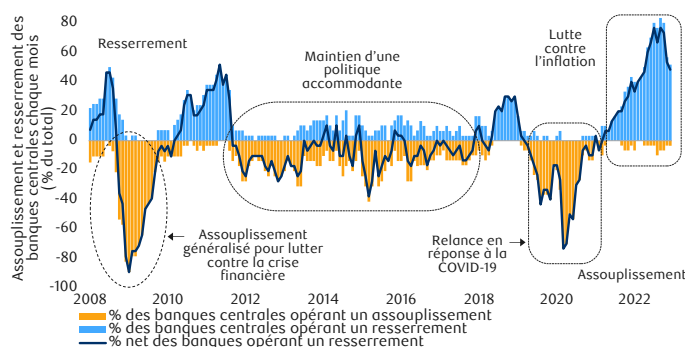
Nota : En date de novembre 2022. L'indice met en évidence la première composante de l'analyse des composantes principales, laquelle englobe une série d'indicateurs concernant l'activité économique de la zone euro. La zone ombrée représente une récession. Sources : CEPR, ZEW, Deutsche Bundesbank, IHS Markit, Macrobond, RBC GMA

Figure 29 : Le déficit du compte courant du Royaume-Uni s'accroît



Nota : Au deuxième trimestre de 2022. Sources : ONS, Macrobond, RBC GMA

Figure 30 : Les banques centrales relèvent les taux pour lutter contre l'inflation



Nota : Au 2 décembre 2022. Graphique établi d'après les taux directeurs de 30 pays. Sources : Haver Analytics, RBC GMA

d'obligations d'État et les taux d'intérêt qui ne sont plus à des niveaux extrêmement bas, le coût du service de la dette publique est appelé à augmenter de manière significative. Après avoir passé des décennies à ignorer les questions budgétaires, les investisseurs en obligations se penchent de nouveau sur les dépenses du gouvernement, comme le Royaume-Uni l'a découvert à ses frais.

Le problème potentiel ne se limite pas à un seul pays. La plupart des grandes nations enregistrent toujours d'importants déficits structurels, même si leurs économies se sont complètement rétablies à l'issue de la pandémie (figure 32). Ces pays seront forcés de réduire leurs déficits au cours des prochaines années, à mesure que le coût du service de la dette augmentera. Le moment est délicat, car les politiciens voudront déployer des mesures de relance budgétaire pendant la récession à venir, dans le contexte de l'augmentation des subventions énergétiques, des coûts militaires, des investissements verts, des aides à l'industrie et des dépenses liées au vieillissement de la population.

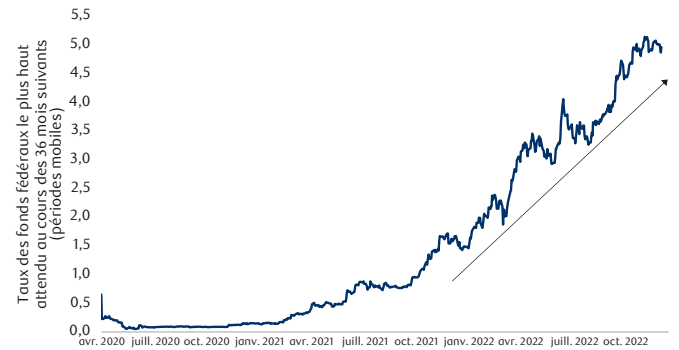
La pandémie est tenace

Le virus de la COVID-19 continue de circuler, mais avec moins de vigueur qu'en 2020 et 2021. Fait important pour les investisseurs, l'impact économique de la pandémie s'est considérablement résorbé, et ses répercussions sont maintenant faibles à l'extérieur de la Chine.

De nouveaux variants continuent d'émerger, les dernières souches de BQ.1 et BQ.1.1 ayant gagné en importance. Bien que chaque nouvelle génération de la COVID-19 soit plus contagieuse que la précédente, le virus n'évolue pas vers une version plus mortelle. Les derniers variants pourraient même être un peu moins nocifs que les souches précédentes. Toutefois, cette hypothèse est difficile à dissocier du fait que bon nombre de personnes ont acquis une certaine immunité, que ce soit par le biais d'un vaccin ou d'une infection antérieure.

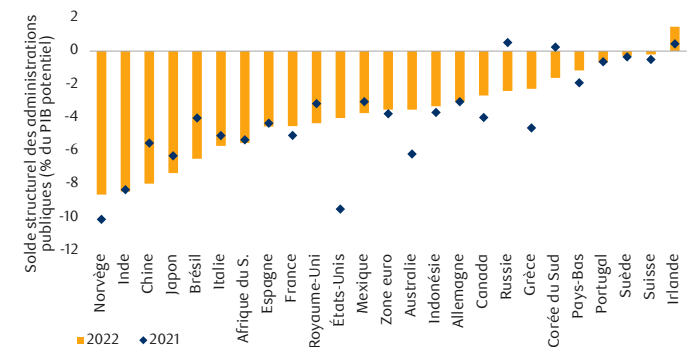
De fait, il est rassurant de constater que les infections n'ont pas augmenté à l'échelle mondiale, alors même que ces nouvelles souches sont apparues. Néanmoins, il reste prudent de présumer que d'autres vagues de COVID-19 surviendront à l'avenir, même si leurs conséquences économiques sont limitées, étant donné que les gouvernements ne reviendront probablement pas sur leurs décisions d'alléger les mesures sanitaires (figure 33).

Figure 31 : Les prévisions concernant le taux plafond des fonds fédéraux ont fortement augmenté



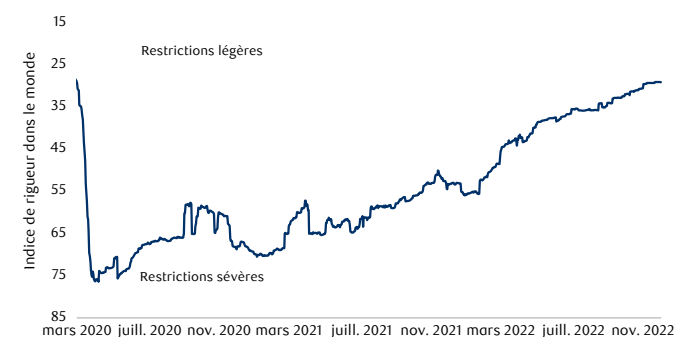
Nota : Au 2 décembre 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 32 : Persistance de déficits budgétaires structurels importants



Nota : Prévisions du FMI pour 2022. Sources : Perspectives de l'économie mondiale du FMI, octobre 2022, Macrobond, RBC GMA

Figure 33 : La plupart des restrictions liées à la COVID-19 ont été levées, sauf en Chine



Nota : Au 2 décembre 2022. L'indice de rigueur dans le monde évalue la rigueur des mesures de confinement qui restreignent la mobilité dans les 50 plus grandes économies. Sources : Université d'Oxford, FMI, Macrobond, RBC GMA

Une exception notoire est que la Chine subit sa plus grande épidémie d'infections à la COVID-19 depuis la toute première apparition de la pandémie, dans la ville de Wuhan, il y a maintenant trois ans (figure 34).

Les défis de la Chine

L'économie chinoise souffre énormément, car le gouvernement a de nouveau confiné une grande partie de sa population en réponse à la flambée des infections.

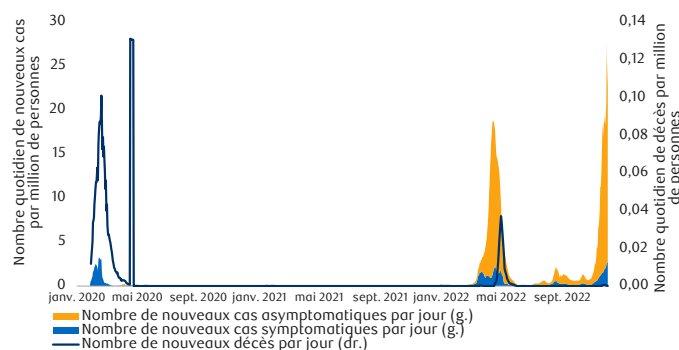
Néanmoins, après trois années de restrictions extrêmement strictes, la population n'en peut plus, comme en témoignent les intenses manifestations qui ont obligé le gouvernement à changer radicalement sa politique au cours des dernières semaines. Les décideurs ont brusquement allégé les restrictions sanitaires les plus sévères. Ils ont ainsi réduit l'utilisation des centres de quarantaine, abandonné leur appli de traçage de contacts, revu à la baisse leurs exigences en matière de tests PCR, et diminué le périmètre des confinements lorsque des éclosions sont détectées.

Le problème est que la Chine est désormais submergée par les infections en raison de vaccins nationaux peu performants, d'un taux de vaccination insuffisant chez les personnes âgées vulnérables, et d'un manque d'immunité naturelle parmi la population. La situation est donc préoccupante du point de vue de la santé publique, mais d'un autre côté, la levée des restrictions devrait aider l'économie à se remettre en marche plus rapidement.

Cette action en faveur de l'économie n'aurait pas pu tomber à un meilleur moment, compte tenu de l'état catastrophique de la confiance des consommateurs (figure 35), du chômage plus élevé que la normale et de la morosité des ventes au détail (figure 36).

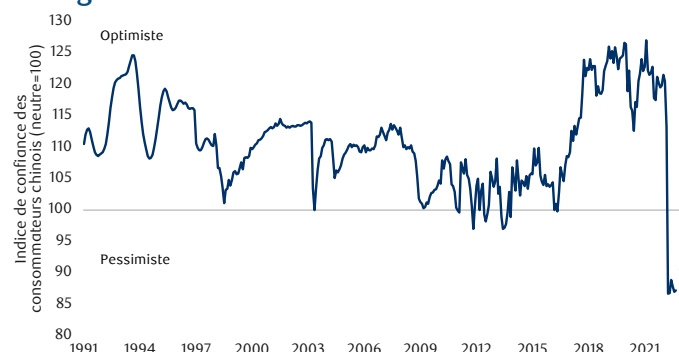
Néanmoins, l'économie chinoise reste aux prises avec des défis structurels. Le marché immobilier continue de s'affaïsser, après des décennies d'excès (figure 37). Le problème est largement dû à la politique du gouvernement, qui s'efforce de réduire la dépendance à l'immobilier pour faire avancer l'économie. L'ampleur du ralentissement a toutefois mené les décideurs à repenser leur approche et à lancer de nouvelles mesures, en particulier pour amortir le coup porté aux constructeurs. Pour autant, nous ne prévoyons pas que l'immobilier reprendra sa croissance effrénée.

Figure 34 : La Chine est durement touchée par la vague Omicron



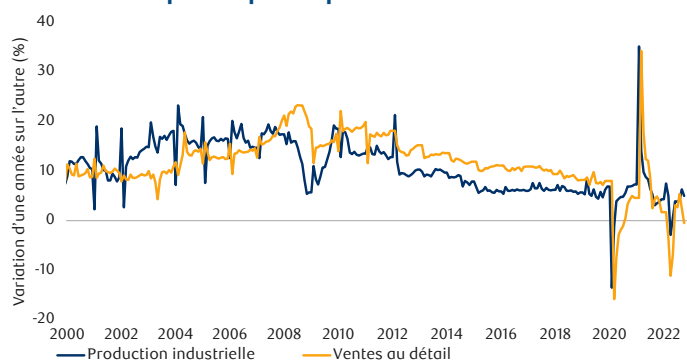
Nota : Au 1^{er} décembre 2022. Moyennes mobiles sur sept jours du nombre quotidien de nouveaux cas et de décès. Sources : Johns Hopkins University, Macrobond, RBC GMA

Figure 35 : La confiance des consommateurs chinois s'est effondrée depuis le confinement à Shanghai



Nota : En date de septembre 2022. Sources : National Bureau of Statistics of China, Macrobond, RBC GMA

Figure 36 : Les ventes au détail en Chine ont été malmenées par la politique zéro COVID



Nota : En octobre 2022. Sources : National Bureau of Statistics of China, Macrobond, RBC GMA

Le défi démographique persistera, car apparemment le taux de fécondité s'est encore effondré dans le pays pendant la pandémie.

La récente nomination du président Xi à un troisième mandat quinquennal, un fait sans précédent, représente un autre facteur négatif pour la croissance. Non seulement les administrations, de façon générale, ont tendance à s'essouffler lorsqu'elles restent trop longtemps au pouvoir, mais de plus les priorités de ce gouvernement ne sont pas favorables à la croissance. Ses trois premiers objectifs sont d'exercer un contrôle politique sur la société, de s'affirmer sur la scène politique mondiale et de rendre à l'État le pouvoir que les sociétés détiennent actuellement. Ce troisième objectif va à contre-courant de la stratégie qui a permis à l'économie chinoise de croître de façon si impressionnante au cours des dernières décennies. Une série de mesures répressives mises en place à l'encontre des entrepreneurs en technologie a bridé les « esprits animaux » des chefs d'entreprise, lesquels sous-tendent normalement la croissance de la productivité.

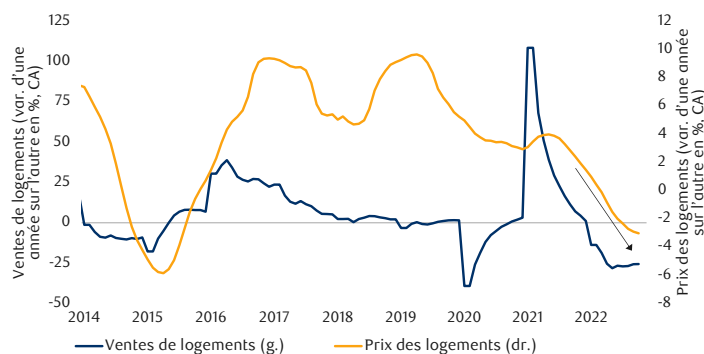
Par le passé, l'économie chinoise a affiché une croissance annuelle de plus de 10 %, et le pays était encore capable de dégager un taux de 6 % avant la pandémie. Cependant, la croissance de la Chine ne devrait pas dépasser 3 % cette année, et le pays pourrait bien subir un déclin permanent de sa croissance à un taux maximum de 3 % ou 4 %, même après l'allègement des restrictions liées à la pandémie. Ce taux n'est pas désastreux sur une base absolue, mais il affecte lourdement le rythme auquel la Chine s'approchera du niveau de vie des pays développés. De plus, il remet en cause le rythme auquel l'économie mondiale peut s'accroître.

Incertitude élevée

Nous traversons sans aucun doute une période de forte incertitude. La volatilité des marchés est représentative de facteurs économiques à la fois nombreux et puissants qui se font la guerre.

Des risques de repli planent au-dessus de l'économie mondiale. Nous croyons que le monde peut échapper à une décennie de forte inflation semblable à celle des années 1970, mais il y a peu de chances qu'une reprise se concrétise. Il semble peu probable, et certainement contre-indiqué que

Figure 37 : Le secteur immobilier chinois a été durement touché par les mesures gouvernementales



Nota : En octobre 2022. L'évolution du prix des logements est une moyenne des variations de prix sur les marchés primaire et secondaire. Sources : National Bureau of Statistics of China, Macrobond, RBC GMA

la Chine attaque ou assiège Taiwan à court terme, mais tout peut arriver. Nous pensons que le monde pourrait éviter une crise financière. Néanmoins, la récente envolée des coûts d'emprunt a mis en évidence des points de vulnérabilité dans les institutions fortement endettées comme les fonds de pension britanniques. Il n'est pas impossible que de nouveaux problèmes nous attendent, par exemple dans les empires des cryptomonnaies, certains marchés privés opaques, ou d'autres secteurs.

D'un autre côté, certains problèmes pourraient se résoudre plus facilement que nous l'imaginons. Il est peu probable que la situation économique de la Chine continue de se détériorer de façon durable. Elle pourrait même s'améliorer, si le pays poursuit sur la voie du changement politique en matière économique et sanitaire. Un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine est peu vraisemblable, mais concevable, étant donné les dommages subis par les deux parties.

Bien que nous ayons des convictions sur la direction que devraient prendre l'inflation, l'économie et les banques centrales, aucun résultat n'est garanti. Autour des variables clés, il existe des risques qui partent aussi bien dans le sens positif que dans le sens négatif. Selon nous, l'inflation pourrait s'apaiser plus rapidement que ne le signalent les prévisions générales. Bien que cela ne fasse pas partie de notre scénario de base, il est tout à fait possible que les économies se maintiennent mieux que prévu, tout comme les

États-Unis au deuxième semestre de 2022. Ce cas de figure serait bénéfique à la fois pour les actions et les obligations.

Conclusion

L'économie mondiale continue d'éprouver des difficultés. L'inflation est trop élevée, les coûts d'emprunt grimpent et la croissance ralentit. Les choses sont pires en Europe et au Royaume-Uni qu'en Amérique du Nord.

Il existe toutefois des signes d'amélioration progressive. L'inflation a commencé à décliner et nous croyons que cette tendance peut se poursuivre. Si la tendance se confirme, les banques centrales ne seront peut-être pas forcées de resserrer leurs politiques autant que prévu. Elles pourraient même lever le pied sur le resserrement monétaire au second semestre de 2023.

Nous continuons de croire qu'une récession se profile, mais avec un peu moins de conviction qu'il y a quelques mois. De plus, nous admettons qu'une récession présentant moins de pertes d'emplois que la normale et aucun déclin du PIB nominal ne serait pas si douloureuse, même en cas de forte baisse de la production réelle.

Bien qu'il soit pardonnable de se concentrer sur les prochains trimestres, compte tenu des changements anticipés, nous devons également nous pencher sur les années à venir, et reconnaître que les perspectives économiques devraient s'améliorer sur cet horizon temporel. L'inflation devrait ralentir, et une reprise économique est plausible d'ici la fin de 2023 ou 2024. Ce scénario s'accompagnerait d'une croissance robuste pendant plusieurs années, et de rendements supérieurs dans presque toutes les catégories d'actifs compte tenu des valorisations actuellement déprimées.



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, RBC Global Asset Management (Asia) Limited et BlueBay Asset Management LLP, 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. 2022

Date de publication : 15 décembre 2022

(12/2022)

ECONOMIC OUTLOOK_NEW YEAR 2023_F 01/04/2023

