

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET STRATÉGIE



**BANQUE  
LAURENTIENNE**

8 février 2023

**Sébastien Lavoie,**  
Économiste en chef  
LavoieS@vmbi.ca  
514 350-2931

**Luc Lapointe,**  
Économiste principal  
LapointeL@vmbi.ca  
514 350-2924

## **Perspectives économiques hivernales 2023 – Une année périlleuse**

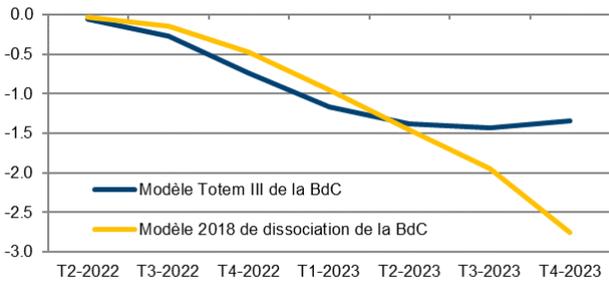
L'année dernière, une convergence d'événements indésirables a entraîné une montée en flèche de l'inflation. Cela donne lieu à une adaptation difficile pour les consommateurs, les entreprises, les gouvernements et les banques centrales, y compris la Banque du Canada. La Bdc a relevé son taux directeur de 25 points de base fin janvier pour le porter à 4,50 %. Les dirigeants de la Bdc prévoient maintenant effectuer une pause. Celle-ci est conditionnelle à une modération plus marquée de l'inflation vers 3% en mi-année et 2,6% en fin d'année. La bonne nouvelle est que le refroidissement de l'inflation est en cours. Il doit se poursuivre. Autrement, la Bdc est prête à relever les taux d'intérêt à nouveau. Selon nous, d'autres ne seront pas nécessaires car nous prévoyons un ralentissement économique plus marqué que celui prévu par la Bdc. Par contre, l'art d'établir un scénario économique de référence à probabilité élevée demeure ardu en raison des actuelles instabilités géopolitiques et vulnérabilités financières mondiales.

### **Une modeste récession aux portes de l'Amérique du Nord**

Selon plusieurs indicateurs à haute fréquence, la demande intérieure en Amérique du Nord a enregistré une légère poussée positive à la fin de 2022 et au début d'année 2023. Les consommateurs sont par contre aux prises avec un accès plus difficile au crédit, qui est de plus en plus dispendieux, et risquent de perdre une partie de l'appui lié à la résilience du marché du travail au cours des prochains trimestres. Quant aux entreprises, elles modèrent leurs attentes en matière de ventes, elles essaient de trouver des liquidités et sont moins enclines à effectuer des dépenses en immobilisations liées au matériel et à l'outillage, selon des enquêtes publiées par la Bdc, Statistique Canada et la « National Federation of Independent Businesses » des États-Unis. L'impact retardé du choc de la politique monétaire sur l'activité économique des deux côtés de la frontière devrait réduire de près de 1,5 % le PIB réel au deuxième et au troisième trimestre de 2023. Cela indique l'imminence d'une légère récession d'une durée de trois trimestres, comparativement à la Bdc qui anticipe de son côté une croissance économique stagnante.

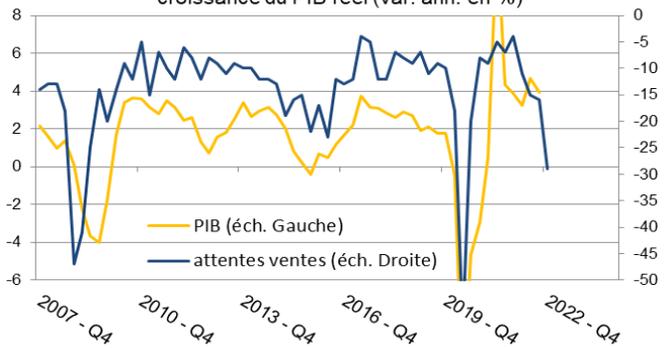


**Incidence du resserrement de la politique monétaire de la BdC en 2022 et 2023 sur le PIB réel canadien (en points de pourcentage)**



Source: BoC 2018 Disaggregate Model (notes analytiques du personnel 2018-32), BoC Totem III model (Rapport technique 119 2021), calculs de Recherche Économique et Stratégie VMBL

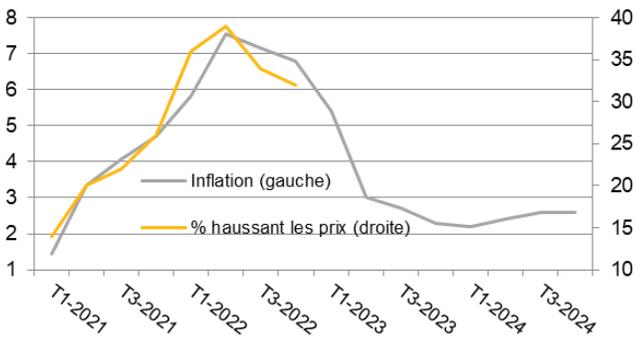
**Canada - % of des entreprises qui entendent une baisse des ventes d'ici 12 mois (inversé) et prévision de croissance du PIB réel (var. ann. en %)**



Source: Banque du Canada, Statistique Canada

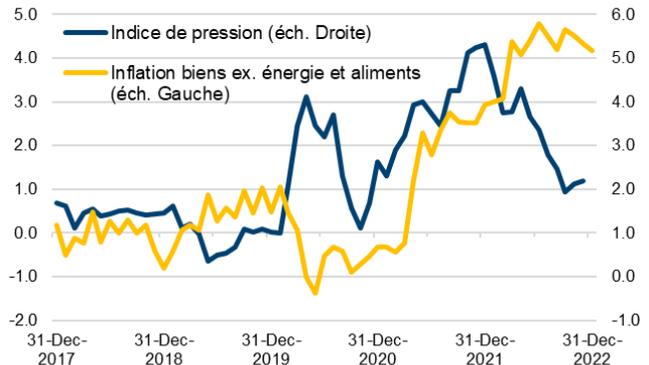
Parallèlement à notre prévision d'une légère contraction de l'économie, en contraste avec le scénario d'atterrissage en douceur de la BdC qui ne prévoit aucun repli trimestriel du PIB réel, les banquiers centraux et les adeptes d'un marché boursier haussier devraient éventuellement constater qu'ils ne pourront pas toujours compter sur la résilience du marché du travail. Dans son communiqué de janvier, la BdC a de nouveau souligné les conditions serrées du marché du travail. Toutefois, l'indice du marché du travail de la Réserve fédérale de Kansas City, fondé sur 24 variables, est devenu négatif en novembre dernier, comme c'est habituellement le cas plusieurs mois avant une récession. Cette fois-ci, la tendance à la baisse reflète surtout un recul du nombre des offres d'emploi et des départs volontaires. Nous observons la même tendance au sein du marché du travail canadien. Il est vrai que les pénuries chroniques de main-d'œuvre inciteront certains propriétaires d'entreprise à conserver leur personnel. Cependant, même les entreprises dont le bilan est sain commencent à mettre en œuvre des mesures de réduction des coûts, y compris des réductions des effectifs. Nous prévoyons une hausse du taux de chômage de 1,1% au Canada entre le creux et le sommet. Ce taux devrait ainsi passer de 5,0% en décembre dernier à 6,1% au deuxième semestre de 2023, ce qui est inférieur à l'augmentation de 3% à 4% enregistrée lors des récessions de 2008-2009 et du début des années 1990.

**Canada - Prévisions d'inflation et part en pourcentage des entreprises qui prévoient hausser leurs prix au cours des 3 prochains mois**



Source: Enquête canadienne sur la situation des entreprises, Statistique Canada et Chambre de Commerce du Canada

**indice global des pressions des chaînes de montage (déviations de la norme) et inflation des biens excluant aliments et énergie**



Source: New York Federal Reserve, Statistique Canada



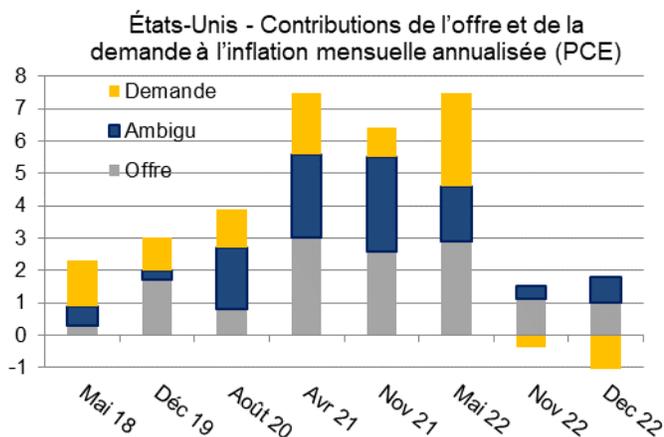
## **Inflation — Une modération rapide début 2023, mais à un niveau encore trop élevé**

En plus du repli en cours de la demande intérieure observé en Amérique du Nord, l'assouplissement de la politique de la Chine relative à la COVID-19 atténuera une partie du problème de l'inflation mondiale découlant de l'offre, en particulier en ce qui concerne l'IPC des biens excluant aliments et énergie. L'économie de la Chine a connu l'une des pires années de son histoire en 2022, ayant enregistré une croissance du PIB réel de près de 3 %. Dans le rapport sur sa politique monétaire publié en janvier, la Banque du Canada a révisé à la hausse sa prévision relative à la croissance du PIB réel de la Chine de 4,9 % à 5,4 % en 2023. Le FMI a également rehaussé sa prévision de l'économie chinoise récemment. Selon le groupe de réflexion du « Peterson Institute for International Economics », la préférence des ménages chinois pour des dépôts moins liquides pourrait empêcher une reprise très vigoureuse en forme de V cette année. La Chine semble être sur la voie d'une reprise graduelle selon la toute dernière lecture des indices des directeurs d'achat PMIs, un atout qui devrait mettre l'Amérique du Nord et le monde à l'abri d'une récession sévère. Même si nous supposons que l'assouplissement des restrictions relatives à la COVID-19 en Chine produira un effet désinflationniste net, une très vigoureuse accélération dans la croissance économique chinoise pourrait par contre entraîner un resserrement des conditions sur les marchés mondiaux des produits de base, une préoccupation soulevée par le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, lors de ses plus récentes communications. Voilà une bonne raison pour que la BdC demeure prudente et annonce une pause conditionnelle. Il sera essentiel de surveiller la mobilité de la population et la confiance des consommateurs en Chine.

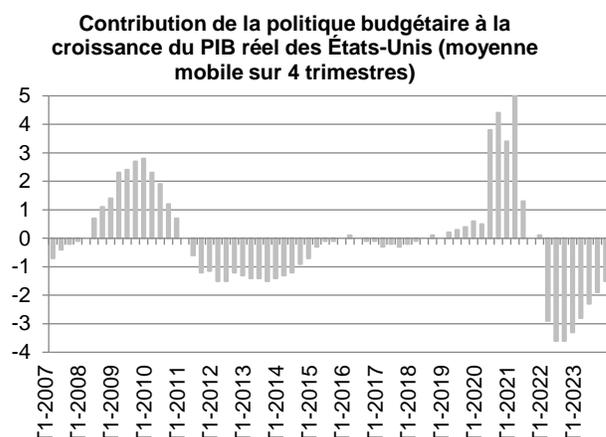
Si nous ajoutons à ces facteurs l'accumulation des inventaires au niveau de la fabrication, des ventes au détail et du commerce de gros, l'effet saisonnier de la guerre menée par la Russie en 2022 sur l'IPC année-sur-année, l'inflation au Canada et aux États-Unis devrait selon nous ralentir rapidement au cours du premier semestre de cette année, et passer légèrement sous la barre des 3 %. La perte de l'élan cyclique et l'amélioration partielle des contraintes liées à l'offre mondiale devraient tempérer davantage les forces inflationnistes. En novembre et décembre dernier, selon les calculs du personnel de la Réserve fédérale de San Francisco, le segment inflationniste induit par la demande s'était complètement dissipé, tandis que les pressions provenant de l'offre étaient moins imposantes qu'auparavant.

Les dirigeants de la BdC et de la Réserve fédérale pourraient même être insatisfaits du ralentissement de l'inflation. Par exemple, l'inflation au Canada a brièvement chuté en territoire négatif au début de 2009, et avait atteint 1 % à la fin de 2001. La BdC prévoit que l'inflation chutera à 2,6 % d'ici le quatrième trimestre de 2023, soit une modération plus lente que celle de notre scénario de référence. Le problème clé provient de la rigidité dans le prix des services, lié à un possible ralentissement insuffisant des conditions du marché du travail. À notre avis, la hausse des salaires ralentira légèrement mais demeurera trop élevée par rapport à l'objectif d'inflation de 2 %. Du point de vue américain, il est peu probable que le chômage aux États-Unis passe de son niveau actuel de 3,4 % à 6 %-6,5 %, soit l'estimation du taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation selon la Réserve fédérale de New York. En outre, comme l'indique le rapport de décembre du FMI sur les finances et le développement, les efforts déployés à l'échelle mondiale pour renforcer la résilience des chaînes mondiales d'approvisionnement et la sécurité énergétique constituent des facteurs solides pour empêcher le retour des tensions inflationnistes structurelles qui dominaient avant la pandémie. L'indice américain « CPI sticky index », qui représente près des trois quarts de l'IPC total, nous fournit de précieuses informations. Selon la Réserve fédérale d'Atlanta, et pour les entreprises modifiant leurs prix tous les quatre à cinq mois plutôt qu'à tous les 1-2 mois, cet indice affichait en décembre dernier une croissance supérieure à 5 % sur une base annualisée pour les périodes de 1 et de 3 mois. Sans surprise, il est plus facile pour les entreprises d'ajuster les prix à la hausse qu'à la baisse, et il leur sera plus facile de réduire le personnel au besoin.





Source: Réserve fédérale de San Francisco



Source: Hutchins Center Fiscal Impact, Brookings

### Perspectives de la Banque du Canada et de la Réserve fédérale — Un long plateau élevé, pas de pivot imminent

En l'absence de preuves irréfutables d'un contrôle durable et généralisé des prix, il est peu probable que les banques centrales effectuent rapidement un changement de cap comme le suggèrent actuellement les anticipations du marché. Un plafonnement à 4,50 % pour une majorité de l'année 2023 devrait être la formule appropriée à laquelle les investisseurs pourraient devoir s'habituer. La tentation d'envisager des réductions de taux très importantes suivant des hausses de taux prononcées de 2022, comme le laissent croire certains segments à court terme de la courbe des taux canadiens, serait mal avisée dans un scénario de référence lié à une légère récession. L'arrivée d'un ou de plusieurs chocs mondiaux négatifs supplémentaires déclenchant une profonde récession serait nécessaire pour modifier le discours en faveur d'une réduction marquée des taux directeurs.

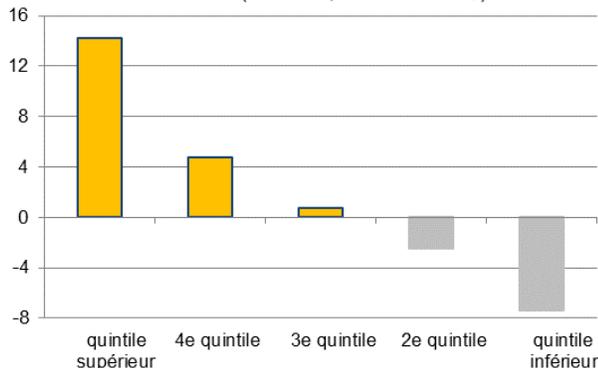
Si, et seulement si, l'inflation tombait sous la barre des 3 % d'ici le milieu de l'année et que la récession s'installait comme nous l'anticipons, les taux directeurs réels devraient alors être suffisamment restrictifs pour amorcer un léger changement de cap et terminer l'année avec un taux directeur plus proche de 4 % au Canada. Pour ce qui est de la Réserve fédérale américaine, la conjoncture favorable à d'autres hausses s'amenuisera d'ici la mi-année. Elle pourrait procéder à une autre hausse de 25 points de base à la mi-mars, ce qui donnerait lieu à un taux directeur final de 5 %. Du point de vue des communications, il serait extrêmement difficile pour la Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada de relever les taux directeurs une fois la récession devenue une triste réalité, contrairement à ce qui se passe en Europe où l'inflation avoisine les 10 % et où la Banque centrale européenne rattrape le retard lié à son taux directeur trop bas. Les pressions inflationnistes structurelles sous-jacentes devraient maintenir les taux directeurs aux États-Unis et au Canada à leurs sommets au moins jusqu'au quatrième trimestre de 2023. Pour ceux qui ne sont pas convaincus, un autre argument provient du message des banques centrales à ne pas relâcher leur politique monétaire restrictive comme l'ont malencontreusement fait Miller et Burns, présidents de la Fed dans les années 1970 avant l'arrivée de Volker. Compte tenu de la fermeté renouvelée de Lagarde, de la Banque centrale européenne, et des doutes quant à la viabilité future du contrôle de la courbe de rendement à la Banque du Japon dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés à l'échelle mondiale, la route vers le retour d'une courbe de rendement aplatie et éventuellement positive en Amérique du Nord pourrait être longue et complexe.



## Ménages – Les chocs d'un niveau élevé des prix et des taux d'intérêt perdureront

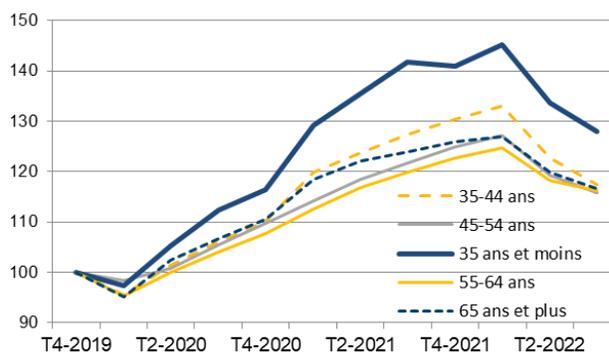
Au sujet des ménages, le contraste avec les banques centrales est lié à la mémoire. Les banques centrales ciblant l'inflation oublieront les hausses des prix de 2021 et 2022. Cependant, les ménages doivent composer avec la hausse cumulative du niveau de prix, pas l'IPC année-sur-année. Il leur faudra des années pour compenser la perte de leur pouvoir d'achat. Au Canada, l'IPC a bondi de 13 % entre le milieu de 2020 et la fin de 2022. De plus, le contexte de taux d'intérêt élevés continuera d'augmenter la part du revenu disponible des ménages attribuable au service de la dette. Les ménages ne peuvent plus compter sur leur épargne comme ils l'ont fait en 2020-2021. La valeur nette moyenne par groupe d'âge diminue également rapidement, bien qu'elle demeure supérieure aux niveaux enregistrés avant la pandémie. Comme il fallait s'y attendre, la dernière enquête de la Bdc sur les attentes des consommateurs démontre que près des deux tiers des Canadiens réduisaient leurs dépenses et épargnaient davantage comparativement à 57 % au printemps dernier. Dans l'ensemble, nous réfutons l'argument des plus optimistes selon lequel le retour imminent d'une croissance positive des salaires réels empêchera la récession de survenir. En termes simples, le choc d'un niveau élevé des prix et les ajustements liés à la hausse des taux d'intérêt devraient limiter la possibilité d'une solide remontée de l'activité économique d'ici 2024. En outre, la politique budgétaire d'Ottawa et de Washington sera moins susceptible de venir à la rescousse des consommateurs cette fois-ci car le marché obligataire s'inquiète encore plus qu'auparavant des dépenses publiques financées par des émissions supplémentaires de dette. Le Hutchins Center, qui fait partie du groupe de réflexion Brookings sur les politiques publiques, prévoit un recul du vent de dos favorable créé par la politique fiscale en 2023, reflétant principalement l'érosion des programmes de soutien au revenu.

Épargne nette des ménages canadiens par quintile de revenus (T3-2022, en milliers de \$)



Source: Statistique Canada

Valeur nette moyenne des ménages selon le groupe d'âge du principal soutien économique (indice, T4-2019 = 100)



Sources: Statistique Canada



## Répartition de l'actif — Une année périlleuse au-delà de l'économie

L'assouplissement de la politique de la Chine relative à la COVID-19, qui est à l'origine d'une partie de la faiblesse récente du dollar américain, résoudra une partie des problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement mondiales. L'accélération de l'élan économique chinois pourrait également causer une surprise à la hausse en matière de pressions sur les marchés mondiaux des produits de base. Cependant, la plupart des facteurs sous-jacents signalent une récession dans plusieurs régions de la planète, y compris l'Amérique du Nord. Cela dit, il est difficile de maintenir une solide conviction quant à l'établissement d'un scénario économique de référence en raison de la présence de facteurs sociaux, géopolitiques et financiers instables, ainsi que d'un manque généralisé de sécurité liée à l'énergie et l'alimentation. Les principaux risques géopolitiques pour 2023 sont plus importants cette année qu'en 2022 selon le Eurasia Group, basé à Washington. Tout d'abord, le groupe de réflexion croit que la Russie calibrera sa menace nucléaire. De plus, il est possible qu'une nouvelle préoccupation en matière d'approvisionnement énergétique découle de l'instabilité en Iran, une situation malvenue étant donné que l'Agence internationale de l'énergie prévoit déjà des conditions énergétiques mondiales serrées cette année. Pour ce qui est des États-Unis, le nouveau risque est lié au plafond de la dette. La secrétaire au Trésor des États-Unis, Janet Yellen, pourrait être forcée de réduire le déficit, qui représente près de 5 % du PIB nominal, au moyen de restrictions budgétaires massives dès l'été prochain si le Congrès et la Maison-Blanche ne trouvaient pas de solution. La récession deviendrait alors plus prononcée. Le Forum Économique Mondial 2023 a récemment établi une liste de risques semblables.

Dans l'ensemble, outre la faiblesse du cycle économique nord-américain qui laisse entrevoir d'autres révisions à la baisse au niveau des estimations des bénéfices des sociétés favorisant un positionnement défensif au sein du marché boursier, il semble préférable d'attendre qu'une meilleure occasion se présente avant d'avoir un état d'esprit moins réfractaire au risque de marché. Le monde et les marchés financiers marchent des œufs. L'année s'annonce périlleuse. Après tout, il n'existe actuellement que de rares endroits, tels que l'Inde, qui se présentent comme des exceptions et qui sont moins durement touchés par ce monde multipolaire et fragmenté.

Prévisions économiques et financières		
	2022	2023
PIB réel États-Unis (%)	2.0	0.1
PIB réel Canada (%)	3.5	0.2
Taux de chômage au Canada (%)	5.3	5.7
Inflation au Canada	6.9	3.4
Taux cible Réserve américaine (% , fin de pér.)	4.50	4.25
Taux directeur Banque du Can. (% , fin de pér.)	4.25	4.00
Taux 5 ans obligataire Can (% , fin de pér.)	3.28	2.75
Indice TSX (fin de période)	19385	19500
Dollar canadien (CADUSD, fin de pér.)	0.72	0.75

**Sébastien Lavoie** | Économiste en chef  
514 213-4571 | [LavoieS@vmb.ca](mailto:LavoieS@vmb.ca)

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et si les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à toute autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents des placements ou opérations proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant au présent avis. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que ce soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.

