

La Chine détient la clé pour éviter une récession mondiale

**Jules Boudreau, MA**Économiste principal
Équipe des stratégies multi-actifs

La Chine empêchera l'effondrement de l'économie mondiale, sans toutefois favoriser son envol. En 2009, alors que les économies des marchés développés étaient embourbées dans la crise financière mondiale, la Chine est passée à l'action avec des mesures de relance sans précédent. Avec du recul, les efforts budgétaires et monétaires des États-Unis et particulièrement de l'Europe n'étaient absolument pas assez vigoureux pour combattre la crise financière mondiale. En Chine, les mesures de relance ont été considérables et efficaces, et le pays a réussi à s'extirper des tentacules de la crise financière.

Il ne faut pas s'attendre à ce que la réouverture de la Chine en 2023 constitue une répétition de 2009. Contrairement à ce qui s'est passé il y a 15 ans, le potentiel de croissance de la Chine est plus faible et sa force de frappe budgétaire est limitée. En 2009, la Chine était la locomotive qui a propulsé le retour de la croissance de l'économie mondiale. En 2023, la Chine est le levier d'urgence qui empêchera l'économie de dérailler.

Après un début de reprise plutôt morose à la fin de 2022, les données économiques chinoises se redressent lentement, mais sûrement. Les statistiques sur la mobilité se rapprochent des niveaux prépandémiques. La fréquentation des métros des plus grandes villes de Chine a connu une forte reprise. Le nombre de vols intérieurs a presque triplé depuis que le gouvernement a supprimé les restrictions liées à la COVID-zéro. Par contre, les dépenses des ménages n'ont connu qu'un faible redressement. La consommation des ménages a été anémique en 2022, car les consommateurs ont été contraints par la chute de la valeur des propriétés et des ordres stricts de confinement. La reprise modérée des dépenses de consommation depuis le début de l'année exclut essentiellement le scénario d'une forte reprise économique en Chine. Il faudra du temps pour que le moral des consommateurs se rétablisse, d'autant plus que le gouvernement chinois n'a aucunement manifesté la volonté de transférer directement de l'argent aux ménages.

FAITS SAILLANTS

L'économie chinoise a probablement subi une contraction en 2022. Son retour à la croissance en 2023 devrait permettre à l'économie mondiale d'éviter une récession.

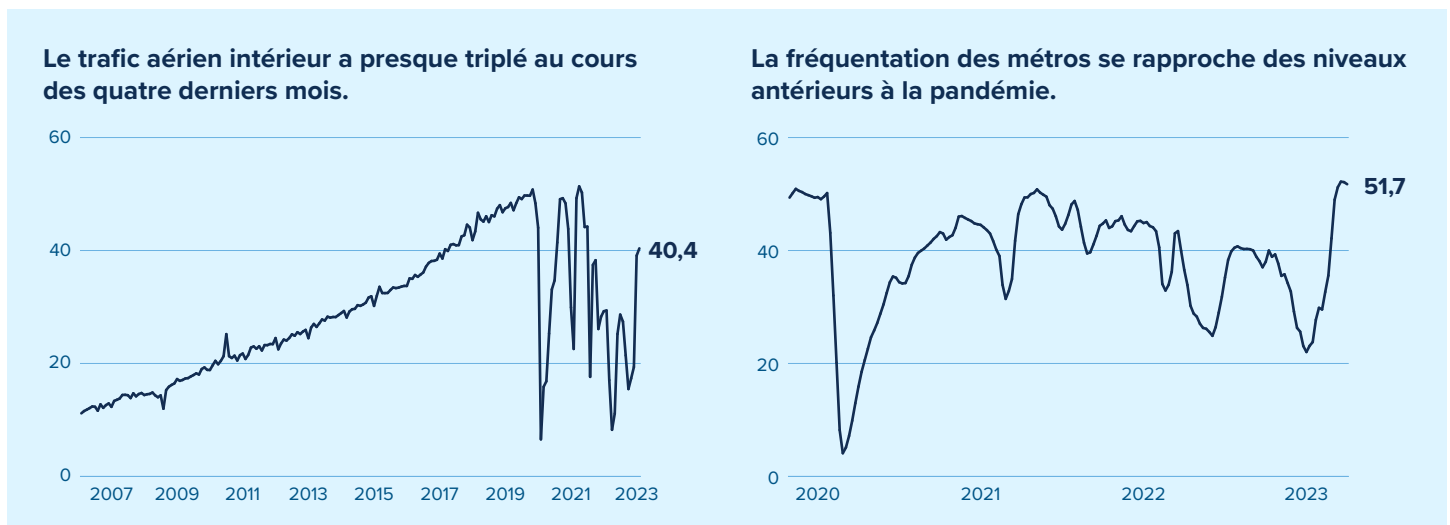
Les premiers résultats de la réouverture sont prometteurs, la plupart des secteurs affichant des signes de vigueur, soutenus par la création de crédit par les banques d'État.

Il ne faut toutefois pas s'attendre à une révolution. L'économie de la Chine restera en déséquilibre et les mesures de relance du gouvernement s'essouffleront au cours du deuxième semestre de 2023.

Le gouvernement chinois a suivi la stratégie de 2009, mais à une échelle très réduite. Au cours des derniers mois, il a augmenté les prêts accordés par les banques d'État et a financé les investissements dans les infrastructures. Les nouveaux prêts en CNY ont dépassé les prévisions en janvier et en février. Le taux de création de crédit des trois derniers mois est comparable à celui du premier semestre de 2020, lorsque la Chine a réussi à se remettre de la première vague de confinements

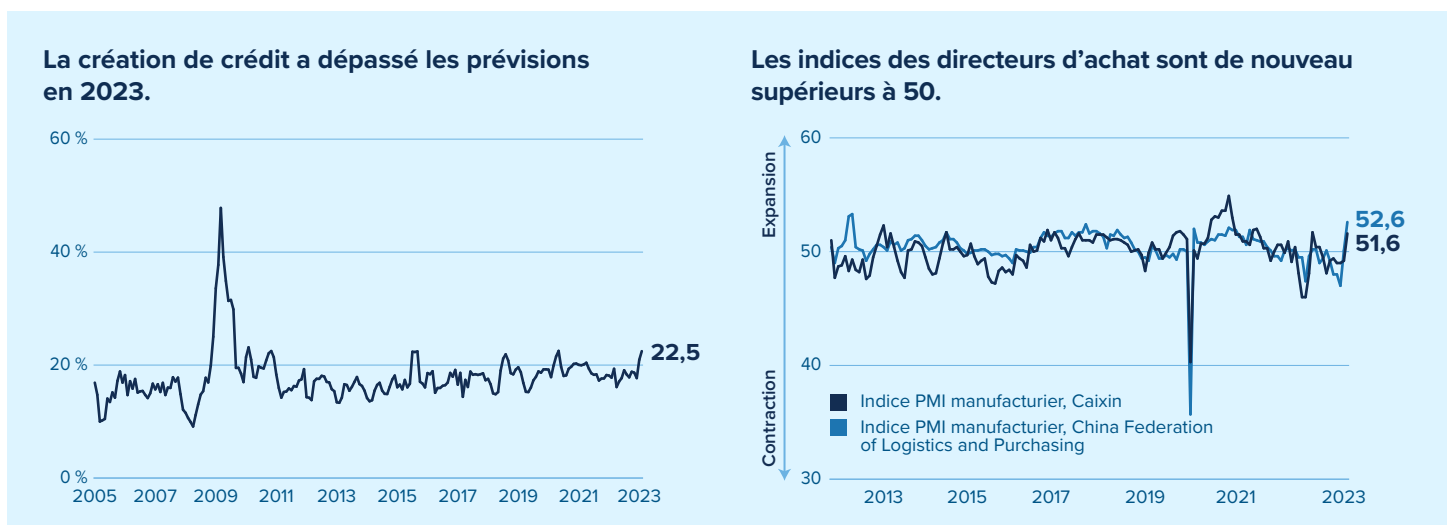
liés à la COVID. La plus grande partie des nouveaux crédits est destinée aux entreprises exportatrices et aux gouvernements locaux, comme c'était le cas en 2009. La croissance des investissements en actifs fixes en février a dépassé les attentes (5,5 % contre 5,1 %). La production industrielle a tiré de l'arrière, mais les indices des directeurs d'achats ont bondi, ce qui suggère une reprise imminente de la production.

TABLEAU 1. LES DONNÉES SUR LA MOBILITÉ ONT CONNU UNE REPRISE RAPIDE.



Remarques : Données obtenues de Bloomberg, au 28 mars 2023. Ajustement saisonnier du nombre de passagers aériens par l'auteur. Le graphique sur la fréquentation des métros additionne les passagers quotidiens des dix plus grandes villes chinoises pour lesquelles des données sur le trafic sont disponibles.

TABLEAU 2. LA REPRISE ALIMENTÉE PAR LE CRÉDIT A CONNU UNE LÉGÈRE PROGRESSION.



Remarque : Données obtenues de Bloomberg, au 28 mars 2023.



Les attentes du gouvernement chinois quant à la reprise continue sont faibles, avec un objectif de croissance du PIB pour 2023 de 5 %. Les autorités ont fait preuve d'humilité quant à leur capacité de stimuler les investissements et les exportations. L'époque de la croissance à deux chiffres en Chine est révolue, et ce pour trois raisons :

1. La croissance potentielle est plus faible en Chine, et de nombreux nouveaux investissements ne sont pas productifs.
2. Les niveaux d'endettement sont élevés, en particulier ceux des administrations locales.
3. Les autorités chinoises ont hésité à prendre les mesures difficiles mais nécessaires pour transformer l'économie chinoise d'un modèle axé sur les exportations à une économie de consommation moderne.

Selon nous, des mesures de relance axées sur les consommateurs plutôt que les entreprises propulseraient la reprise. Mais, depuis plus d'une dizaine d'années, le gouvernement chinois résiste à l'idée de passer à un modèle économique axé sur la consommation. En [novembre dernier](#), nous avons affirmé que la réouverture de la Chine constituerait un choc inflationniste pour le reste du monde. L'effet serait encore plus marqué si la Chine imitait la stratégie de relance des États-Unis axée sur la consommation de 2020-2021. La Chine continuera plutôt de canaliser les liquidités vers les entreprises axées sur l'exportation en recyclant les entrées de la balance des paiements et en abaissant les exigences en matière de réserves bancaires. Nous nous attendons également à ce que les autorités abaissent la valeur du yuan pour stimuler les exportations. Ainsi, nous avons adopté une position courte sur le CNH dans notre Fonds global macro.

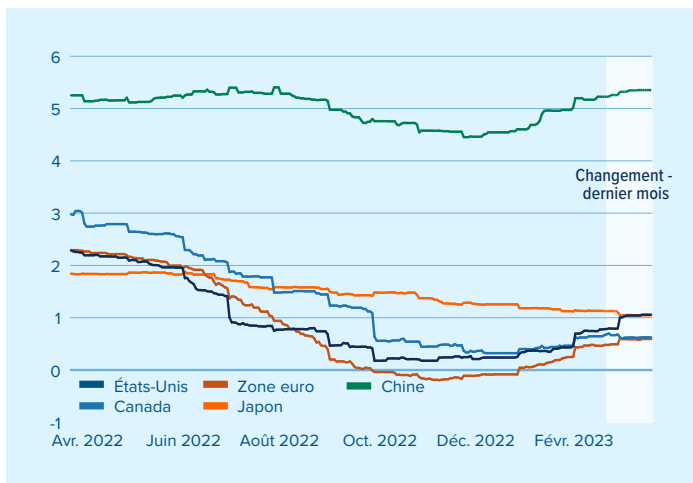


Mise à jour macroéconomique mondiale

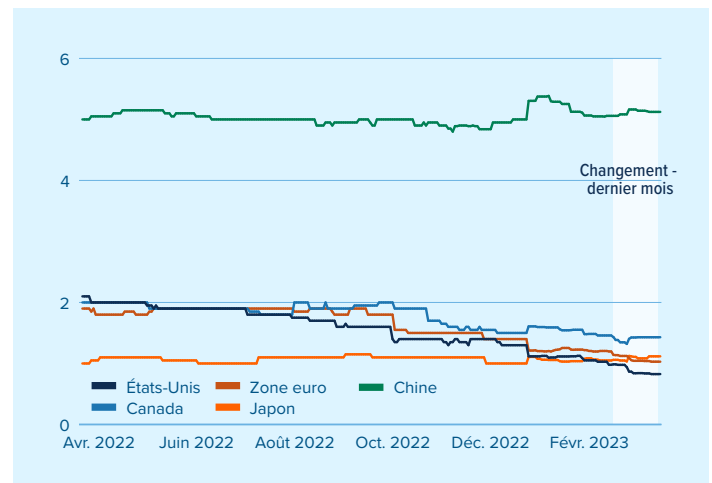
Selon le consensus, les prévisions de croissance pour la Chine se sont améliorées en février, alors qu'une modeste reprise prend forme. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, les mesures de relance par le crédit s'intensifient en Chine. Le 27 mars, la Banque populaire de Chine a réduit le coefficient de couverture pour les banques, libérant ainsi 500 milliards de yuans de liquidité, ce qui devrait contribuer à maintenir la dynamique de création de crédit des deux premiers mois de l'année.

Les prévisions consensuelles pour l'inflation aux États-Unis en 2023 et en 2024 ont augmenté au cours du mois dernier. Nous estimons que les événements récents liés au secteur bancaire ont eu un effet net neutre sur les attentes en matière d'inflation. D'une part, le choc bancaire entraînera un resserrement des normes de prêt, ce qui freinera la création de crédit et réduira la demande globale. D'autre part, la Réserve fédérale hésitera davantage à augmenter ses taux à 6 % pour atténuer l'inflation une fois pour toutes.

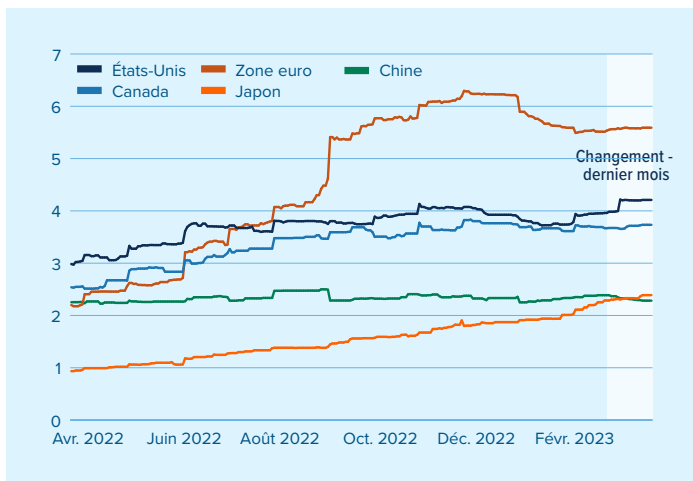
PRÉVISION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN 2023 (% , CONSENSUS)



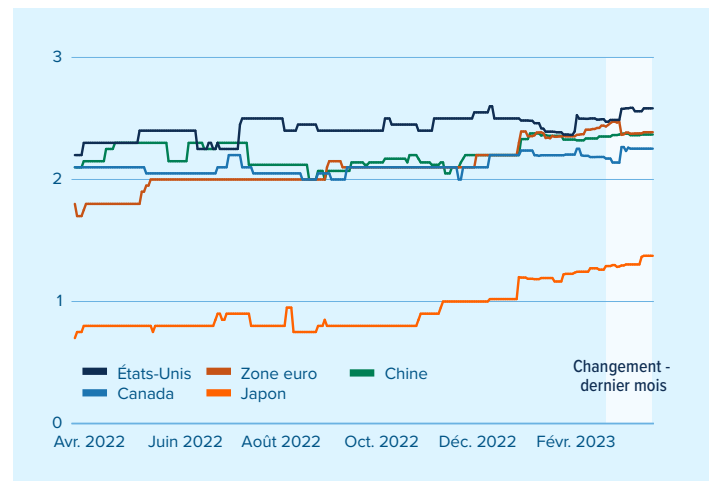
PRÉVISION DE LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN 2024 (% , CONSENSUS)



PRÉVISION DE L'INFLATION EN 2023 (% , CONSENSUS)



PRÉVISION DE L'INFLATION EN 2024 (% , CONSENSUS)



Remarques : Consensus Economics, au 31 mars 2023.



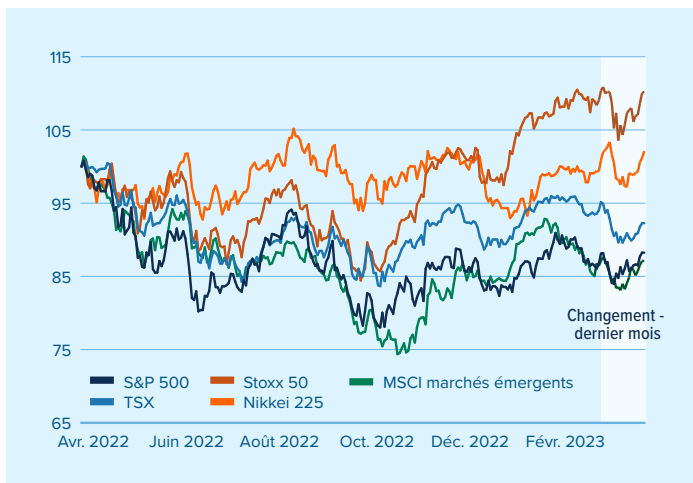
Mise à jour sur les marchés financiers

En mars, le **dollar américain** s'est déprécié par rapport à la plupart des devises. Au cours des derniers trimestres, les investisseurs s'étaient habitués à ce que le dollar américain se comporte comme une couverture parfaite contre les chocs macroéconomiques. Chaque fois qu'un risque apparaissait, le dollar américain se redressait. Cependant, à la suite de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB), le dollar s'est déprécié. Pourquoi ? Premièrement, le choc était centré sur les États-Unis. Deuxièmement, les taux d'intérêt à long terme se sont effondrés, ce qui a rendu le dollar américain moins attrayant par rapport aux autres devises. Le yen japonais en a été le principal bénéficiaire, avec un gain de 4 % en mai par rapport au dollar. Le dollar américain reste largement surévalué, alors les problèmes bancaires

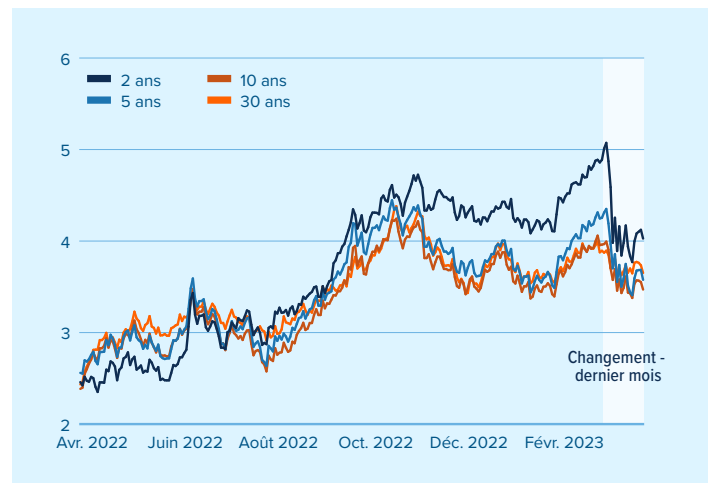
pourraient entraîner la reprise de la baisse du dollar entamée au quatrième trimestre 2022.

Les **taux** ont reculé sur l'ensemble de la courbe du Trésor en mars, mais la chute a été particulièrement marquée à l'avant de la courbe, les opérateurs de marché ayant réévalué leurs attentes quant aux hausses de taux par la Fed. L'écart entre les taux sur les bons du Trésor à 2 ans et ceux sur les bons du Trésor à 10 ans s'est rétréci d'environ 50 points de base le jour de la faillite de la SVB, soit la plus forte variation en un jour depuis le 11 septembre 2001. Selon nous, la baisse des taux est probablement exagérée. Les marchés s'attendent maintenant à deux ou trois baisses de taux de la Fed pour le reste de l'année 2023, un scénario peu probable.

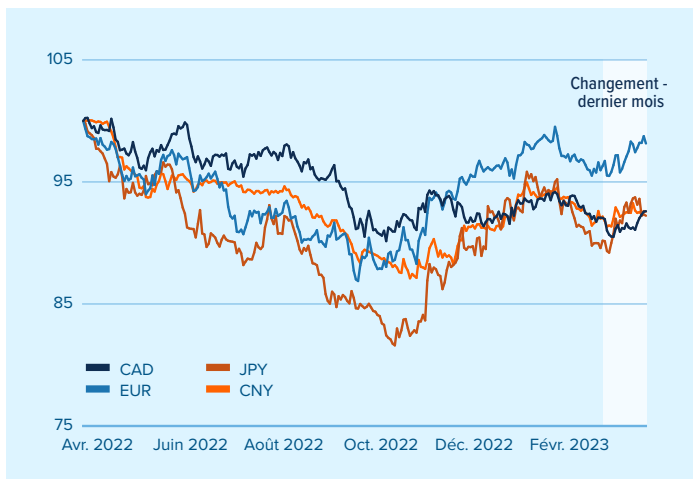
INDICES BOURSIERS (IL Y A UN AN = 100)



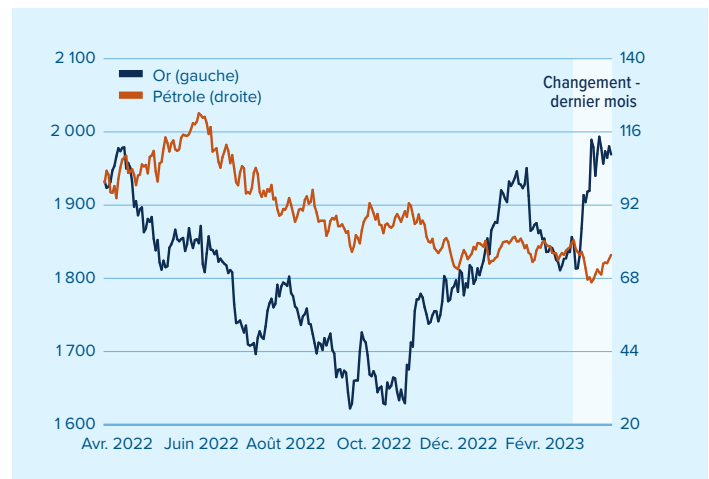
RENDEMENTS DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN (%)



DEVISES (PAR RAPPORT AU USD, IL Y A UN AN = 100)



PRIX DES PRODUITS DE BASE (EN USD)



Remarques : Données financières obtenues de Bloomberg, au 31 mars 2023. Indices boursiers de rendement total en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI MÉ qui est libellé en \$ US.

Ce qui retiendra notre attention en avril

12 avril : Décision sur les taux de la Banque du Canada

- Nous prévoyons que la Banque du Canada n'apportera aucun changement lors de sa réunion d'avril de fixation des taux. Les marchés estiment que la probabilité d'une baisse des taux n'est pas nulle, mais, selon nous, elle est extrêmement faible.
- L'inflation a considérablement diminué au Canada, mais sa tendance se maintient à environ 3,5 %. Le marché de l'emploi est toujours exceptionnellement tendu. À moins que la publication des chiffres sur l'emploi en mars ne révèle que des centaines de milliers de personnes ont perdu leur emploi, la Banque ne s'empressera à aller de l'avant avec un assouplissement. De plus, une réduction des taux enverrait un signal de faiblesse aux marchés, déclenchant une dépréciation du dollar canadien, ce que, nous le savons, le gouverneur Macklem espère éviter.

12 avril : IPC américain pour mars

- À la mi-mars, lorsque le Bureau of Labor Statistics des États-Unis a publié l'IPC pour le mois de février, les marchés ont pratiquement ignoré l'inflation légèrement plus élevée que prévu, gardant les yeux rivés sur le chaos entourant la Silicon Valley Bank.
- Maintenant que l'incendie dans le secteur bancaire est maîtrisé, les marchés tourneront de nouveau leur attention vers l'inflation. Nous nous attendons à une tendance continue de l'inflation à 5 % au cours des prochains mois.

13 avril : Production industrielle de la zone euro pour février

- La crise énergétique étant maintenant chose du passé pour la zone euro, nous nous attendons à ce que la production industrielle continue de faire preuve de vigueur. La production industrielle a augmenté à un rythme annualisé de 8,0 % en janvier, un niveau supérieur à la croissance de 3,6 % attendue par les prévisionnistes.

Thème émergent

La débâcle de la Silicon Valley Bank a modifié les attentes du marché quant aux taux de la Banque du Canada. Pourquoi ?

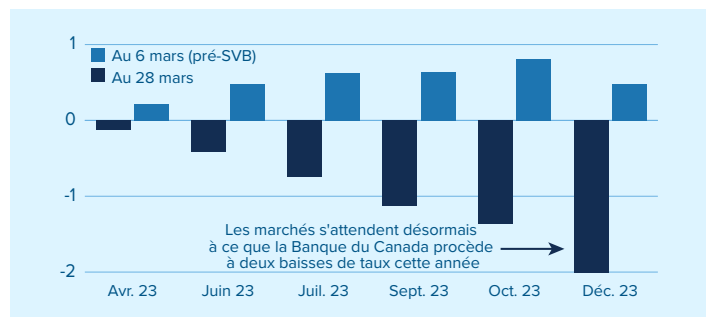
Aux États-Unis, les difficultés du secteur bancaire pourraient modifier les plans de hausses de taux de la Fed par le biais de deux canaux différents (mais liés) : le ralentissement de la création de crédit et les risques pour la stabilité financière.

La Banque du Canada n'est pas confrontée aux mêmes compromis. Des hausses de taux par la Banque du Canada ne vont certainement pas aggraver l'instabilité des banques américaines, et les banques canadiennes sont loin d'être insolubles. Elles sont bien capitalisées et leurs bilans ne cachent pas des niveaux inquiétants de pertes non réalisées sur les titres.

Le resserrement du crédit et le ralentissement de la création de crédit aux États-Unis pourraient avoir des répercussions sur la croissance au Canada. Cependant, l'effet est incertain et pour le moins indirect. De plus, les taux d'intérêt à long terme plus faibles aux États-Unis compensent en partie les effets macroéconomiques négatifs du choc bancaire.

Ainsi, contrairement à la Fed, la Banque du Canada continuera de se concentrer pleinement sur les données macroéconomiques. Si l'inflation reste supérieure à 2 %, si l'emploi se maintient et si la pause dans les taux permet au marché immobilier de respirer quelque peu, il est difficile de comprendre comment la Banque du Canada pourrait envisager une baisse des taux cet été, comme le suggèrent les marchés.

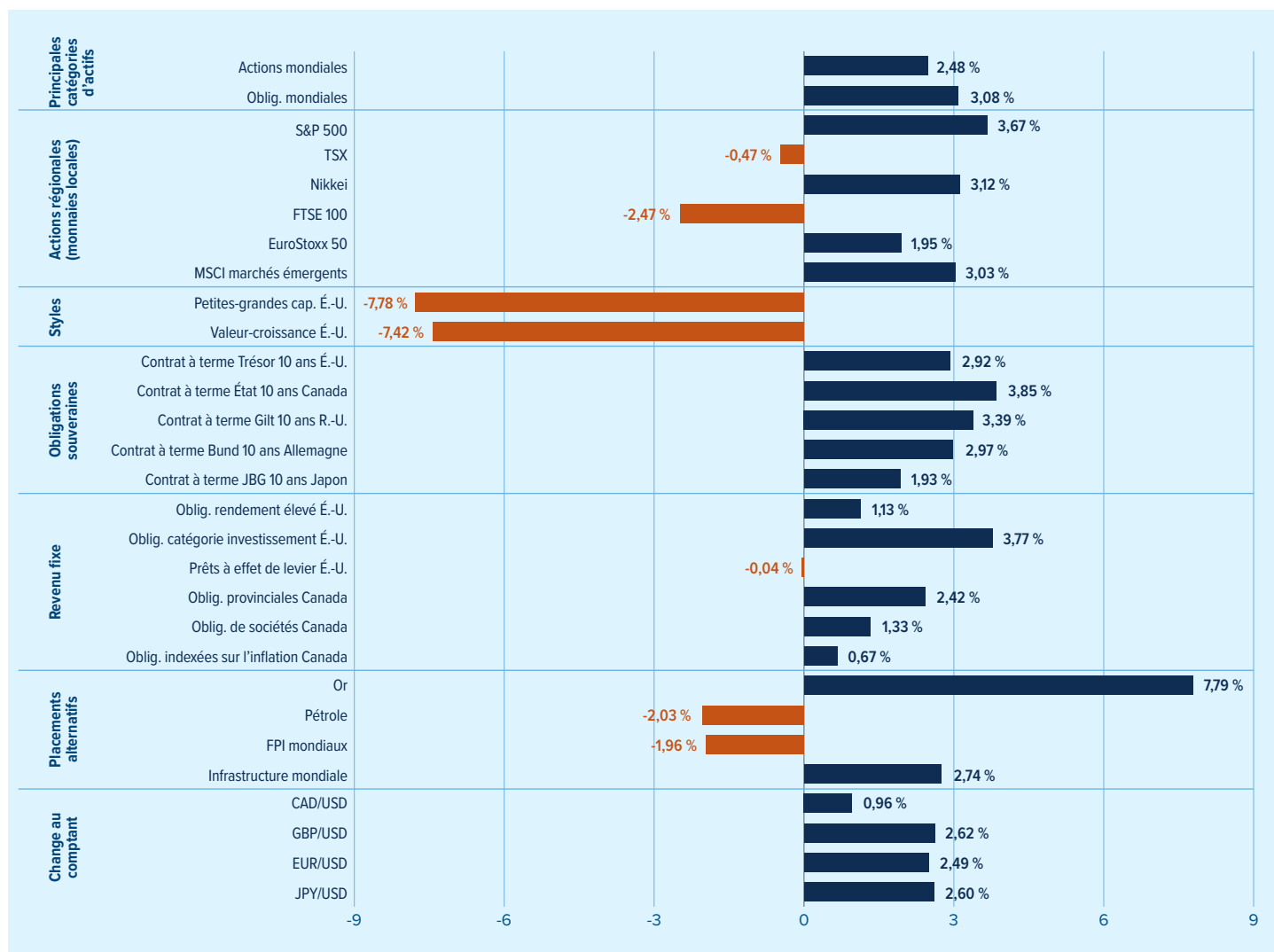
LES ATTENTES DE HAUSSE DE TAUX POUR LA BDC ONT CHUTÉ APRÈS L'ÉCHEC DE LA SVB



Remarque : Données de Bloomberg au 28 mars 2023.



Rendements des marchés financiers en mars



Remarques : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 mars 2023. Les rendements des indices sont pour la période du 1^{er} mars 2023 au 31 mars 2023. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé 60 TSX (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI ME (monnaies locales), Russell 2000 — Russell 1000, Russell 1000 valeur — Russell 1000 croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans R.-U., contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUSD, BBG EURUSD, BBG JPYUSD.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas des placements garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les énoncés prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les décisions judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 31 mars 2023. On ne devrait pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autres. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs et investisseuses dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.

2720710 03/23