

L'économie canadienne surpassée par celle des États-Unis, toujours en hausse

La résilience de l'économie américaine a continué de faire croître la confiance des investisseurs, ce qui a favorisé la progression du cours des actions et réduit les écarts de crédit en février. La conjoncture semble également avoir atteint un creux dans la zone euro et au Royaume-Uni, les indices des directeurs d'achats ayant fait état d'un rebond soutenu de la demande de services. Au Canada, la situation est beaucoup moins optimiste : la croissance de la production a été en hausse au quatrième trimestre de 2023, mais la production par habitant continue de diminuer. Le nombre de dossiers d'insolvabilité augmente toujours chez les entreprises et les consommateurs, ce qui laisse présager un ralentissement économique.

Points saillants

- Les banques centrales du monde répètent que davantage de progrès sont nécessaires sur le plan de l'inflation avant qu'elles puissent commencer à réduire les taux.
- Nous prévoyons encore que la Réserve fédérale des États-Unis baissera les taux une première fois lors de sa réunion de juin, que la Banque du Canada et la Banque centrale européenne le feront une semaine avant la Fed (également en juin), et que la Banque d'Angleterre, dont le ton est nettement plus ferme, leur emboîtera le pas plus tard, en août.
- En raison de la résurgence des tensions inflationnistes aux États-Unis au début de l'année 2024, la Fed devrait adopter une approche plus prudente après le début des baisses de taux. Nous nous attendons à ce que le rythme soit plus lent (toutes les deux réunions) pour le reste de 2024.
- Le contexte entourant la croissance économique n'a pas beaucoup changé. Le Canada est toujours en queue de peloton (selon la croissance par habitant). De leur côté, le Royaume-Uni et les pays de la zone euro observent déjà des signes précurseurs d'une reprise de l'activité, tandis que les États-Unis continuent de faire preuve de résilience.
- **Sujet principal** : Le nombre de dossiers d'insolvabilité d'entreprises a bondi au Canada au début de 2024. Certes, cette augmentation fait suite aux niveaux exceptionnellement bas de la pandémie et est probablement en partie attribuable à la limite fixée à janvier pour rembourser les prêts CUEC du gouvernement fédéral. Cette tendance est néanmoins inquiétante et nous rappelle que l'économie court toujours le risque de ralentir et que les conditions du marché du travail et les revenus des ménages n'ont pas nécessairement fini de se détériorer.

Aperçu

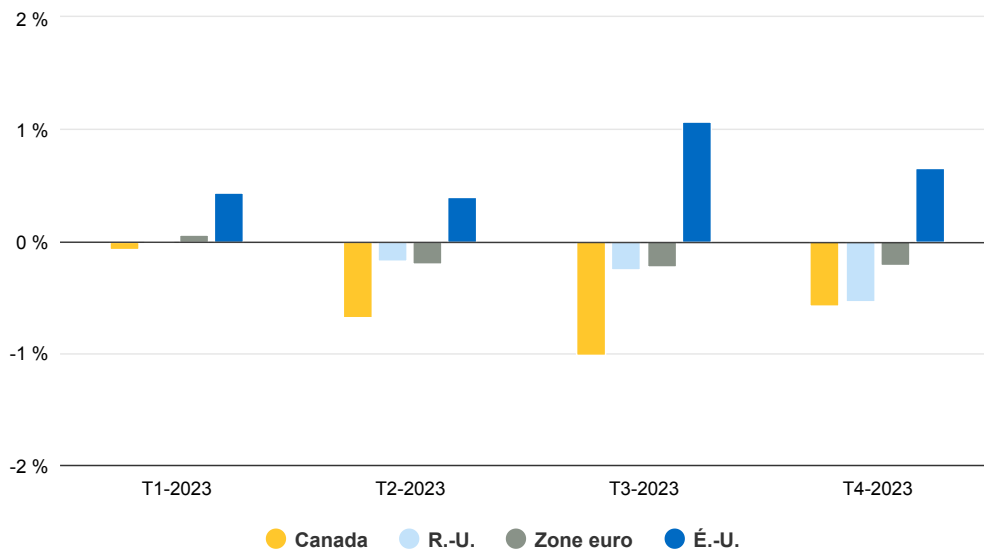
L'économie des États-Unis tient toujours bon, mais les risques d'inflation réapparaissent	2-3
Orientation des banques centrales	4
Dossiers d'insolvabilité d'entreprises est en hausse au Canada	5
Les secteurs axés sur la consommation plus durement touchés	6
Dossiers d'insolvabilité pose un risque pour les revenus des ménages	6-7
Perspectives des taux d'intérêt	8
Perspectives économiques	9
Perspectives des devises	9

L'économie des États-Unis tient toujours bon, mais les risques d'inflation réapparaissent

L'économie américaine vient de connaître un autre mois de performance supérieure. Les dépenses personnelles consacrées aux services sont demeurées fortes en janvier, tandis que le rapport de février sur l'emploi a révélé que la série de solides gains s'était poursuivie. Le contexte macroéconomique favorable ne posera pas de problème tant que l'inflation restera basse. Cependant, les données de l'IPC au début de 2024 ont aussi dénoté une résurgence des pressions sur les prix. Par conséquent, la Réserve fédérale devrait juger moins durable la faible inflation observée au cours du deuxième semestre de la dernière année. Les marchés ont revu à la baisse leurs attentes quant à une réduction des taux cette année et estiment plutôt que le point de départ aura lieu en juin, conformément à nos prévisions. Par la suite, nous entrevoyons moins de réductions cette année et croyons que celles-ci seront annoncées à une réunion sur deux pendant le restant de 2024 (nous nous attendions précédemment à ce que la Fed abaisse ses taux à chacune de ses réunions). En fin de compte, le taux des fonds fédéraux devrait être supérieur de 50 points de base au niveau auquel nous nous attendions auparavant et se situer dans une fourchette de 4,5 % à 4,75 % vers la fin de l'année.

La croissance toujours inégale entre les économies

Croissance trimestrielle du PIB par habitant








Sources : Haver, calculs de Services économiques RBC | * Les estimations pour le Royaume-Uni et la zone euro sont fondées sur la population en âge de travailler.

La conjoncture économique au Canada, dans la zone euro et au Royaume-Uni demeure beaucoup plus délicate. La croissance du produit intérieur brut du Canada a été laborieuse au quatrième trimestre de 2023, pendant lequel la hausse marquée des exportations a masqué une forte contraction des investissements des entreprises. Au cours de la même période, la croissance du PIB a également été mince dans la zone euro (très légère hausse par rapport au troisième trimestre) et au Royaume-Uni (baisse non annualisée de 0,3 % plus grande que prévu). Les enquêtes mensuelles PMI ont révélé un rebond de l'activité dans les deux régions au cours des premiers mois de 2024. Ce regain est principalement attribuable à l'augmentation de la demande de services, puisque les sous-indices montrent maintenant que les deux régions se trouvent dans la zone d'expansion. On ne peut pas en dire autant du Canada, où les cas d'insolvabilité sont toujours en hausse et où la situation du marché du travail continue de se détériorer.

Si les conditions de croissance économique varient, les banques centrales du monde réitèrent à peu près toutes la même chose : davantage des progrès sont nécessaires sur le plan de l'inflation avant qu'elles commencent à baisser les taux. La Banque du Canada et la Banque centrale européenne l'ont répété le mois dernier, tout en laissant les taux d'intérêt inchangés, comme il était généralement prévu. Aux États-Unis, la supériorité du rendement économique fait craindre que la Fed doive être plus prudente que prévu en matière d'assouplissement. Toutefois, les commentaires des décideurs, dont le président, Jerome Powell, ont largement conforté la préférence de la banque centrale, qui est de commencer à réduire les taux d'intérêt cette année. Nous continuons de nous attendre à ce que la Banque du Canada, la Fed et la Banque centrale européenne commencent à abaisser les taux en juin, suivies de la Banque d'Angleterre en août, puis de la Banque de réserve d'Australie en décembre.

Orientation des banques centrales

Banque centrale	Taux directeur actuel (Dernier changement)	Prochaine décision
 Banque du Canada	5,00 % +0 pb en mars 2024	0 pb Avril 2024
<p>En mars, la Banque du Canada a laissé les taux inchangés pour une cinquième réunion de suite, soulignant que le ralentissement de l'économie est la preuve que la politique monétaire réussit à freiner l'activité. Le problème est que l'inflation de base est toujours élevée, mais la Banque s'attend à ce qu'elle diminue progressivement au cours du deuxième semestre. Nous prévoyons toujours que les pressions exercées sur les prix continueront de s'apaiser, ce qui entraînerait une première baisse des taux vers le milieu de l'année.</p>		
 Fed	5,25 %-5,50 % +0 pb en janvier 2024	0 pb Mars 2024
<p>Les données récentes sur l'IPC font état d'un rebond des pressions sous-jacentes sur les prix aux États-Unis au début de 2024. Vu cette situation, d'autant plus que l'économie est florissante, la Fed sera probablement très prudente au moment d'évaluer la direction que prendra l'inflation (nos prévisions tablent toujours sur une baisse) et de déterminer le moment approprié pour réduire les taux. Nous attendons toujours une première baisse des taux en juin, après que l'inflation aura diminué, à l'instar de la croissance des loyers.</p>		
 Banque d'Angleterre	5,25 % +0 pb en février 2024	0 pb Mars 2024
<p>Le budget annoncé récemment devrait avoir peu d'incidence sur la politique monétaire du Royaume-Uni. L'augmentation de la demande globale découlant des mesures annoncées devrait être compensée par l'augmentation de la main-d'œuvre disponible et ne devrait pas faire empirer l'inflation. La Banque a indiqué qu'il faudra voir des signes persistants d'un retour à la cible de l'IPC avant de réduire les taux. Nous attendons une première baisse en août.</p>		
 BCE	4,00 % +0 pb en mars 2024	0 pb Avril 2024
<p>La Banque centrale européenne a laissé le taux des dépôts inchangé à sa réunion de mars, ses nouvelles prévisions tablent sur une baisse de l'inflation à court et à moyen terme. Les données du début de février ont montré peu de progrès à ce chapitre dans la zone euro, surtout dans les secteurs des services. Toutefois, l'inflation suit toujours de près les prévisions trimestrielles de la Banque. La présidente, Christine Lagarde, a approuvé une première baisse des taux en juin, comme dans nos prévisions.</p>		
 Banque de réserve d'Australie	4,35 % +0 pb en février 2024	0 pb Mars 2024
<p>En Australie, les données sur le PIB du quatrième trimestre ont confirmé le ralentissement de l'économie auquel la plupart s'attendaient, en particulier dans les secteurs sensibles au taux d'intérêt. Les conditions du marché du travail se sont détériorées, mais pas à un point qui justifierait un assouplissement immédiat de la part de la Banque de réserve. Notre scénario de base prévoit toujours une première baisse des taux au quatrième trimestre (50 pb en tout pour le trimestre), suivie de deux autres baisses au cours du premier semestre de 2025, qui porteraient le taux du financement à un jour à 3,35 %.</p>		

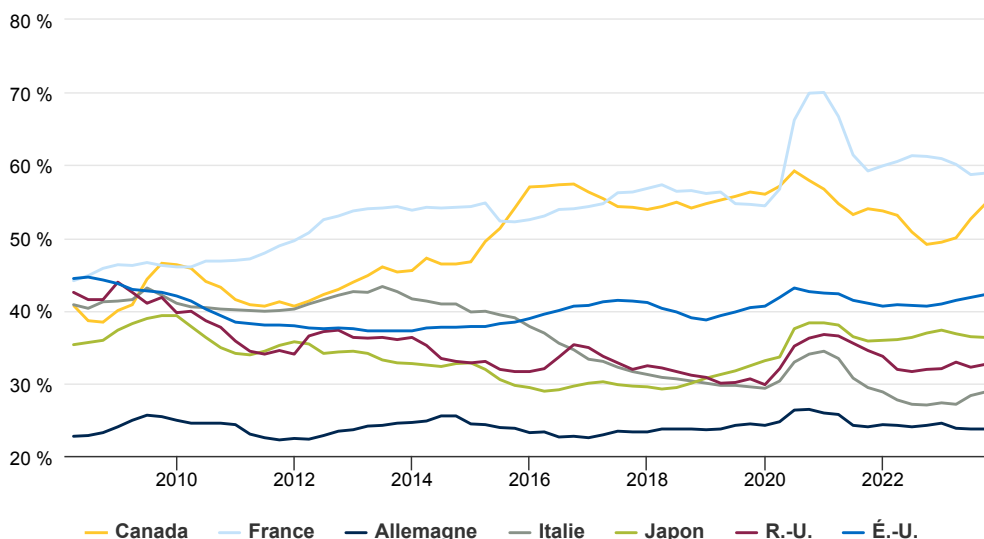
Le nombre de dossiers d'insolvabilité d'entreprises est en hausse au Canada

Au début de 2024, le nombre de dossiers d'insolvabilité a bondi chez les entreprises canadiennes, pour atteindre des niveaux jamais vus depuis la grande crise financière. Ce qui est inquiétant, c'est que la plupart des cas sont liés à des faillites (qui ont plus que doublé depuis l'automne dernier), au lieu de propositions permettant aux entreprises de régler leurs dettes avec les créanciers à des conditions autres que celles en vigueur. Une partie de cette augmentation pourrait être liée à la fin de certains programmes d'aide gouvernementaux mis en place en raison de la pandémie. La limite pour rembourser les prêts CUEC du gouvernement fédéral était en janvier. Cette hausse fait également suite à la période de taux d'insolvabilité exceptionnellement faibles observée durant la pandémie.

Par ailleurs, les données de l'enquête sur les investissements des entreprises font état d'une forte augmentation du ratio d'endettement des sociétés canadiennes non financières. Plusieurs facteurs ont probablement contribué à cette situation, notamment le fait que ce secteur est plus endetté dans l'ensemble (le ratio de la dette au PIB est le deuxième plus élevé des pays du G7, juste derrière la France), et les différences dans les structures des échéances pour les emprunts non hypothécaires des entreprises.

Le service de la dette des entreprises canadiennes augmente parallèlement à la hausse des taux

Ratio d'endettement des entreprises privées non financières



Sources : Banque des Règlements internationaux, Services économiques RBC

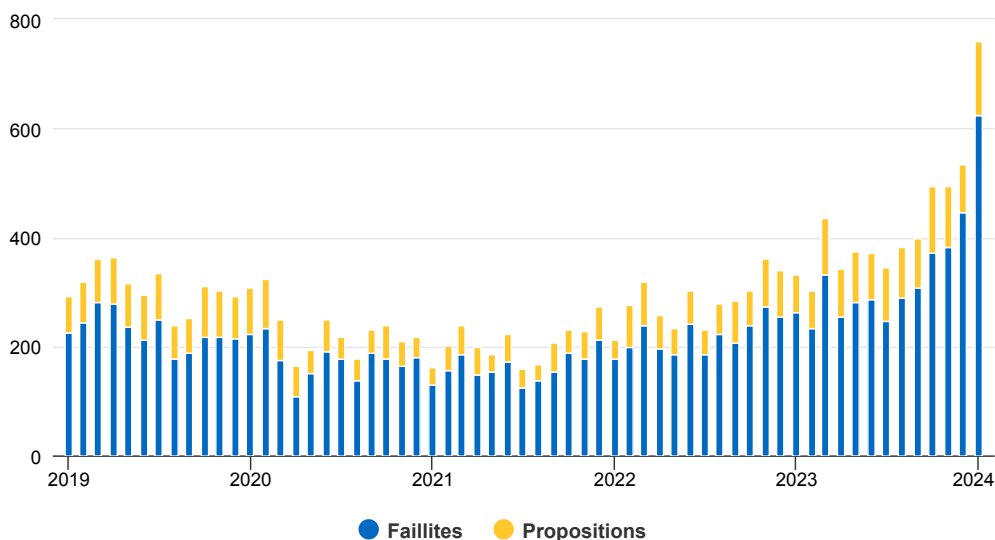
Les secteurs axés sur la consommation plus durement touchés

De nombreuses entreprises canadiennes qui avaient survécu à la pandémie avec l'aide du gouvernement sont maintenant confrontées à trois défis plutôt qu'un : le ralentissement de la demande des consommateurs, l'augmentation des coûts d'emprunt et la détérioration de la productivité. Les conditions semblent pires pour les entreprises des secteurs axés sur la consommation, comme le commerce de détail, le logement et l'hébergement, l'alimentation, et les loisirs. Ces secteurs ont connu la plus forte hausse du nombre de dossiers d'insolvabilité et la pire détérioration de l'accès au crédit. Les prêteurs ont resserré les normes en raison notamment de la baisse prévue de la demande dans ces secteurs, selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises du quatrième trimestre de 2023 menée par la Banque du Canada.

La forte concentration de petites entreprises dans ces secteurs explique probablement en partie cette situation, puisque les petites entreprises ont tendance à avoir des sources de financement moins diversifiées. L'approche de la date limite pour rembourser les prêts CUEC sans renoncer à la composante subvention a probablement aggravé les choses. Nous avons déjà constaté une augmentation inhabituelle des prêts aux entreprises accordés par des banques à charte vers la fin de l'an dernier, probablement attribuable à la demande accrue des petites entreprises devant refinancer leurs dettes afin de respecter l'échéance du CUEC, en janvier.

Le nombre de dossiers d'insolvabilité a bondi chez les entreprises canadiennes au début de 2024

Nombre de dossiers d'insolvabilité



Sources : Innovation, Sciences et Développement économique Canada, Services économiques RBC

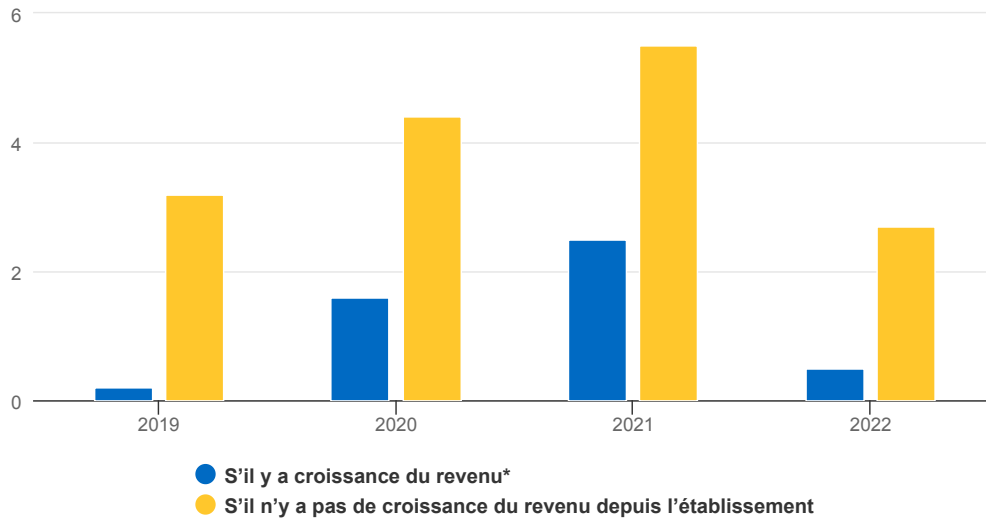
La hausse du nombre de dossiers d'insolvabilité pose un risque pour les revenus des ménages

Il reste à voir si cette récente augmentation du nombre de dossiers d'insolvabilité d'entreprises sera « temporaire » (vous rappelez-vous la dernière fois que ce mot a été utilisé pour décrire l'inflation ?), ou si elle est le reflet de la faiblesse persistante des conditions d'exploitation. Quoi qu'il en soit, elle aura une incidence négative sur le marché du travail.

Comme nous l'avons souligné dans le plus récent Mensuel des marchés financiers, jamais la Banque du Canada n'a attendu aussi longtemps que durant le cycle actuel avant de réduire les taux d'intérêt dans un contexte de hausse du taux de chômage. La principale raison est que les risques d'inflation n'ont pas encore complètement disparu. C'est aussi parce que la détérioration des conditions du marché du travail n'est pas principalement attribuable à des licenciements, d'où une incidence moindre sur le revenu des ménages et les conditions de crédit. Mais il pourrait en être autrement au cours des prochains trimestres si l'accélération des fermetures d'entreprises est suivie d'une accélération des licenciements.

Augmentation gérable des versements hypothécaires, si le revenu continue de croître

Augmentation médiane des ratios d'endettement hypothécaire au renouvellement



Sources : Banque du Canada, Services économiques RBC* Croissance du revenu supposée : 2,4 % par année, soit le taux moyen des dix dernières années

Les pertes d'emplois et de revenus pourraient être particulièrement graves si des ménages sont fortement endettés et doivent effectuer des versements hypothécaires toujours plus grands à mesure que les prêts à taux fixe sont renouvelés à des taux d'intérêt plus élevés. Dans une analyse antérieure, la Banque du Canada soulignait qu'il fallait absolument que la croissance du revenu continue pour que les ménages puissent supporter des versements hypothécaires croissants. Le ratio d'endettement hypothécaire pourrait plus que doubler, voire quintupler dans certains cas, si les ménages perdent leurs revenus à cause d'un licenciement.

Nous continuons de nous attendre à un léger ralentissement de l'économie canadienne (par habitant), puis à une légère amélioration au deuxième semestre grâce à une forte croissance de la population et à l'assouplissement prévu de la Banque. La hausse du nombre de faillites d'entreprises nous rappelle cependant que des risques de recul subsistent.

Perspectives des taux d'intérêt

Taux directeurs et taux des obligations d'État à la fin de la période

	T1 23	T2 23	T3 23	T4 23	T1 24	T2 24	T3 24	T4 24	T1 25	T2 25	T3 25	T4 25
Canada												
Taux du financement à un jour	4,50	4,75	5,00	5,00	5,00	4,75	4,25	4,00	3,75	3,25	3,00	3,00
Trois mois	4,34	4,90	5,07	5,04	4,95	4,65	4,10	3,95	3,60	3,20	3,00	3,00
Deux ans	3,74	4,58	4,87	3,88	4,20	3,80	3,50	3,25	2,90	2,75	2,90	3,00
Cinq ans	3,02	3,68	4,25	3,17	3,45	3,30	3,10	3,00	2,85	2,90	2,90	3,00
10 ans	2,90	3,26	4,03	3,10	3,40	3,25	3,10	3,00	2,90	2,95	3,00	3,10
30 ans	3,02	3,09	3,81	3,02	3,35	3,25	3,15	3,05	3,00	3,05	3,10	3,15
États-Unis												
Point central du taux des fonds fédéraux	4,88	5,13	5,38	5,38	5,38	5,13	4,88	4,63	4,63	4,38	4,38	4,13
Trois mois	4,85	5,43	5,55	5,40	5,33	5,01	4,78	4,53	4,58	4,33	4,33	4,08
Deux ans	4,06	4,87	5,03	4,23	4,60	4,50	4,35	4,30	4,25	4,20	4,20	4,25
Cinq ans	3,60	4,13	4,60	3,84	4,15	4,05	3,95	3,95	3,95	4,00	4,10	4,20
10 ans	3,48	3,81	4,59	3,88	4,15	4,05	3,95	4,00	4,05	4,10	4,20	4,30
30 ans	3,67	3,85	4,73	4,03	4,30	4,20	4,15	4,20	4,25	4,30	4,35	4,40
Royaume-Uni												
Taux d'escompte	4,25	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75
Deux ans	3,42	5,27	4,91	3,98	4,50	4,40	4,30	4,15	4,00	3,90	4,00	4,00
Cinq ans	3,33	4,66	4,53	3,46	4,00	3,90	3,80	3,60	3,50	3,55	3,60	3,65
10 ans	3,47	4,39	4,46	3,54	4,10	4,00	3,90	3,75	3,70	3,75	3,85	3,95
30 ans	3,82	4,42	4,92	4,14	4,75	4,70	4,60	4,50	4,50	4,60	4,70	4,85
Zone euro*												
Taux des dépôts	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50
Deux ans	2,66	3,27	3,20	2,40	2,75	2,70	2,70	2,60	2,50	2,40	2,30	2,30
Cinq ans	2,30	2,58	2,79	1,94	2,50	2,40	2,30	2,20	2,15	2,20	2,20	2,25
10 ans	2,28	2,39	2,85	2,03	2,55	2,40	2,35	2,20	2,20	2,20	2,25	2,30
30 ans	2,35	2,38	3,05	2,27	2,70	2,60	2,50	2,50	2,50	2,50	2,60	2,70
Australie												
Taux du financement à un jour	3,60	4,10	4,10	4,35	4,35	4,35	4,35	3,85	3,35	3,35	3,35	3,35
Deux ans	2,96	4,21	4,09	3,71	3,70	3,65	3,50	3,40	3,40	3,40	3,60	3,75
10 ans	3,30	4,02	4,49	3,95	4,30	4,25	4,10	4,00	3,95	3,95	4,00	4,25
Nouvelle-Zélande												
Taux du financement à un jour	4,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Swap à deux ans	5,01	5,46	5,69	4,63	5,00	4,75	4,40	4,25	4,25	4,25	4,30	4,35
Swap à 10 ans	4,27	4,46	5,13	4,12	4,50	4,40	4,30	4,25	4,30	4,45	4,50	4,60

Sources : Refinitiv, Banque du Canada, Fed, Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne, Reserve Bank of Australia, Reserve Bank of New Zealand, Services économiques RBC, RBC Marché des Capitaux.

Perspectives économiques

Variation d'un trimestre sur l'autre du PIB réel (%)

	T1 22	T2 22	T3 22	T4 22	T1 23	T2 23	T3 23	T4 23	T1 24	T2 24	T3 24	T4 24	T1 25	T2 25	T3 25	T4 25	2021	2022	2023	2024	2025
Canada*	3,9	3,8	1,8	-0,9	2,6	0,6	-0,5	1,0	0,3	1,4	1,8	2,2	2,0	2,1	2,6	2,9	5,3	3,8	1,1	0,8	2,1
États-Unis*	-2,0	-0,6	2,7	2,6	2,2	2,1	4,9	3,2	2,0	0,5	1,0	1,2	1,8	1,8	1,8	1,8	5,8	1,9	2,5	2,1	1,5
Royaume-Uni	0,5	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	1,1
Zone euro	0,6	0,8	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	5,9	3,5	0,5	0,2	1,2
Australie	0,5	0,8	0,2	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,3	0,6	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	5,6	3,8	2,1	1,6	3,1

* Données annualisées

Variation d'une année sur l'autre de l'inflation (%)

	T1 22	T2 22	T3 22	T4 22	T1 23	T2 23	T3 23	T4 23	T1 24	T2 24	T3 24	T4 24	T1 25	T2 25	T3 25	T4 25	2021	2022	2023	2024	2025
Canada	5,8	7,5	7,2	6,7	5,1	3,5	3,7	3,2	3,0	2,8	2,2	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	3,4	6,8	3,9	2,5	1,9
États-Unis	8,0	8,6	8,3	7,1	5,8	4,0	3,5	3,2	3,1	3,0	2,8	2,7	2,3	2,2	2,1	2,1	4,7	8,0	4,1	2,9	2,2
Royaume-Uni	6,2	9,2	10,0	10,8	10,2	8,4	6,7	4,2	4,3	2,8	2,9	2,7	2,2	1,7	1,9	1,8	2,6	9,1	7,3	3,2	1,9
Zone euro	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	5,0	2,7	2,6	2,5	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1
Australie	5,1	6,1	7,3	7,8	7,0	6,0	5,4	4,1	3,5	3,4	2,9	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	6,6	5,6	3,2	2,9

Sources : Statistique Canada, BLS, ONS, EuroStat, ABS, Services économiques RBC, RBC Marché des Capitaux.

Perspectives des devises

Taux de change avec le dollar américain à la fin de la période

	T1 22	T2 22	T3 22	T4 22	T1 23	T2 23	T3 23	T4 23	T1 24	T2 24	T3 24	T4 24	T1 25	T2 25	T3 25	T4 25
USD/CAD	1,25	1,29	1,38	1,35	1,35	1,32	1,35	1,32	1,34	1,36	1,33	1,31	1,31	1,30	1,30	1,29
EUR/USD	1,11	1,05	0,98	1,07	1,09	1,09	1,06	1,11	1,08	1,06	1,06	1,08	1,10	1,12	1,15	1,18
GBP/USD	1,32	1,22	1,11	1,21	1,24	1,27	1,22	1,27	1,27	1,25	1,23	1,24	1,24	1,23	1,24	1,26
USD/JPY	121	136	145	132	133	144	149	141	145	145	150	150	146	141	138	135
AUD/USD	0,75	0,69	0,64	0,68	0,67	0,67	0,65	0,68	0,65	0,64	0,65	0,66	0,68	0,70	0,71	0,73

Taux de change avec le dollar canadien

	T1 22	T2 22	T3 22	T4 22	T1 23	T2 23	T3 23	T4 23	T1 24	T2 24	T3 24	T4 24	T1 25	T2 25	T3 25	T4 25
EUR/CAD	1,39	1,35	N/A	1,45	1,47	1,44	1,43	1,46	1,45	1,44	1,41	1,41	1,44	1,46	1,49	1,52
GBP/CAD	1,64	1,57	N/A	1,63	1,67	1,68	1,65	1,68	1,70	1,70	1,64	1,63	1,61	1,60	1,60	1,62
CAD/JPY	97	105	N/A	97	98	109	110	107	108	107	113	115	112	108	107	105
AUD/CAD	0,94	0,89	N/A	0,92	0,91	0,88	0,87	0,90	0,87	0,87	0,86	0,86	0,89	0,91	0,92	0,94

Sources : Federal Reserve Board, Banque du Canada, Services économiques RBC, RBC Marché des Capitaux.

Le contenu du présent rapport est la propriété de la Banque Royale du Canada. Il ne peut pas être reproduit de quelque façon que ce soit, en totalité ou en partie, sans que le détenteur des droits d'auteur l'autorise expressément par écrit. Les déclarations et les statistiques contenues dans les présentes ont été préparées par Services économique RBC à l'aide de renseignements provenant de sources jugées fiables. Nous ne garantissons en aucun cas, que ce soit de façon expresse ou implicite, leur exactitude ou leur intégralité. La présente publication est fournie à titre indicatif aux investisseurs et aux gens d'affaires ; elle ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat de titres.