



Méfiez-vous de ce que vous souhaitez : L'élimination des restrictions liées à la zéro-COVID pourrait être inflationniste

Todd Mattina, Ph.D.

Vice-président principal, économiste en chef,
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

- À l'issue du congrès du Parti communiste chinois la semaine dernière, Xi Jinping a consolidé son statut de dirigeant suprême pour les cinq prochaines années, y compris en remplaçant plus de la moitié des 24 membres du Politburo par des représentants qui lui sont loyaux.
- Avec peu d'opposition effective, le président Xi semble prêt à poursuivre les politiques économiques qui ont été impopulaires dans les marchés financiers, dont une orientation vers une croissance économique dirigée davantage par l'État et des restrictions zéro-COVID qui ont considérablement ralenti l'économie.
- Même si l'on estime souvent que la politique de zéro-COVID a contribué à l'inflation mondiale en perturbant les chaînes d'approvisionnement, une réouverture de l'économie pourrait à notre avis constituer un nouveau moteur d'inflation pour l'économie mondiale.

Xi Jinping a obtenu un troisième mandat de cinq ans à l'issue du congrès du Parti communiste chinois (PCC) à la mi-octobre. Il a également solidifié sa position politique en nommant de proches alliés à des postes importants au sein du gouvernement et en mettant à l'écart d'anciens rivaux. Cela laisse présager une poursuite probable de ses principales politiques économiques des dernières années : une politique industrielle axée sur les industries technologiques « dures » comme la fabrication de semi-conducteurs, et une politique fiscale visant principalement à stimuler les exportations. Le congrès du PCC n'a par ailleurs révélé aucun signe d'assouplissement à court terme de la politique de zéro-COVID de la Chine.

Un assouplissement des restrictions liées à la COVID serait bénéfique pour les perspectives économiques de la Chine, une suppression permanente des restrictions aurait, selon nous, un effet inflationniste sur l'économie mondiale. L'argument contraire est souvent avancé : la suppression des restrictions liées à la COVID en Chine serait déflationniste pour le reste du monde parce qu'elle permettrait de réduire les goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement. Étant donné que les économies occidentales importent des biens de la Chine, les confinements en Chine ont accru les pénuries et les coûts qui gonflent les prix ailleurs.

La Chine n'est pas simplement une usine pour le monde ; elle est également un élément important de la demande mondiale. Sa classe moyenne en pleine expansion consomme chaque année des milliers de milliards de dollars de marchandises importées, allant des voitures allemandes au soja américain. La croissance des importations a chuté cette année sous l'effet des confinements et d'un fléchissement de l'activité économique. En raison de la réduction des déplacements des consommateurs chinois, le raffinage de l'essence a chuté de 20 % en avril 2022 et reste inférieur de 12 % à son sommet de mars (Tableau 1). Avec la reprise de la demande chinoise en période de pénurie de l'énergie, la Chine pourrait exporter une inflation liée à l'énergie encore plus importante. En même temps, les confinements ont à peine affecté les exportations chinoises, tandis que les importations ont stagné, les consommateurs ayant réduit leurs dépenses. Le résultat de l'écroulement des importations et de la résilience des exportations est une forte expansion de l'excédent commercial qui atteint près de 5 % du PIB (Tableau 1).

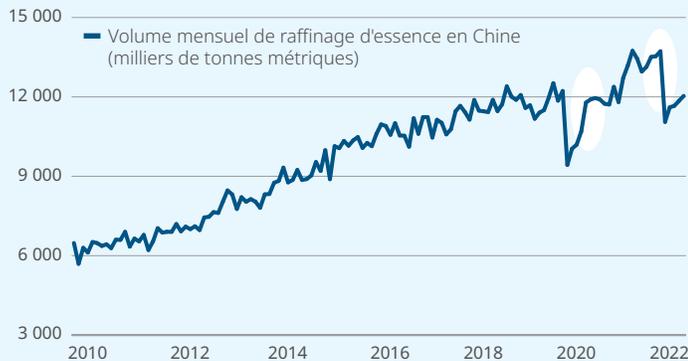
Les analyses de l'extérieur de la Chine transposent souvent à tort l'expérience occidentale relative aux confinements à l'économie de la Chine. Il existe quelques différences économiques importantes entre la politique chinoise de zéro-COVID et les confinements observés aux États-Unis et au Canada en 2020-2021. Premièrement, dans les économies occidentales, la consommation des ménages a augmenté tandis que la production s'est effondrée, de nombreuses entreprises ayant interrompu leurs activités pendant les confinements. L'inverse



se produit en Chine où la consommation des ménages est la plus touchée par les confinements, tandis que la production industrielle reste solide. Deuxièmement, les efforts des gouvernements occidentaux étaient axés sur la relance de la consommation par le biais de transferts directs aux ménages. Le gouvernement de la Chine soutient plutôt l'économie en appuyant les exportations et les investissements publics, et non la consommation des ménages.

Tableau 1. La politique chinoise de zéro-COVID restreint les importations mais pas les exportations.

La faiblesse de la demande d'essence est un symptôme des confinements.



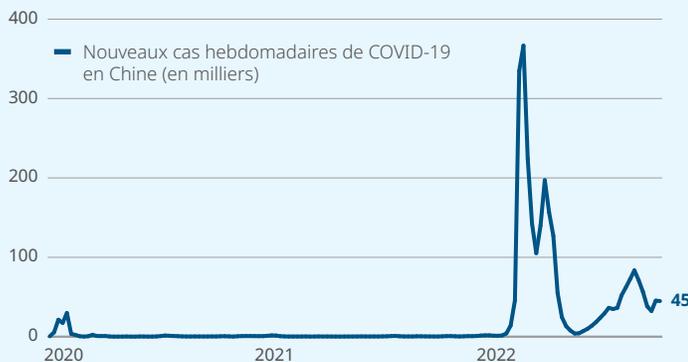
Remarques : Données obtenues de Bloomberg au 19 octobre 2022.

La résilience des exportations et l'effondrement des importations expliquent l'explosion de l'excédent commercial



Tableau 2. L'inflation mondiale aurait probablement été plus élevée sans la politique de zéro-COVID de la Chine.

Les confinements ont permis de contrôler les cas, mais la consommation a souffert.



Remarques : Données obtenues de Bloomberg au 19 octobre 2022.

Le ralentissement en Chine a probablement contribué à la faiblesse des produits de base aux T2 et T3.



Si les confinements entraînés par la COVID et les réponses politiques qui en ont découlé en 2020-2021 ont manifestement fait bondir l'inflation au Canada, aux États-Unis et dans la plupart des autres pays, on ne peut pas en dire autant de la Chine en 2022. La faiblesse de la consommation chinoise à la suite des confinements et de la timidité des mesures de stimulation de la demande a freiné l'inflation tant en Chine qu'ailleurs dans le monde. Les prix des produits de base ont grimpé en flèche après l'invasion de l'Ukraine l'hiver dernier mais il se sont rapidement inversés au printemps, en partie en raison de la faiblesse des importations en provenance de Chine, le plus important consommateur de produits de base au niveau mondial (Tableau 2). Sans les confinements en Chine, on peut supposer que l'inflation aurait été encore plus élevée aux États-Unis et au Canada cet été.

L'abandon éventuel de la politique de zéro-COVID en Chine contribuerait probablement aux pressions inflationnistes dans le monde.

Le risque que les dépenses de consommation refoulées reviennent en force en Chine en 2023, si les restrictions sont assouplies de manière permanente, est l'une des raisons pour lesquelles nous prévoyons que l'inflation sous-jacente au Canada et aux États-Unis restera supérieure à 4 % pendant une grande partie de 2023.



Mise à jour macroéconomique mondiale

- Les prévisionnistes s'attendent maintenant à ce que **l'inflation annuelle de l'IPC du Japon** pour 2022 soit supérieure à 2 %. Le Japon a connu une inflation annuelle supérieure à 2 % à une seule reprise au cours des 30 dernières années, lorsque les prix à la consommation ont augmenté de 2,7 % en 2014. Cette hausse était principalement due à l'effet temporaire de l'introduction d'une nouvelle taxe de vente, et l'inflation est immédiatement passée sous la barre de 1 % l'année suivante. Le prévisionniste moyen s'attend toujours à voir une inflation inférieure à 2 % en 2023, ce qui soutient la décision de la Banque du Japon de maintenir ses taux faibles pour amener de façon durable l'inflation à son objectif de 2 %.
- La prévision consensuelle de **l'inflation de la zone euro** pour 2023 a explosé en octobre, et se situe désormais nettement au-dessus de la prévision moyenne de l'inflation américaine, ce qui devrait inquiéter la Banque centrale européenne. Après l'invasion de l'Ukraine en février, les prévisions d'inflation de la zone euro pour 2022 ont augmenté beaucoup plus rapidement que les prévisions pour 2023, car on s'attendait à ce que les perturbations dans les marchés de l'énergie entraînent une hausse ponctuelle des prix plutôt qu'une inflation persistante. Étant donné que les gouvernements réagissent aux pénuries d'énergie avec des programmes de soutien aux ménages financés par le déficit, le choc temporaire sur les prix pourrait se transformer en une asymétrie persistante entre la demande et l'offre.

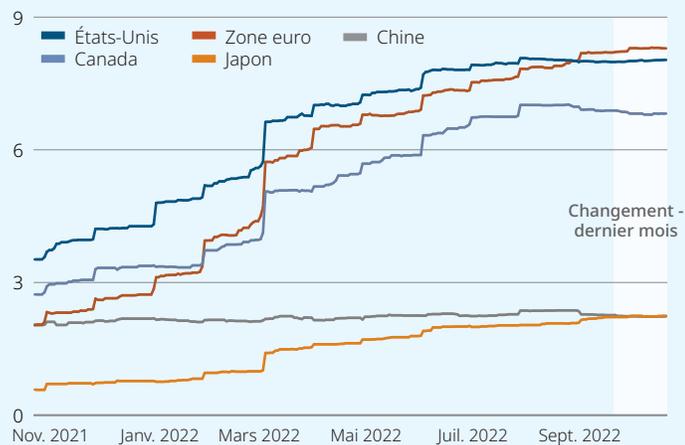
Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



Prévision de la croissance du PIB réel en 2023 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2022 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2023 (% , consensus)



Notes : Prévision de la croissance moyenne et de l'inflation provenant de Consensus Economics au 31 octobre 2022.



Mise à jour sur les marchés financiers

- En septembre, le **S&P 500** a chuté sous ses plus bas niveaux de juin et est resté faible au cours de la première moitié d'octobre, sous l'effet de l'attitude belliciste de la Fed, de la hausse des rendements des obligations du Trésor et de l'incertitude macroéconomique mondiale. Les actions ont enregistré une reprise au cours de la deuxième moitié d'octobre, grâce aux bénéfices qui semblaient plus solides que ne le craignaient de nombreux investisseurs et des attentes relatives à l'atteinte d'un sommet de l'attitude belliciste de la Fed.
- **Les rendements du Trésor américain** ont grimpé en flèche en septembre et ont continué d'augmenter pendant la plus grande

partie du mois d'octobre, la Fed ayant réitéré son engagement envers des hausses de taux jusqu'à ce que l'inflation redescende à 2 %. En octobre, les attentes du marché relatives à l'inflation aux États-Unis ont aussi fortement augmenté, tandis que les mauvaises conditions de liquidité restent une préoccupation.

- **La livre sterling** s'est redressée en octobre après le mini-budget désastreux du Royaume-Uni en septembre qui a entraîné de fortes pertes de la livre sterling et des gilts. **Le yen japonais** a franchi le seuil clé de 150 pour un dollar américain en octobre, ce qui porte sa dépréciation totale cette année à plus de 25 % par rapport au dollar américain.

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)



Notes : Données financières obtenues de Bloomberg au 31 octobre 2022. 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 novembre

3 novembre : Décision sur les taux de la Banque d'Angleterre

- L'inflation de l'IPC au Royaume-Uni a atteint 10,1 % en septembre, et la Banque d'Angleterre devrait réagir avec fermeté. Les marchés s'attendent à une hausse des taux d'au moins 75 points de base, et une hausse de 100 points de base est une réelle possibilité. La Banque d'Angleterre a clairement indiqué qu'elle n'hésitera pas à resserrer les taux pour lutter contre l'inflation, même si ses mesures provoquent une récession attendue.

16 novembre : Mises en chantier au Canada en octobre

- Alors que les ventes de maisons ont ralenti au Canada, les nouvelles constructions font preuve de résilience. En septembre, les mises en chantier ont atteint 300 000, le nombre le plus élevé depuis novembre 2021 et le quatrième plus élevé jamais enregistré.
- Selon certaines mesures, le marché immobilier ralentit plus rapidement aux États-Unis qu'au Canada, ce qui est quelque peu surprenant. Le marché canadien est plus surévalué par rapport aux données fondamentales et les propriétaires canadiens sont plus sensibles aux hausses de taux. Cependant, les données solides des mises en chantier montrent qu'il reste délicat de miser sur l'effondrement du marché immobilier canadien.

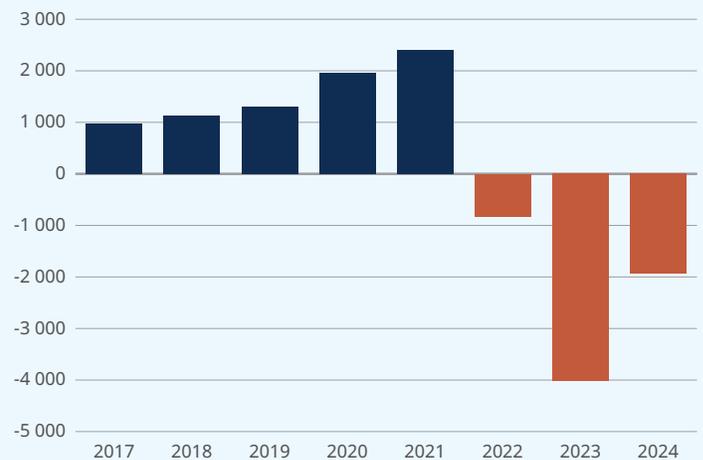
16 novembre : IPC canadien pour octobre

- Après avoir tiré de l'arrière par rapport à l'inflation américaine en août, principalement en raison de particularités méthodologiques, la hausse de l'inflation au Canada a causé une surprise à la hausse en septembre. L'inflation de l'IPC au Canada de même qu'aux États-Unis a atteint +0,4 % en glissement mensuel.
- Ces données confirment notre opinion selon laquelle, à court terme, l'économie canadienne reste au moins aussi dynamique que l'économie américaine, et l'inflation restera supérieure à l'objectif de la Banque du Canada au cours des prochains trimestres.

Thème émergent

- Au cours des prochaines années, la Banque du Canada générera probablement un revenu net négatif pour la première fois de son histoire. Avant la pandémie, elle versait environ 1 milliard de dollars par an au gouvernement fédéral à titre de seigneurage, mais avec la montée en flèche des taux d'intérêt, ses versements d'intérêts aux institutions financières sont sur le point de dépasser les revenus d'intérêts fixes provenant de son portefeuille d'actifs, composé principalement d'obligations du gouvernement du Canada.
- Selon nos estimations, le manque à gagner net au cours des trois prochaines années s'élèvera à environ 3 % des recettes annuelles du gouvernement fédéral. Étant donné que techniquement, la Banque ne peut pas accuser un déficit important, le gouvernement du Canada lui accordera probablement un prêt effectif, ce qui pourrait constituer un défi pour l'optique de l'indépendance de la banque centrale.
- Les politiques d'assouplissement quantitatif de la Banque du Canada en 2020 et 2021 ont eu un effet majeur sur les finances publiques futures. Lorsque l'on tient compte des avoirs de la Banque du Canada en obligations du gouvernement du Canada, l'échéance moyenne pondérée de la dette gouvernementale passe de 6,7 ans à 4,7 ans.

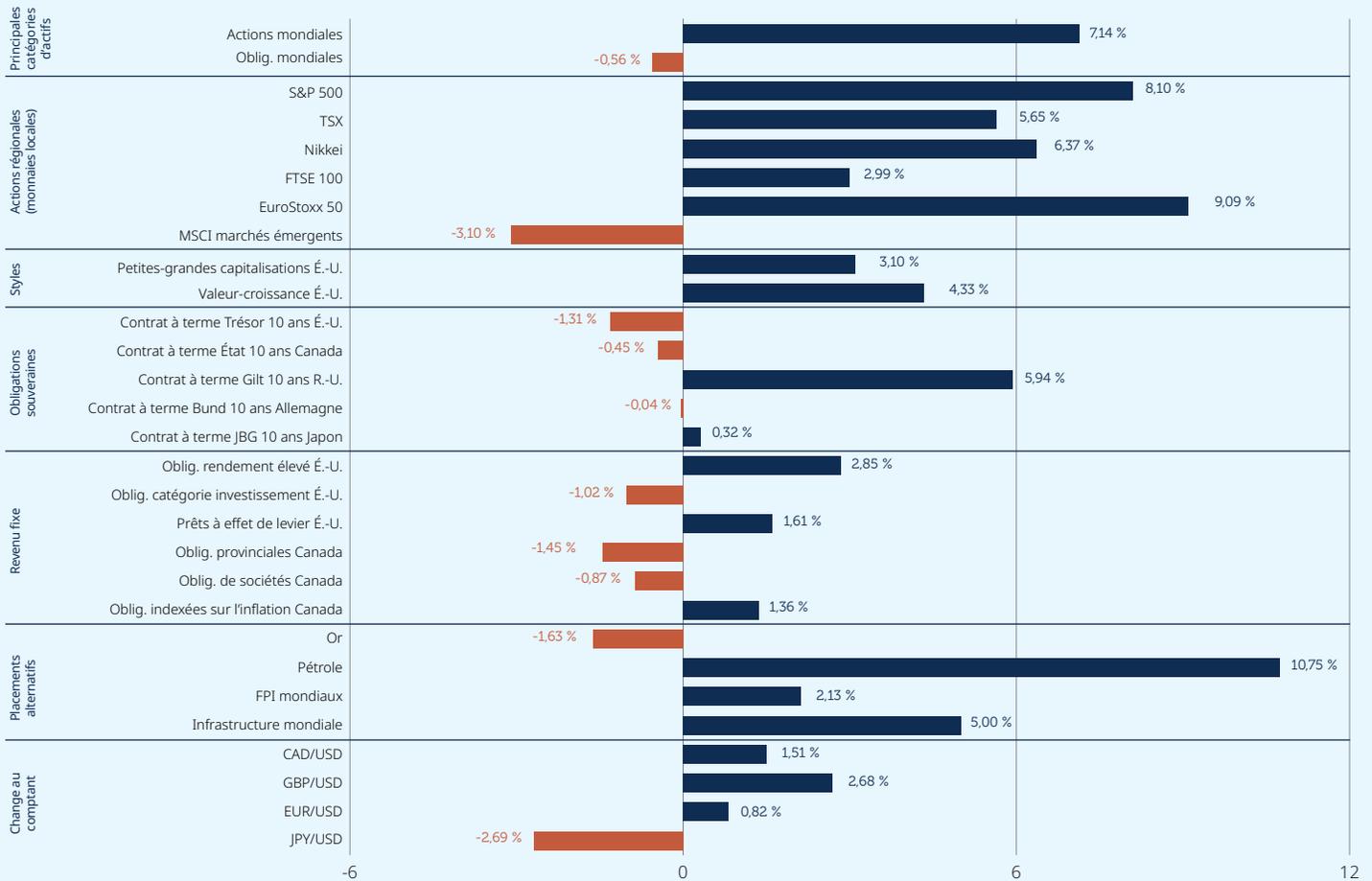
Le revenu net de la Banque du Canada, deviendra probablement négatif (millions \$)



Notes : Données de la Banque du Canada et de Bloomberg en date du 14 octobre 2022. Calculs des auteurs.



Rendements des marchés financiers en octobre



Remarques : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 octobre 2022. Les rendements des indices sont pour la période du 1^{er} octobre 2022 au 31 octobre 2022. 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), EURO STOXX 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 octobre 2022. 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 dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.