

Perspectives économiques nord-américaines dans un contexte international

Maurice N. MARCHON

Cahier de recherche n° IEA-10-05

Septembre 2010

Institut d'économie appliquée
HEC Montréal
3000 chemin de la Côte-Sainte-Catherine
Montréal (Québec) H3T 2A7
Canada
<http://www.hec.ca/iea>
iea.info@hec.ca

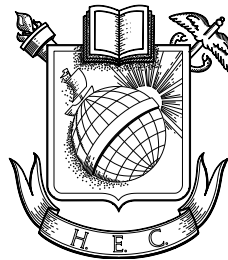
Copyright © 2010 HEC Montréal.

Tous droits réservés pour tous pays. Toute traduction ou toute reproduction sous quelque forme que ce soit est interdite sans l'autorisation expresse de HEC Montréal.

Les textes publiés dans la série des Cahiers de recherche HEC Montréal n'engagent que la responsabilité de leurs auteurs.

ISSN : 0825-8643

Perspectives économiques nord-américaines dans un contexte international



Maurice N. Marchon
Professeur titulaire
Institut d'économie appliquée
HEC Montréal

Volume 22

Septembre 2010

TABLE DES MATIÈRES

FAITS SAILLANTS	3
ÉCONOMIE INTERNATIONALE	6
Introduction	6
Contribution des pays émergents à la croissance économique mondiale de plus en plus déterminante	8
Pas de nouveau dérapage de l'économie américaine	11
Marchés financiers incertains, mais en fin de compte croissance économique modérée sans inflation	14
ÉCONOMIE CANADIENNE	19
Bonne performance relative de l'économie canadienne, mais pour combien de temps?	19
Un dollar fort : un couteau à deux tranchants	22
MARCHÉS FINANCIERS	26
Marché obligataire trop cher : miser sur les actions et celles des pays émergents en particulier	26
Quel avenir pour les marchés boursiers nord-américains?	28

FAITS SAILLANTS

L'économie américaine subit une nouvelle période de ralentissement économique au second semestre de 2010. La baisse récente des taux à long terme, la croissance rapide du PIB réel des grands pays émergents, la reprise de l'investissement des entreprises et une création d'emplois modérée du secteur privé seront suffisantes pour soutenir la poursuite d'une reprise graduelle en 2011-2012 après une croissance de 1,5 % à 2,5 % au 2^e semestre de 2010.

L'économie américaine et les marchés boursiers bénéficieront encore de la reprise assez spectaculaire du commerce mondial, car la croissance élevée des pays émergents stimule les exportations des pays industrialisés et la vigueur de plus en plus soutenue de la demande intérieure des pays émergents. Ces deux facteurs contribuent à la diminution de l'ampleur des déséquilibres macroéconomiques. À titre d'exemple, le déficit de la balance courante américaine est passé de 6,4 % du PIB au 3^e trimestre de 2006 à 3,4 % au 2^e trimestre de 2010.

L'économie américaine prendra plusieurs années avant de ramener le taux de chômage au plein-emploi, qui se situe à près de 5 %. Le risque de dérapage du taux d'inflation est écarté parce que le taux de chômage à 9,6 % exerce d'énormes pressions à la baisse sur les hausses salariales et les prix. Le taux d'inflation mesuré à l'aide de l'indice implicite des dépenses de consommation sans la nourriture et l'énergie qui s'élevait à 1,4 % en juillet 2010 devrait tomber sous la barre des 1 % en fin d'année 2010 et ne pas retourner à 2 % avant 2013.

L'absence de pressions inflationnistes et l'augmentation de l'épargne nette du secteur privé contribueront encore pendant plusieurs trimestres à la stabilité des taux d'intérêt des obligations fédérales américaines à 10 ans d'échéance, qui s'élevaient à 2,53 % le 22 septembre 2010. Notre scénario de référence prévoit que le taux d'intérêt des obligations fédérales fluctuera à l'intérieur d'une fourchette de 2,75 % à 3,5 % en 2011-2012.

Aux États-Unis, les besoins de financement des administrations publiques n'influenceront pas de façon significative les taux d'intérêt à long terme aussi longtemps que l'augmentation de l'épargne privée nette sera importante en raison de la hausse du taux d'épargne des consommateurs et de la faiblesse des investissements des entreprises.

Malgré l'explosion des besoins de financement des administrations publiques des États-Unis, le déficit de la balance courante des États-Unis est passé de 6 % du PIB en 2006 à 2,7 % en 2009 et à près de 3 % en 2010. Cela signifie que les États-Unis dépendent beaucoup moins de l'entrée nette de capitaux étrangers aujourd'hui qu'en 2006.

Les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt des obligations gouvernementales se feront sentir lorsque l'investissement privé reprendra et que les gouvernements seront trop lents à prendre les mesures nécessaires en vue de réduire les déficits budgétaires, probablement à partir de la fin de 2012.

L'économie canadienne, beaucoup plus près du taux de chômage de plein-emploi et affichant des gains de productivité médiocres par rapport aux États-Unis, verra son taux de croissance du PIB réel tomber à 2 % au cours des prochaines années.

La croissance économique rapide des grands pays émergents soutiendra le prix des matières premières et de l'énergie au cours des prochaines années, ce qui gardera le taux de change du dollar canadien à plus de 95 cents américains et entraînera la poursuite de la restructuration de l'économie canadienne vers l'exploitation des ressources naturelles et les services.

L'expansion rapide des grands pays émergents comparativement à celle des pays industrialisés implique également qu'il serait clairvoyant d'allouer directement ou indirectement une part significative d'un portefeuille équilibré en actions exposées aux pays à forte croissance économique. À long terme, le taux de croissance des profits des sociétés est quasiment le même que celui du PIB nominal. Du 1^{er} trimestre de 1950 au 1^{er} trimestre de 2010 (60 ans), le taux de croissance annuel moyen du PIB nominal américain a été de 6,8 % comparativement à 6,7 % pour les profits des sociétés avant impôts. Même constat au Canada : 7,8 % pour le PIB nominal et 8,3 % pour les profits des sociétés avant impôts du 1^{er} trimestre de 1961 au 1^{er} trimestre de 2010 (soit 49 années).

Lorsqu'on sait qu'au cours des dix prochaines années, le taux de croissance du PIB réel des grands pays émergents sera de deux à trois fois plus élevé que ceux des pays industrialisés et que le taux d'inflation sera plus élevé que celui des pays industrialisés, on peut prévoir que la croissance des profits sera également beaucoup plus grande. On s'attend donc à ce que les rendements des actions des grands pays émergents soient supérieurs à ceux des pays industrialisés. Historiquement, même si la volatilité des rendements des pays émergents est plus élevée, les rendements supérieurs feront qu'à long terme les investisseurs seront gagnants.

PRÉVISIONS DE L'ÉCONOMIE CANADIENNE

(taux annuel de variation ou moyenne de l'année)

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PIB réel ¹ - Canada	2.8	2.2	0.5	-2.5	3.1	2.4	2.3
PIB nominal - Canada	5.6	5.5	4.6	-4.5	6.0	4.6	4.5
PIB réel - États-Unis	2.7	1.9	0.0	-2.6	2.7	2.5	3.3
Emploi - Canada	1.9	2.3	1.5	-1.6	1.7	1.7	1.4
- en milliers de personnes	312	378	257	-272	279	288	240
Emploi - Québec	1.3	2.3	0.7	-0.9	2.0	1.6	1.1
- en milliers de personnes	48	85	28	-36	75	64	45
Taux de chômage ³ - Canada	6.3	6.0	6.1	8.3	8.1	7.6	7.3
Taux de chômage ³ - Québec	8.0	7.2	7.3	8.5	8.1	7.8	7.4
Inflation (IPC) - Canada	2.0	2.1	2.4	0.3	1.7	1.9	2.1
Balance commerciale ³ (milliards de dollars)	49.6	47.4	46.2	-4.6	1.8	13.7	24.3
Balance courante ³ (milliards de dollars)	20.5	12.8	6.9	-43.5	-33.9	-17.9	-8.6
Mises en chantier ³ - Canada (milliers d'unités)	228	229	212	149	190	178	178
Mises en chantier ³ - Québec (milliers d'unités)	48	49	48	44	49	43	40
Bénéfices des sociétés avant impôts	5.7	1.9	8.0	-32.3	20.1	10.6	7.5
Taux d'intérêt hypothécaire ^{3,4} 1 an	6.3	6.9	6.7	4.0	3.6	3.9	4.2
Taux d'intérêt à 10 ans d'échéance ^{3,4} Obligations du gouv. féd. canadien	4.2	4.3	3.6	3.3	3.1	3.0	3.4
Taux d'intérêt à 10 ans d'échéance ^{3,5} Obligations du gouv. féd. américain	4.8	4.6	3.7	3.3	3.1	3.0	3.6
Taux de change du dollar canadien ^{3,4} (en cents américains)	0.88	0.94	0.94	0.88	0.97	1.01	0.99

P = Prévisions de Maurice N. Marchon

1) Source : Statistique Canada (à moins d'indications contraires)

2) Décembre par rapport décembre de l'année précédente

3) Moyenne annuelle

4) Source : Banque du Canada

5) Source : *Board of Governors of the Federal Reserve System*

Note

Les données historiques des tableaux et des graphiques proviennent notamment de Statistique Canada, de la Banque du Canada, du *US Department of Commerce*, du *Bureau of Labor Statistics*, du *Board of Governors of the Federal Reserve*, de *IHS Global Insight*, de *Toronto Stock Exchange*, *Ibbotson SSBI* et de *Standard & Poor's*.

Je remercie HEC Montréal pour le financement de l'accès aux banques de données de *IHS Global Insight*.

ÉCONOMIE INTERNATIONALE

Introduction

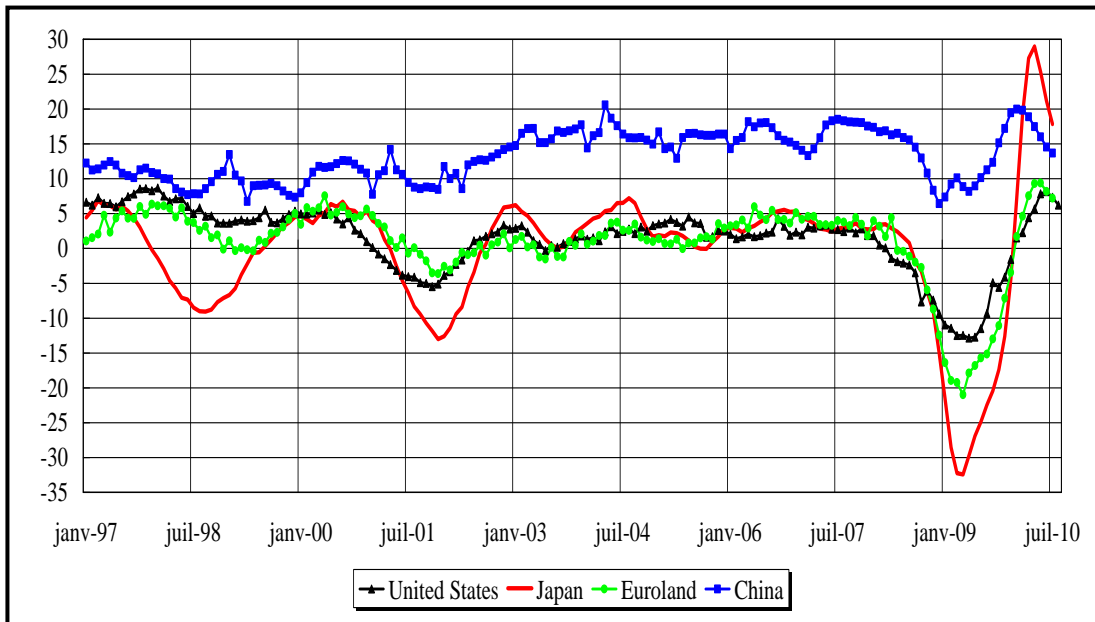
Nous visons un horizon à moyen terme afin d'éviter que notre vision soit complètement obstruée par des considérations de court terme comme l'indique la grande volatilité des marchés financiers. L'économie mondiale connaît une période de répit au 2^e semestre de 2010 après un revirement tout de même assez spectaculaire de la production industrielle mondiale. Nous prévoyons que le ralentissement de la croissance économique du 2^e semestre de 2010 en Amérique du Nord ne dégénérera pas en une nouvelle récession. Il faut toutefois être conscient que la diminution de l'endettement des ménages entraîne une période de croissance économique faible puisque les dépenses de consommation réelles représentaient 70 % du PIB réel américain au 2^e trimestre de 2010. Nous verrons qu'il est bien difficile pour les autres composantes de la demande finale de prendre la relève des consommateurs qui ajustent leur comportement en vue d'augmenter leur taux d'épargne. De plus, les efforts des gouvernements au cours des prochaines années pour réduire les déficits budgétaires par une meilleure maîtrise des dépenses ou des augmentations d'impôts exerceront également des pressions à la baisse sur le taux de croissance de la demande finale.

L'économie mondiale a terminé sa phase de reprise de la production industrielle à la suite de son effondrement lors de la crise financière de 2008-2009 (graphique 1). Le taux de croissance annuel des productions industrielles des grands pays amorce une nouvelle période de décélération, mais ce ralentissement convergera-t-il vers un taux de croissance à moyen terme ou entraînera-t-il un retour en récession?

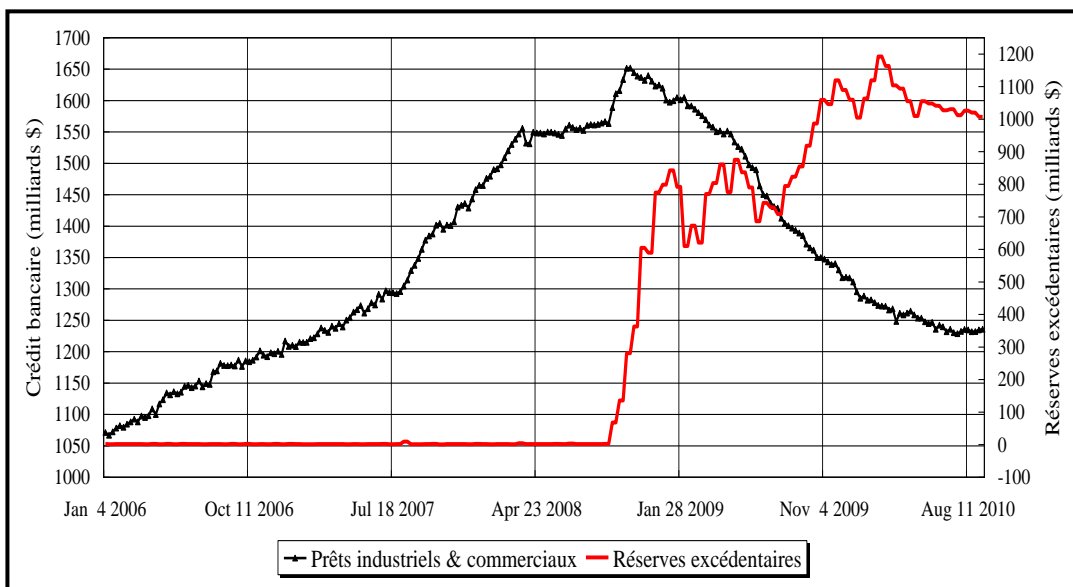
Nous prévoyons un nouveau ralentissement aux États-Unis parce que les entreprises ont reconstitué leurs stocks et la stimulation fiscale deviendra légèrement négative au 2^e semestre de 2010 et négative en 2011. Par ailleurs, la stimulation monétaire n'est plus aussi forte puisque le taux de croissance de M1 est passé de 16,7 % en juillet 2009 à 4,2 % en juillet 2010 et celui de M2, de 8,3 % à 2 %. Les banques préfèrent toujours garder leurs réserves excédentaires à la Réserve fédérale plutôt qu'accorder des prêts, bien que ceux-ci se stabilisent depuis quelques semaines (graphique 2). La Réserve fédérale ne peut plus abaisser le taux d'intérêt des fonds fédéraux, mais lors de sa réunion du 9 août 2010, elle a décidé de garder constant le niveau de ses actifs en réinvestissant les produits de remboursement d'obligations d'agences gouvernementales et d'obligations adossées à des hypothèques en obligations fédérales à long terme. L'objectif est naturellement d'abaisser davantage le taux d'intérêt à long terme ainsi que celui des hypothèques à taux fixe 30 ans, qui s'élevait à 4,42 % la semaine du 19 août 2010 comparativement à 5,21 % en avril 2010. Ces achats visent à aplatir la courbe de rendement et à diminuer la probabilité d'un retour en

récession puisque le refinancement à des taux avantageux laisse davantage d'argent dans les poches des consommateurs.

Graphique 1
Production industrielle des États-Unis, du Japon,
de la Zone euro et de la Chine
 (Moyenne mobile de trois mois des taux annuels de variation)



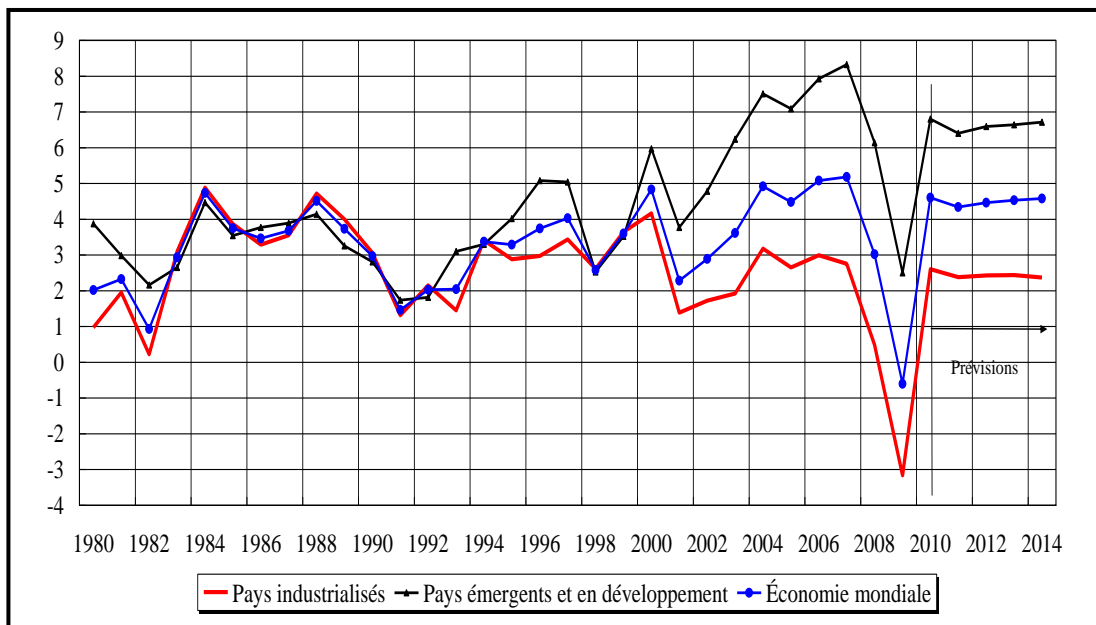
Graphique 2
Réserves bancaires excédentaires et prêts industriels et
commerciaux des banques commerciales américaines



Contribution des pays émergents à la croissance économique mondiale de plus en plus déterminante

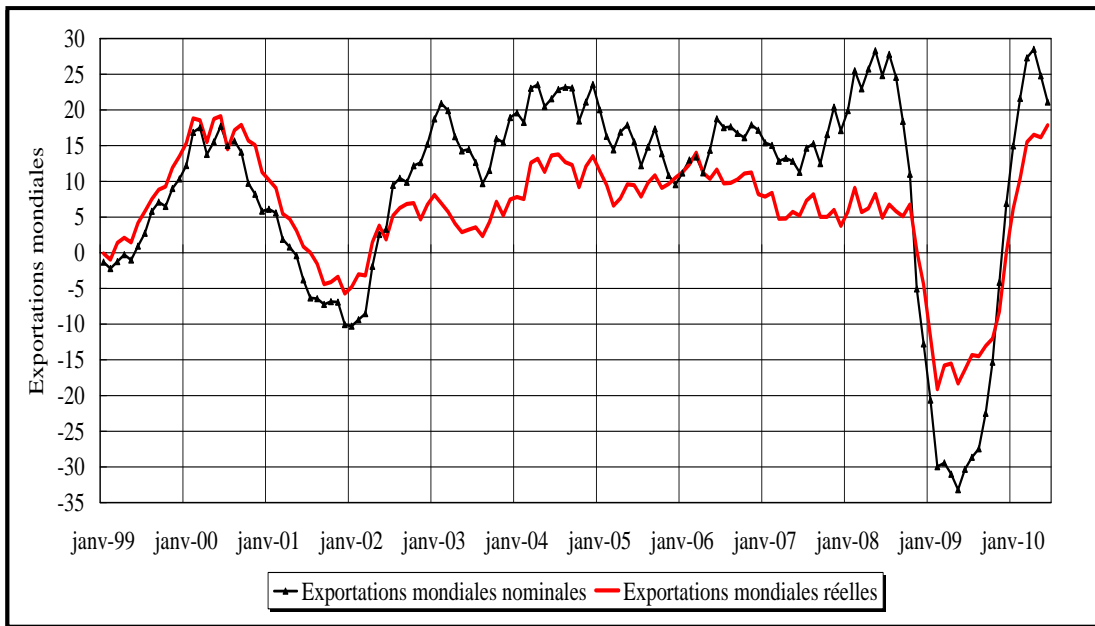
Les pays émergents demeurent tributaires de l'évolution et de la santé de l'économie américaine, quoique leur contribution à la croissance économique mondiale devienne de plus en plus importante. Le graphique 3 présente le taux de croissance annuel des pays industrialisés ainsi que celui des pays émergents et en développement prévus par le Fonds monétaire international en juillet 2010. Ces prévisions attribuent 65 % de l'augmentation du PIB mondial, estimé à la parité du pouvoir d'achat, aux pays émergents et en développement comparativement à 35 % aux pays industrialisés au cours des années 2010 à 2015 (graphique 3).

Graphique 3
Taux de croissance du PIB réel des pays industrialisés et des pays émergents et en développement



On ne peut toutefois pas dissocier la performance des pays émergents de la croissance économique mondiale et du commerce international. Même si les pays émergents doivent compter de plus en plus sur la croissance de leur propre demande intérieure, l'intensification des échanges demeure le moteur de l'expansion mondiale. Le graphique 4, qui présente le taux annuel de variation des exportations mondiales en valeurs nominales et réelles, illustre bien la reprise en V des échanges internationaux après l'impact démesuré du choc causé par la crise financière de 2008-2009.

Graphique 4
Exportations mondiales en valeurs nominales et réelles
(moyennes mobiles de deux mois des taux annuels de variation)

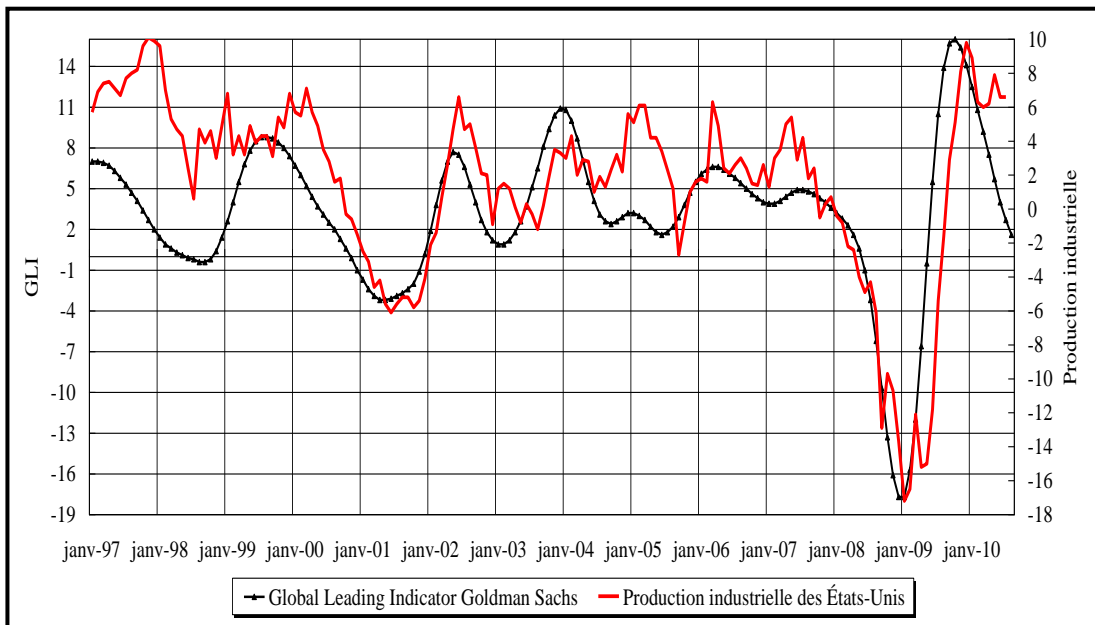


La période d'accélération de la croissance économique mondiale est toutefois terminée. À l'été 2010, la plupart des indicateurs économiques avancés annoncent un ralentissement de l'activité économique au deuxième semestre de 2010. L'indicateur avancé global de Goldman Sachs exprimé en taux semestriels en base annuelle annonce une décélération du taux de croissance de la production américaine à un rythme plus soutenable à long terme, mais non un retour en récession. L'indicateur de Goldman Sachs est un indicateur avancé de cinq mois corrélé à 72 % avec celui de la production industrielle américaine (graphique 5).

En ce qui concerne l'inflation, plusieurs banques centrales des pays émergents ont déjà commencé la normalisation des taux d'intérêt à court terme après un relâchement très important lors de la crise financière. La reprise rapide de la croissance économique a déjà rapproché le taux de chômage de celui de plein-emploi dans les grands pays émergents (BRIC). Cela explique la hausse des taux d'intérêt en Inde et au Brésil, pays qui doivent contrer de nouvelles pressions inflationnistes. Les regards sont toutefois tournés vers la Chine depuis l'annonce de hausses salariales spectaculaires à la suite de protestations ainsi que depuis l'annonce d'un retour à plus de flexibilité dans la détermination du taux de change du yuan. Ces deux décisions chinoises ont faussement renouvelé les craintes de pressions inflationnistes dans les pays industrialisés en raison de la hausse des prix des biens importés de Chine. Ces craintes ne sont pas fondées parce que les hausses salariales ont été plus que compensées par les gains de productivité. Selon le *National Bureau of Statistics*, le taux d'augmentation annuel moyen du salaire

des travailleurs du secteur manufacturier a été de 13,2 %, passant de 9 774 renminbi en 2001 à 26 599 renminbi en 2009. Même en prenant en considération le fait que les salaires des travailleurs du secteur privé sont de 3 % à 4 % inférieurs à ceux des entreprises publiques, les économistes de Goldman Sachs estiment le taux annuel moyen des hausses salariales de l'ensemble des travailleurs du secteur manufacturier à 11,6 % au cours de la même période. La compétitivité des biens exportés n'a toutefois pas souffert parce que le taux annuel moyen des gains de productivité a été de 16,2 % selon les estimations de Goldman Sachs. L'appréciation de 18,2 % de juillet 2005 à juillet 2010 a toutefois permis de stopper l'augmentation de compétitivité des exportations chinoises aux États-Unis.

Graphique 5
Indicateur avancé global de Goldman Sachs et
production industrielle américaine
 (Taux de variation semestriels en base annuelle)



Nous prévoyons que l'augmentation rapide des salaires en Chine sera encore compensée par les gains de productivité et par l'augmentation de la qualité d'une main-d'œuvre plus éduquée. Par ailleurs, les augmentations de salaire contribueront à intégrer près de 50 millions de Chinois par année dans les rangs de la classe moyenne. La stimulation de la consommation intérieure contribuera ainsi à diminuer la dépendance de l'économie chinoise envers le secteur extérieur.

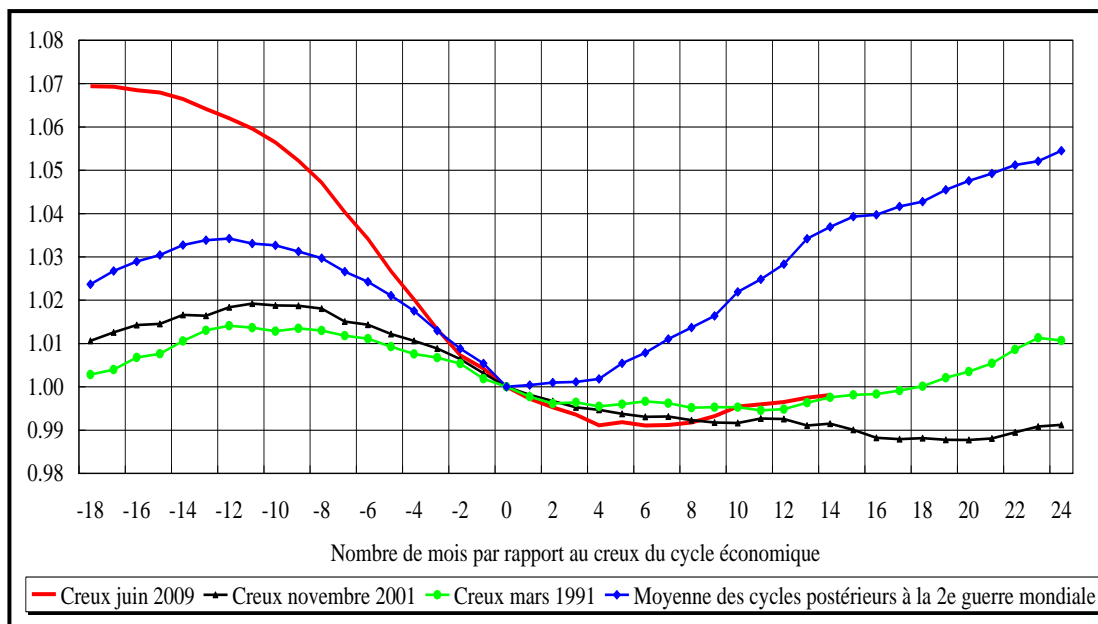
La Chine est toujours le champion de la croissance économique, mais l'Inde pourrait bien prendre sa place au cours des prochaines années si les réformes économiques permettent de canaliser les énergies de la croissance

démographique en emplois productifs. Selon les estimations des Nations Unies, de 2010 à 2020, la population en âge de travailler (de 15 à 64 ans) de l'Inde s'accroîtra de 136 millions comparativement à 23 millions en Chine, de 11,5 millions aux États-Unis et de 0,9 million au Canada. Par contre, la population en âge de travailler diminuera de 21 millions en Europe, dont 14 millions pour les pays de l'Europe de l'Est incluant la Russie et de 8 millions au Japon.

Pas de nouveau dérapage de l'économie américaine

On peut certainement parler d'une reprise américaine sans création d'emplois comme lors des deux récessions précédentes (graphique 6). Plus d'un an après le début de la reprise économique, le niveau d'emploi du secteur privé est toujours inférieur à celui atteint au creux du cycle, tout comme lors des récessions de 1990-1991 et de 2000-2001. Même si les pertes d'emplois lors de la récession de 2008-2009 ont été bien supérieures aux autres récessions postérieures à la Seconde Guerre mondiale, la reprise de l'emploi est bien inférieure à la moyenne des reprises des 60 dernières années.

Graphique 6
Indice d'emploi du secteur privé autour du creux
des cycles économiques des États-Unis
 (indices normalisés à 1,00 au creux de chaque cycle économique)

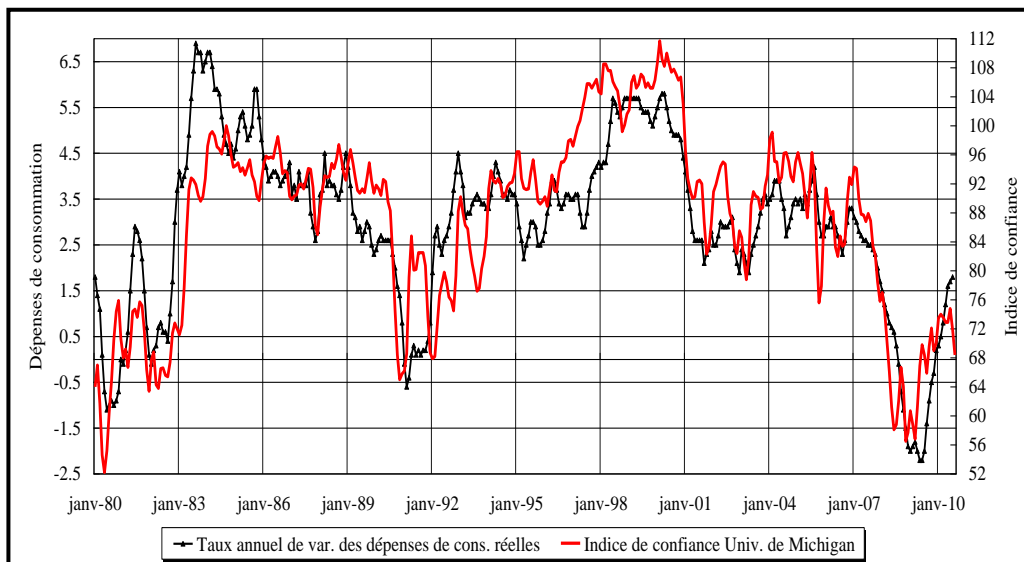


Tout comme au cours des trois derniers cycles, les entreprises augmentent les heures travaillées en utilisant les employés existants ou encore embauchent

des travailleurs temporaires en attendant que la reprise soit bien en place. En août 2010, 14 mois après le creux du cycle, l'augmentation de l'emploi du secteur privé s'élevait au taux semestriel de 1,3 %. En prenant en considération l'augmentation de 12 minutes du nombre d'heures travaillées par semaine par rapport à janvier 2010, l'augmentation totale des heures travaillées s'élevait à 3,1 %. Cela équivaut à une création moyenne de 196 000 emplois sans augmentation des heures travaillées par semaine comparativement à une moyenne mensuelle de 106 000 emplois créés de janvier 2010 à août 2010.

Les consommateurs américains sont déjà en train de réparer leurs excès de consommation. Au 2^e trimestre de 2010, les dépenses de consommation plus la construction résidentielle représentaient plus que 93,7 % du revenu personnel disponible comparativement à une moyenne de 95,3 % allant du 1^{er} trimestre de 1964 au 4^e trimestre de 2008. Cela prend beaucoup de temps pour corriger les excès des années 2000 où le total des dépenses de consommation et de la construction résidentielle en pourcentage du revenu personnel disponible ont atteint un sommet de 95,2 % au 3^e trimestre de 2005 (voir graphique 14 dans la section du Canada). Pour refaire leurs épargnes, les consommateurs n'ont d'autre choix que de modérer la croissance des dépenses par rapport au revenu personnel disponible. C'est ce qu'ils sont en train de faire et cela ne peut qu'entraîner un taux de croissance du PIB réel faible puisque les dépenses de consommation réelles représentent 70 % de la demande finale. La reprise anémique des emplois mine également la confiance des consommateurs, comme le confirme la reprise très lente de l'indice de confiance de l'Université du Michigan et laisse présager un taux de croissance des dépenses réelles de consommation se situant entre 1 % et 2 % au cours des prochains trimestres.

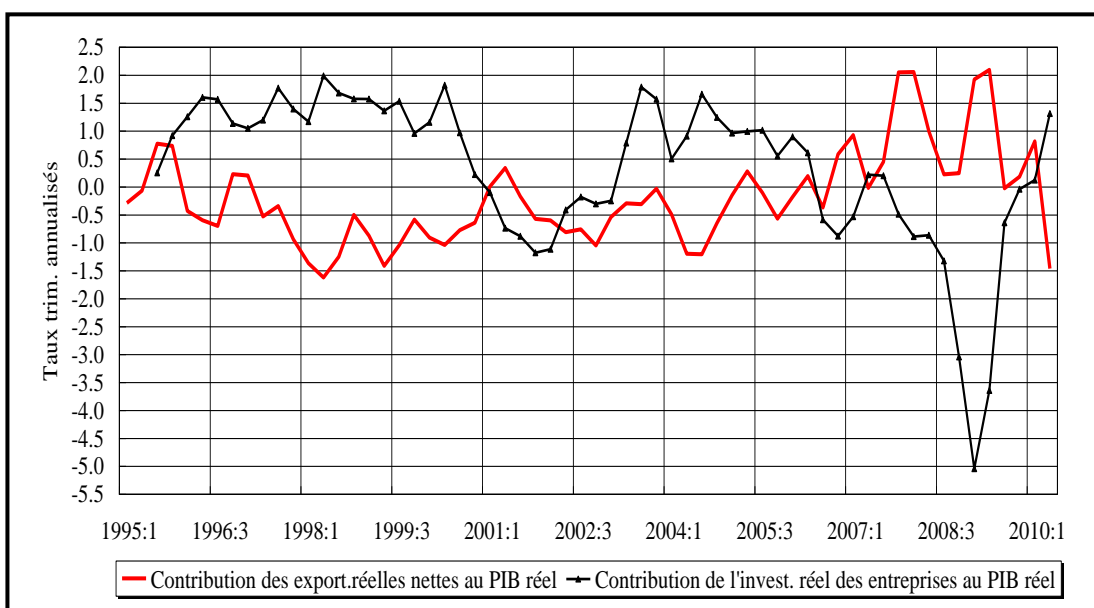
Graphique 7
Indice de confiance des consommateurs et taux annuel
de variation des dépenses de consommation réelles – États-Unis



À court terme, les autres composantes de la demande finale ne sont malheureusement pas en mesure de combler la différence de telle sorte que l'économie américaine puisse croître plus rapidement que son taux de croissance potentiel de 2,5 %. La stimulation fiscale n'est plus au rendez-vous et la construction résidentielle est toujours au point mort. La contribution des exportations réelles nettes de biens et services a amorti la récession en 2008-2009, mais son impact est devenu négatif au cours des trois derniers trimestres se terminant au 2^e trimestre de 2010 (graphique 8). Elle devrait devenir positive au cours des prochains trimestres et en 2011, grâce à la croissance des exportations réelles entraînée par l'expansion plus rapide des pays émergents et de certains pays industrialisés. Les importations réelles reliées à la croissance des dépenses de consommation réelles aux États-Unis devraient se stabiliser avec la faible expansion de ces dernières.

L'investissement réel des entreprises a contribué positivement au cours des trois derniers trimestres se terminant au 2^e trimestre de 2010 après s'être effondré pendant la récession. La reprise spectaculaire des bénéfices des sociétés avant impôts qui s'élevaient à 12,4 % du PIB américain comparativement au creux de 7,4 % au 4^e trimestre de 2008 stimulera l'investissement des entreprises. De plus, la demande latente est devenue importante parce qu'en 2009, l'investissement net des entreprises a été nul comparativement à une moyenne de 38 % de l'investissement privé brut de 1994 à 2008. Les entreprises n'ont d'autres choix que moderniser leurs équipements pour maintenir leur compétitivité.

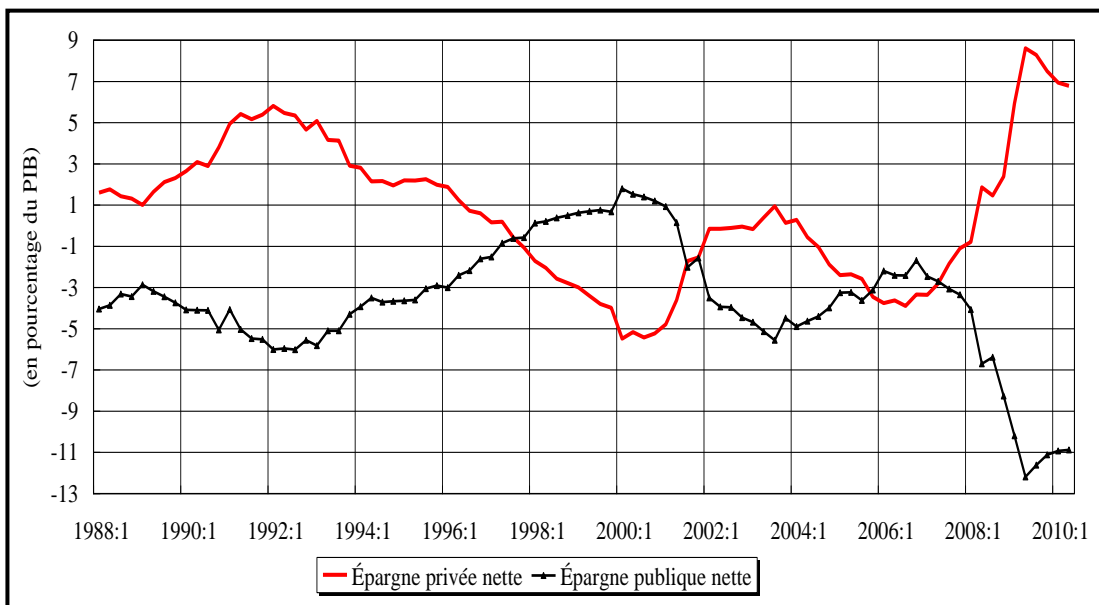
Graphique 8
Contribution trimestrielle des exportations réelles nettes et des investissements réels des entreprises à la croissance du PIB réel américain



Marchés financiers incertains, mais en fin de compte croissance économique modérée sans inflation

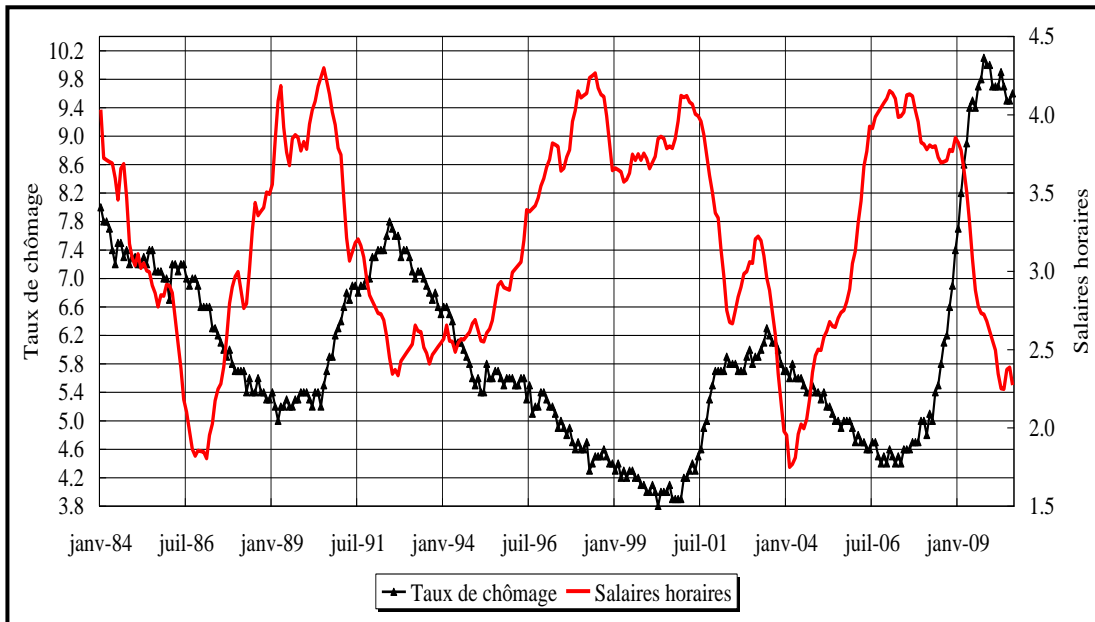
Au début de 2010, le marché obligataire américain était préoccupé par les besoins de financement des administrations publiques et le taux d'intérêt des obligations à 10 ans d'échéance atteignait un sommet à 4 % le 5 avril 2010. Les investisseurs oubliaient que du 1^{er} trimestre 2008 au 2^e trimestre de 2010, l'épargne privée nette en pourcentage du PIB s'est accrue de 7,6 %, alors que l'épargne publique nette s'est détériorée de 6,8 % en pourcentage du PIB (graphique 9). L'explosion de l'épargne privée a été si importante qu'elle était suffisante pour financer les besoins de financement des administrations publiques américaines et également pour diminuer la dépendance des capitaux étrangers mesurée par une réduction de déficit de la balance courante équivalente à 1,5 % du PIB.

Graphique 9
Épargne privée nette et épargne publique nette en pourcentage du PIB des États-Unis



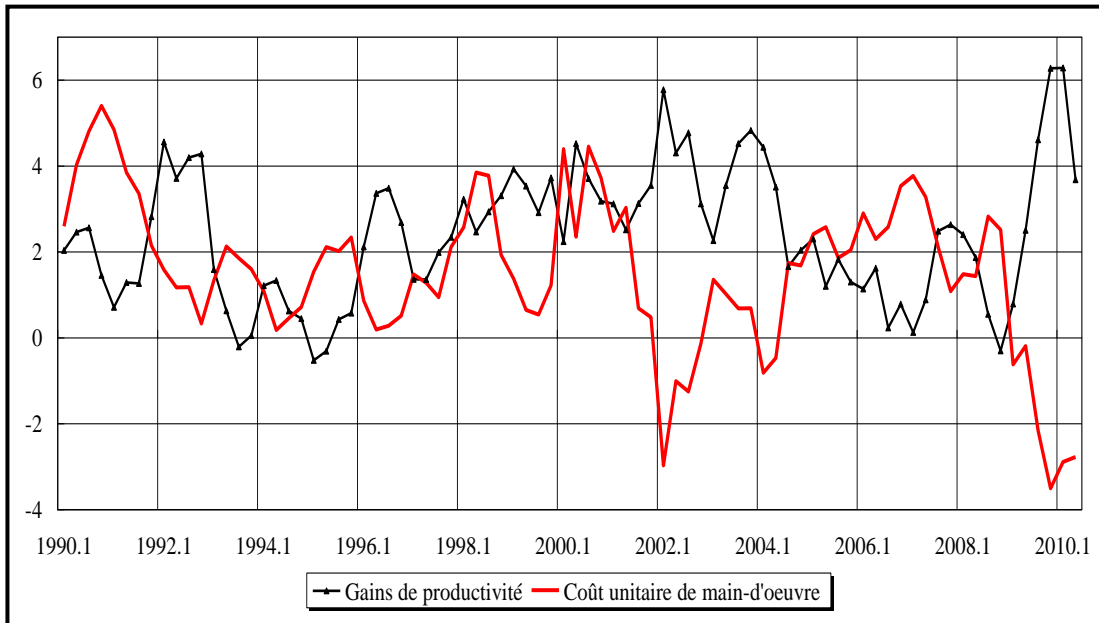
En avril-mai 2010, la crise financière européenne a renouvelé la demande pour les obligations américaines, mais la cause fondamentale de ce revirement de tendance réside dans la certitude que l'inflation américaine est bien maîtrisée. Le taux d'inflation mesuré par l'indice implicite des dépenses de consommation sans la nourriture et l'énergie est tombé à 1,4 % en juillet 2010 comparativement à 2,6 % en juin 2008. L'augmentation du taux de chômage exerce d'énormes pressions à la baisse sur les salaires dont le taux annuel de variation s'élevait à 2,1 % en août 2010 (graphique 10).

Graphique 10
Taux de chômage et taux annuels de variation du salaire
horaire moyen dans toutes les industries – États-Unis

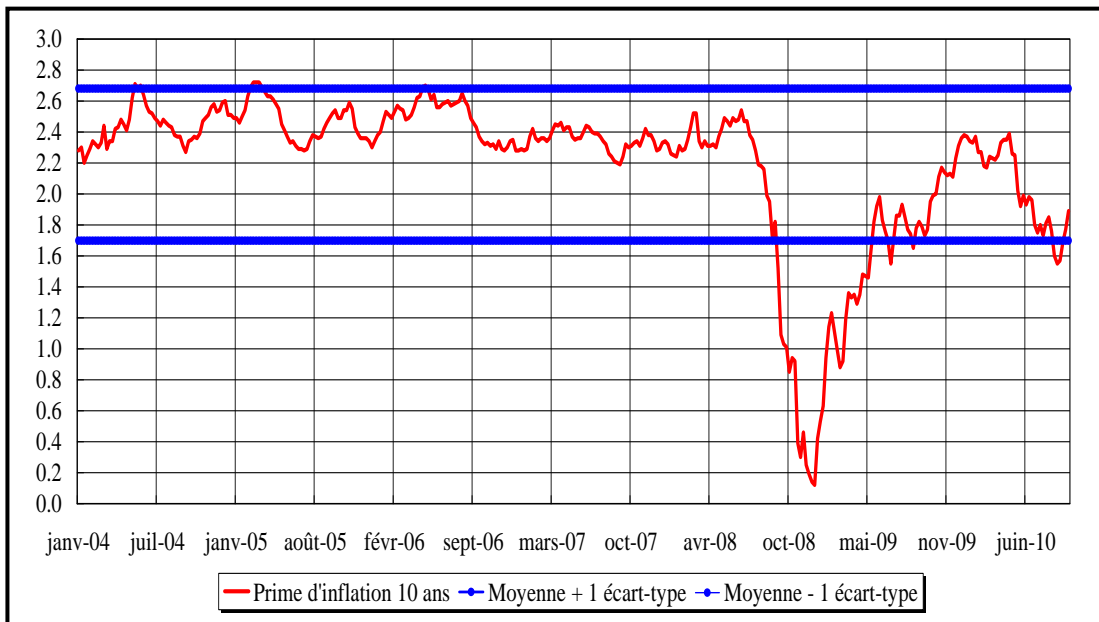


La décélération du taux d’augmentation des salaires combinée à une très bonne performance des entreprises américaines en ce qui concerne les gains de productivité explique la forte rentabilité des entreprises américaines. Au cours des trois années se terminant au 2^e trimestre de 2010, le taux annuel moyen des gains de productivité du secteur des entreprises a été de 2,7 % alors que les coûts unitaires de main-d’œuvre diminuaient au taux annuel moyen de 0,5 % (graphique 11). Les entreprises sont ainsi en mesure de maintenir leurs marges bénéficiaires sans avoir à augmenter leurs prix de vente. Par ailleurs, la décélération du taux d’inflation, alors que le taux d’intérêt des fonds fédéraux est déjà à son niveau plancher, exerce des pressions à la baisse sur le taux d’intérêt des obligations fédérales américaines. De plus, la Réserve fédérale américaine n’hésiterait pas à reprendre son programme d’assouplissement quantitatif au-delà des mesures récemment annoncées advenant un ralentissement trop prononcé de la croissance économique américaine. Le 22 septembre 2010, le taux d’intérêt nominal des obligations américaines s’élevait à 2,53 % et le taux réel à 0,64 %. La prime d’inflation du marché s’élevait donc à 1,89 %, soit dans le bas de la fourchette de plus ou moins un écart-type de la prime d’inflation de janvier 2004 à septembre 2010 (graphique 12).

Graphique 11
Taux annuel de variation des gains de productivité et du coût unitaire de main-d'œuvre du secteur des entreprises aux États-Unis



Graphique 12
Prime d'inflation du marché = taux nominal des obligations 10 ans - taux réel des obligations indexées de 10 ans — États-Unis



Le tableau 1, qui présente les prévisions du taux annuel de variation du PIB des principaux pays, reflète le rebondissement relativement rapide du PIB réel au 2^e semestre de 2009 et au 1^{er} semestre de 2010. Par contre, la croissance moins rapide en 2011 traduit le ralentissement de la croissance économique au 2^e semestre de 2010 et son accélération graduelle au cours de 2011. Un taux d'expansion prévu de 2,5 % aux États-Unis en 2011 sera semblable à celui du PIB potentiel des prochaines années.

Tableau 1								
PIB réel des principaux pays								
(en taux annuels de variation)								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Canada	3.0	2.8	2.2	0.5	-2.5	3.1	2.5	2.3
Québec	1.8	1.7	2.8	1.0	-1.3	3.0	2.4	2.0
États-Unis	3.1	2.7	1.9	0.0	-2.6	2.7	2.5	3.3
Japon	1.9	2.0	2.3	-1.2	-5.2	2.8	1.6	1.4
Zone euro	1.8	3.1	3.1	0.6	-3.6	1.6	2.1	1.9
Chine	10.4	11.6	13.0	9.6	8.7	10.0	9.8	9.2
Inde	9.2	9.8	9.4	7.3	5.7	8.5	8.8	9.1
PIB réel mondial¹	4.5	5.1	5.2	3.0	-0.6	4.5	4.3	4.3
PIB réel mondial²	3.4	3.9	3.9	1.8	-2.0	3.3	3.4	3.6
¹ Estimé à la parité du pouvoir d'achat.								
² Estimé au taux de change du marché.								
P = Prévisions de Maurice N. Marchon								

Le tableau 2, qui présente les prévisions du taux d'inflation des principaux pays, prévoit que le taux d'inflation mesuré par l'indice implicite des dépenses de consommation sans la nourriture et l'énergie sera inférieur au taux cible implicite de la Réserve fédérale qui se situe entre 1,5 % et 2 %. En effet, le taux de chômage demeurera près de son sommet jusqu'au 2^e semestre de 2011, car un taux de croissance inférieur au potentiel et un écart de production à plus de 6 % au 2^e trimestre de 2010 continueront d'exercer de fortes pressions à la baisse sur les salaires et les prix.

Les grands pays émergents, qui n'ont connu qu'un ralentissement temporaire de l'expansion du PIB réel, sont davantage préoccupés par la maîtrise de l'inflation. C'est le cas de l'Inde où la Banque centrale a déjà relevé son taux directeur pour la quatrième fois à 1 % en août 2010. Nous sommes donc à nouveau dans une période de politique monétaire divergente entre les grands pays émergents et les pays industrialisés. Ces derniers sont aux prises avec une demande privée qui a beaucoup de peine à prendre la relève de la stimulation fiscale qui a en quelque sorte déjà utilisé toutes ses munitions.

Tableau 2							
Taux d'inflation							
(indice des prix à la consommation)							
	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Canada	2.0	2.1	2.4	0.3	1.7	1.9	2.1
Core IPC (B. Canada)	1.9	2.1	1.7	1.8	1.7	1.7	1.9
États-Unis	3.2	2.9	3.8	-0.4	1.7	1.6	1.8
Core ind. impl. cons.	2.3	2.3	2.4	1.5	1.4	0.8	1.1
Japon	0.2	0.1	1.4	-1.4	-1.5	-0.2	0.2
Zone euro	2.2	2.1	3.3	0.3	1.4	1.4	1.6
Chine	1.5	4.8	5.9	-0.7	2.5	1.6	2.0
Inde	6.2	6.4	8.3	10.9	9.0	6.0	5.0
Monde	3.7	4.0	6.0	2.4	3.7	3.0	2.8

P = Prévisions de Maurice N. Marchon.

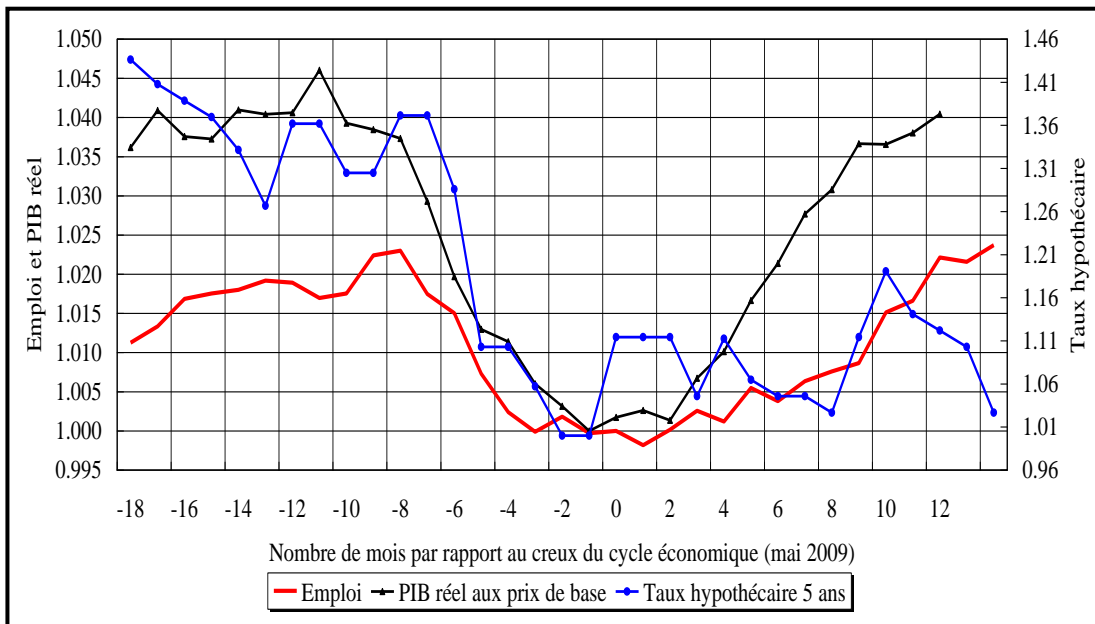
Sources = Statistique Canada, US Department of Commerce, FMI et IHS Global Insight.

ÉCONOMIE CANADIENNE

Bonne performance relative de l'économie canadienne, mais pour combien de temps?

L'économie canadienne a traversé la récession de 2008-2009 avec beaucoup moins de dommages que l'économie américaine. En juillet 2010, le niveau d'emploi est le même qu'en décembre 2007. Il en est de même pour le PIB réel aux prix de base disponible jusqu'en juin 2010 (graphique 13), qui a repris le terrain perdu durant la récession.

Graphique 13
Emploi, PIB réel aux prix de base et
taux hypothécaire 5 ans fixe - Canada
(indices normalisés à 1,00 en mai 2009, creux du cycle économique)



Comment se fait-il que le Canada ait beaucoup moins souffert de la dernière récession? Premièrement, les consommateurs canadiens ont beaucoup moins réduit leurs dépenses de consommation : au 2^e trimestre de 2010, les dépenses de consommation réelles sont en hausse de 4,2 % par rapport au 4^e trimestre de 2007, alors qu'elles sont encore en baisse de 0,8 % aux États-Unis. Cela s'explique par les pertes d'emplois beaucoup plus faibles et la récupération plus rapide au Canada comparativement à une perte nette de 7,6 millions d'emplois de décembre 2007 à août 2010. Par ailleurs, la valeur nette des ménages canadiens n'a subi que des dommages temporaires. Du 4^e trimestre de 2007 au 2^e trimestre de 2010, la valeur nette des ménages canadiens a malgré tout

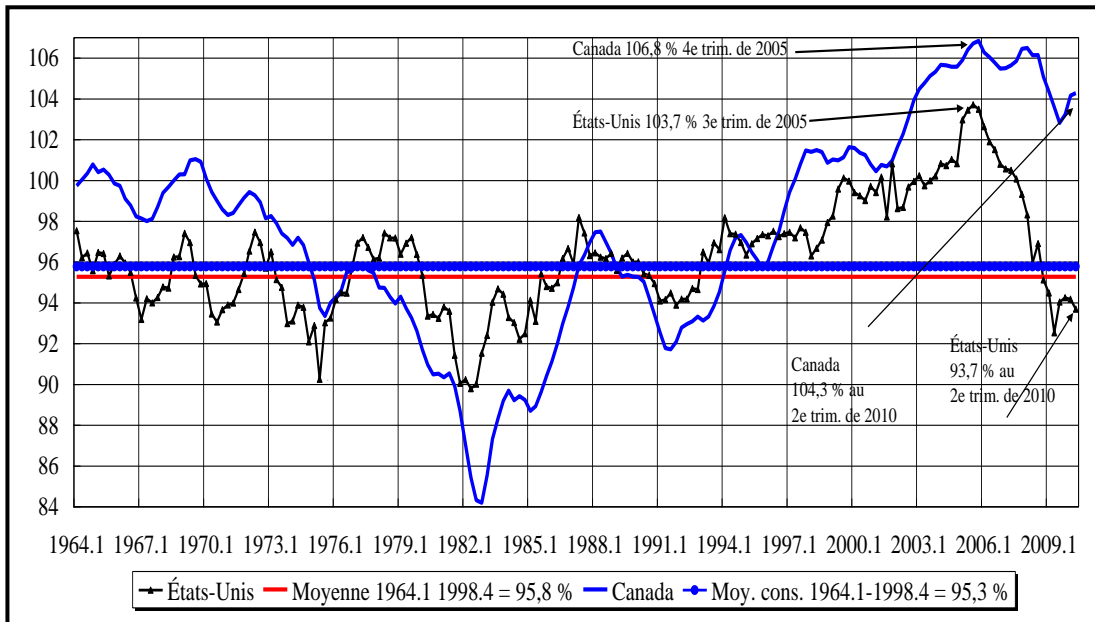
augmenté de 123 milliards comparativement à une diminution de 10 742 milliards de dollars aux États-Unis. Par rapport au creux de la valeur nette des ménages atteint au 1^{er} trimestre de 2009, l'augmentation se terminant au 2^e trimestre de 2010 a été de 517 milliards pour les ménages canadiens et de 4 700 milliards de dollars pour les ménages américains. Les consommateurs canadiens ont également bénéficié de la baisse des taux hypothécaires (graphique 13) et de l'augmentation du prix des maisons, qui soutiennent leur niveau de confiance.

Plusieurs facteurs expliquent la décélération prévue du taux de croissance du PIB réel canadien au cours des prochaines années. Premièrement, l'économie canadienne est déjà beaucoup plus proche du plein-emploi qu'aux États-Unis. En juillet 2010, l'écart par rapport au taux de chômage de plein-emploi s'élevait à près de 1,4 % au Canada comparativement à 4,5 % aux États-Unis.

Deuxièmement, l'écart de production par rapport au PIB potentiel est non seulement plus faible au Canada (1,5 % au 2^e trimestre de 2010 selon la Banque du Canada) qu'aux États-Unis (6,4 % au 2^e trimestre de 2010 sur la base des estimations du Congressional Budget Office), mais le taux de croissance du PIB potentiel est également plus faible. Le taux de croissance annuel moyen des gains de productivité du secteur des entreprises des dix dernières années se terminant au 2^e trimestre de 2010 a été de 2,6 % aux États-Unis comparativement à 0,8 % au Canada. Même en supposant que l'écart diminue au cours des prochaines années, le taux de croissance du PIB potentiel canadien sera plus faible.

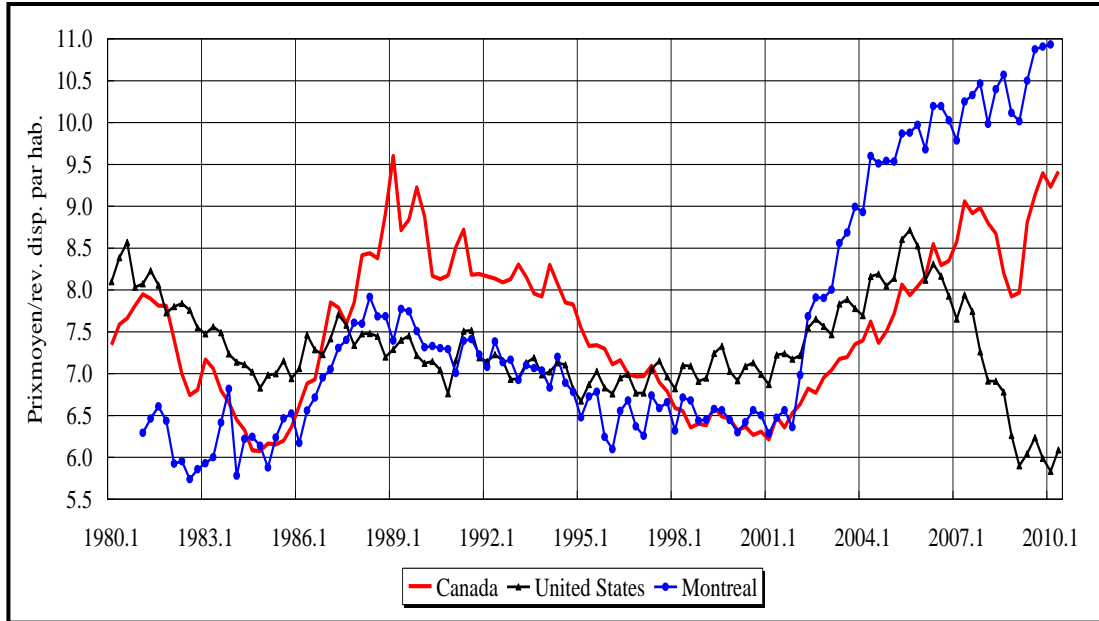
Troisièmement, les consommateurs canadiens ne pourront pas être indéfiniment les moteurs de l'économie canadienne comme ils l'ont été au cours des dernières années. Le graphique 14 qui présente les dépenses de consommation et la construction résidentielle en pourcentage du revenu personnel disponible au Canada et aux États-Unis montre bien que les consommateurs américains ont une bonne longueur d'avance dans l'ajustement de leurs dépenses par rapport à leur capacité de payer à long terme. Nous avons inclus la construction résidentielle parce qu'en dernier ressort ce sont les consommateurs qui financent l'achat des nouvelles maisons. Au 2^e trimestre de 2010, les dépenses de consommation et la construction résidentielle en pourcentage du revenu personnel disponible s'élevaient à 93,7 % comparativement à 103,7 % au 3^e trimestre de 2005 et une moyenne à long terme de 95,3 % aux États-Unis. Au Canada, le pourcentage s'élevait encore à 104,3 % au 2^e trimestre de 2010 comparativement à 106,8 % au 4^e trimestre de 2005 et une moyenne à long terme de 95,8 %. Au 2^e trimestre de 2010, le taux d'épargne a bondi à 5,9 % comparativement à 3 % au 1^{er} trimestre de 2010 grâce à une augmentation exceptionnelle du revenu personnel disponible. Aux États-Unis, le taux d'épargne s'élevait à 5,9 % en juillet 2010.

Graphique 14
Dépenses de consommation plus construction résidentielle en
pourcentage du revenu personnel disponible au Canada et aux États-Unis



Quatrièmement, les consommateurs canadiens s'endettent toujours à la vitesse grand V puisqu'au 2^e trimestre de 2010, le taux d'endettement de ces derniers s'élevait à 146 % du revenu personnel disponible comparativement à 118,3 % aux États-Unis. Finalement, les taux d'intérêt hypothécaires bas et l'augmentation continue du prix de revente des maisons existantes incitent les ménages canadiens à s'endetter dangereusement : depuis le 4^e trimestre de 2007, l'augmentation des prêts hypothécaires a été supérieure à l'augmentation de la valeur marchande des immeubles résidentiels. Au cours de cette période, l'augmentation de la valeur marchande des immeubles résidentiels est estimée à 134 milliards de dollars et celle des prêts hypothécaires à 162 milliards de dollars. Plus la période d'augmentation du prix des maisons est longue plus les ménages supposent que la tendance continuera et deviennent plus audacieux dans leurs offres d'achat. Tout se passe bien aussi longtemps qu'aucun choc ne fasse déraiser l'économie et la création d'emplois. Étant donné que nous sommes au début d'un nouveau cycle économique mondial, le marché aura vraisemblablement le temps de s'ajuster. Le graphique 15 compare l'évolution divergente du prix moyen de revente des maisons existantes aux États-Unis, au Canada et dans la grande région de Montréal.

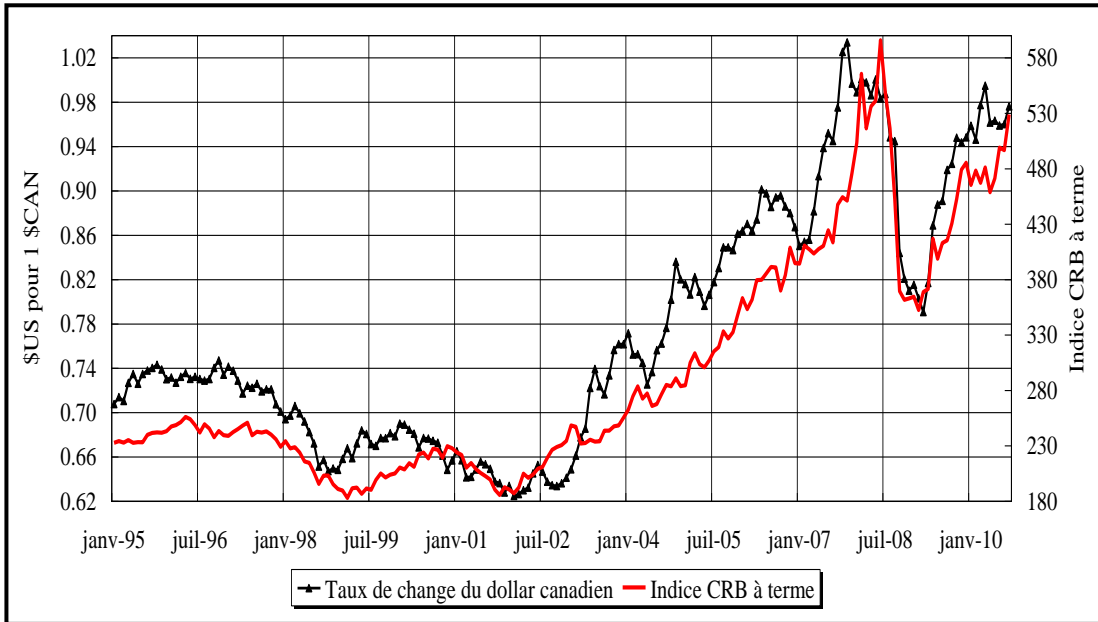
Graphique 15
Prix moyen de revente des maisons existantes en pourcentage
du revenu personnel disponible par habitant au Canada,
aux États-Unis et à Montréal



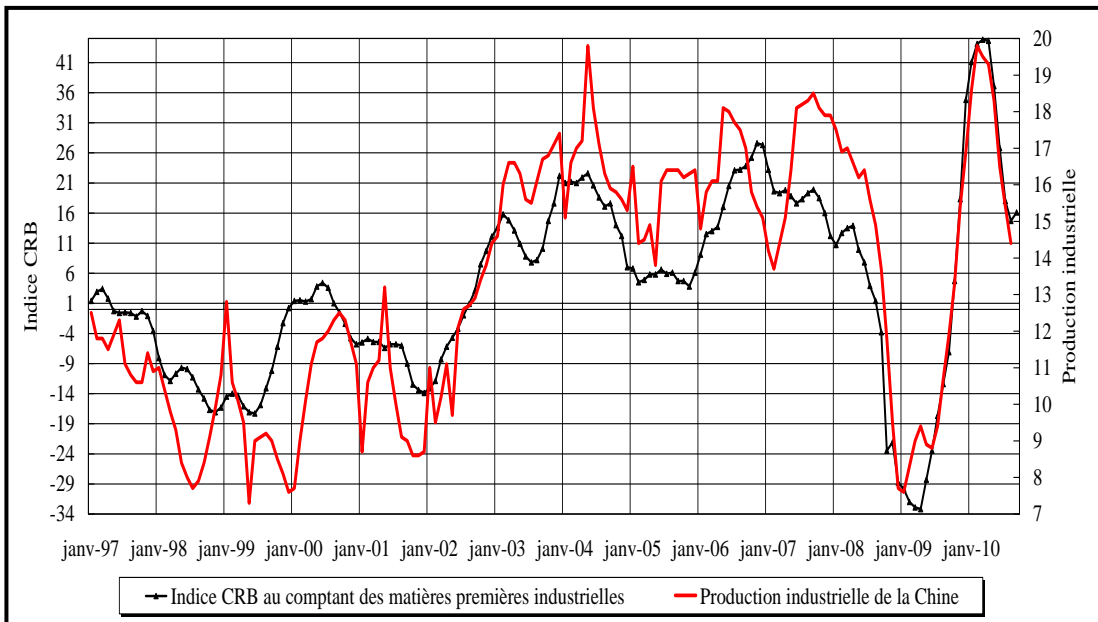
Un dollar fort : un couteau à deux tranchants

Les fluctuations du taux de change du dollar canadien dépendent plus que jamais du prix des matières, qui sont à leur tour tributaires de la performance de l'économie mondiale et de la Chine en particulier. De janvier 1997 à nos jours, la corrélation entre l'indice CRB à terme (aussi appelé *Continuous Commodity Index*) et le taux de change du dollar canadien s'élevait à 96 % (graphique 16). Par ailleurs, au cours de la même période, le taux annuel de variation de l'indice CRB des matières premières industrielles était corrélé à 84 % avec celui de la production industrielle chinoise (graphique 17). Le ralentissement du taux de croissance de cette dernière à 13,4 % en juillet 2010, après avoir atteint un sommet de 20,7 % en janvier 2010, fait craindre un ralentissement trop prononcé du taux d'activité en Chine. Nous estimons que ce ralentissement est bénéfique pour la maîtrise de l'inflation en Chine et que les autorités prendront de nouvelles mesures à l'automne 2010 advenant un ralentissement additionnel de la production industrielle. Le retour à une vitesse de croisière de la production industrielle soutenable à long terme est compatible avec une croissance modérée du prix des matières premières. Le taux de change du dollar canadien bénéficie d'un support très fort à 0,95 dollar américain et nous prévoyons des fluctuations à l'intérieur d'une fourchette de 0,95 à la parité en 2011-2012.

Graphique 16
Taux de change du dollar canadien et prix des matières premières
mesuré à l'aide de l'indice CRB à terme

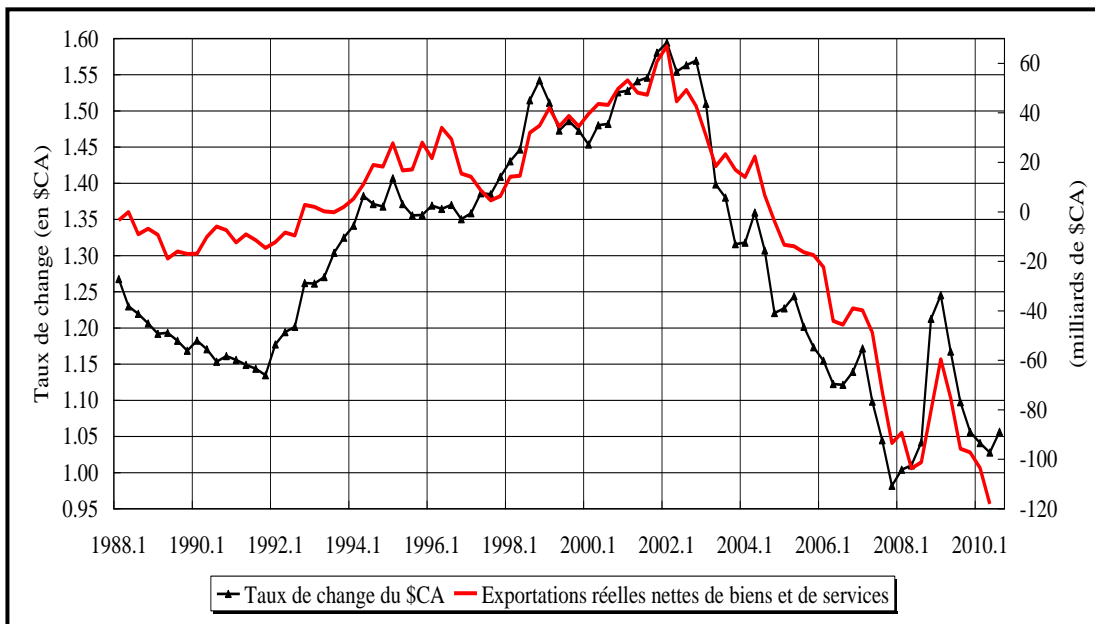


Graphique 17
Production industrielle de la Chine et indice de prix
des matières premières industrielles
 (moyenne mobile de trois mois des taux annuels de variation)

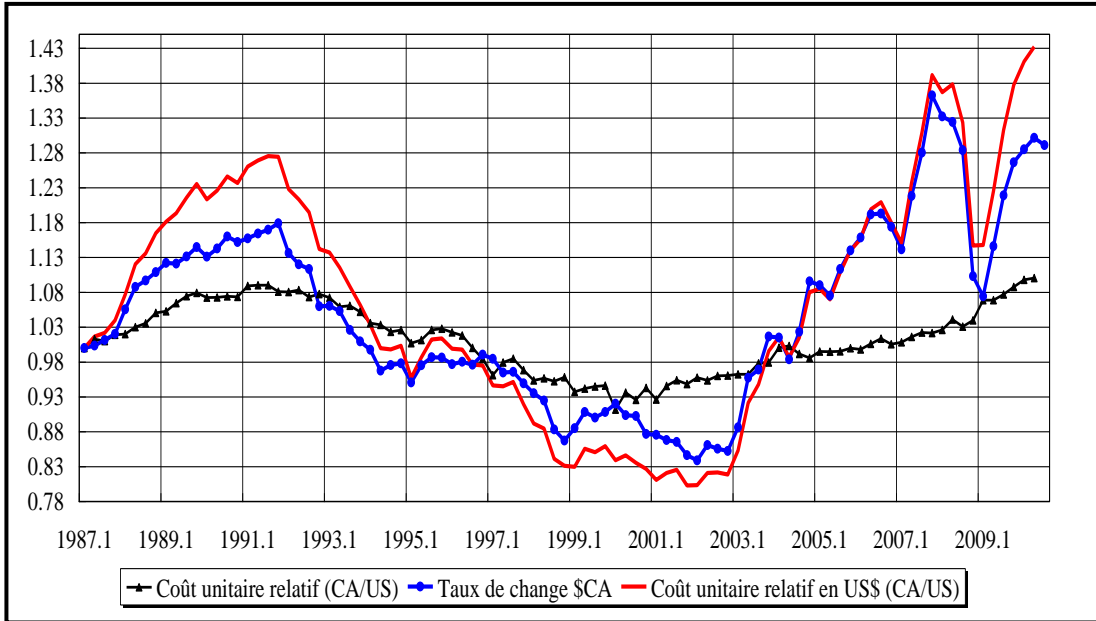


L'appréciation du taux de change du dollar canadien depuis le bas de 2002 a entraîné une contribution négative des exportations réelles nettes à la croissance du PIB réel canadien, comme le confirme la corrélation de 90 % entre ces deux variables (graphique 18). Les exportations réelles nettes, qui s'élevaient à 67 milliards de dollars au 1^{er} trimestre de 2002, sont tombées à un solde négatif de 118 milliards de dollars au 2^e trimestre de 2010. Le graphique 19 montre que, depuis 2002, le coût unitaire de main-d'œuvre relatif en monnaie nationale s'accroît parce que les augmentations salariales relativement aux gains de productivité s'accroissent plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis. En 2002, la sous-évaluation du dollar canadien accentuait l'avantage concurrentiel des coûts unitaires de main-d'œuvre. Aujourd'hui, la surévaluation du taux de change diminue encore davantage la compétitivité des entreprises canadiennes. Cela signifie que lorsque les consommateurs ajusteront leurs dépenses à leur capacité de payer à long terme, la Banque du Canada ne pourra pas être énergique dans son élan de normalisation des taux d'intérêt à court terme. Par ailleurs, nous prévoyons que la Réserve fédérale américaine n'augmentera pas le taux d'intérêt des fonds fédéraux avant 2012. Cela signifie que le taux directeur de la Banque du Canada augmentera à moins de 2 % d'ici la fin de 2011.

Graphique 18
Les exportations réelles nettes de biens sont corrélées
à 90 % avec le taux de change du dollar canadien



Graphique 19
Coût unitaire de main-d'œuvre relatif en monnaie nationale
et en \$ US du secteur des entreprises – Canada/États-Unis
 (Indices normalisés à 1,0 au 1^{er} trimestre de 1987)



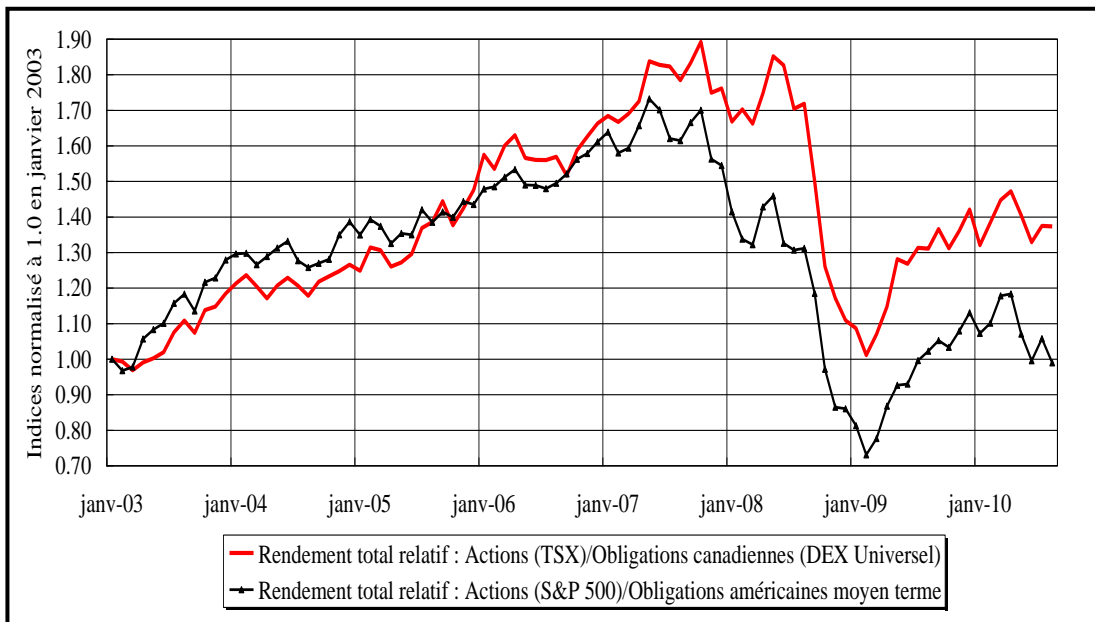
MARCHÉS FINANCIERS

Marché obligataire trop cher : miser sur les actions et celles des pays émergents en particulier

Après la reprise spectaculaire des marchés financiers de mars 2009 à avril 2010, les marchés boursiers sont minés par l'incertitude parce que la dérivée seconde des indicateurs avancés est devenue négative. Il s'agit maintenant de déterminer si le ralentissement de la croissance du PIB réel américain dégénérera en nouvelle récession. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance économique au 2^e semestre de 2010, mais les conditions financières globales demeurent stimulantes et on peut miser sur la poursuite de l'expansion économique américaine et mondiale en 2011-2012. La croissance des grands pays émergents est suffisamment robuste pour maintenir le cap sur le nouveau cycle d'expansion mondiale.

Depuis le 31 décembre 2009, l'indice de performance relative des actions par rapport aux obligations gouvernementales est légèrement en faveur des obligations au Canada ainsi qu'aux États-Unis (graphique 20).

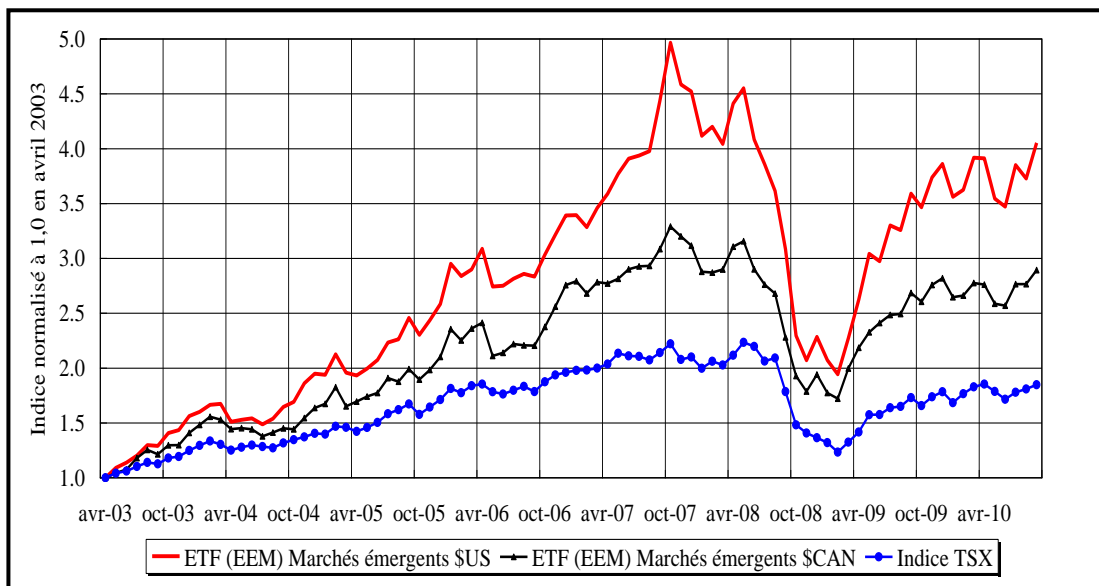
Graphique 20
Indice de rendement total relatif - Canada et États-Unis
(Indices de rendement total des actions par rapport aux obligations normalisés à 1,00 en janvier 2003)



En mai et juin 2010, les turbulences de la zone euro et l'anticipation d'un ralentissement au 2^e semestre de 2010 ainsi que l'augmentation des probabilités d'un retour en récession de la part des investisseurs a provoqué la chute du taux d'intérêt des obligations fédérales américaines à 10 ans d'échéance de 4 % à un bas de 2,47 % le 1^{er} septembre 2010. Pas étonnant que nous ayons une sous-performance marquée des actions par rapport aux obligations spécialement aux États-Unis. Par ailleurs, la récession plus sévère aux États-Unis et la baisse des taux d'intérêt des obligations gouvernementales à 10 ans d'échéance plus importante aux États-Unis expliquent aussi la sous-performance relative des États-Unis par rapport au Canada au cours des dernières années (graphique 20).

Nous estimons toutefois qu'à moyen terme, la croissance du PIB réel américain dominera celle du Canada à cause de la croissance des gains de productivité plus importante au sud de la frontière. Par ailleurs, les investisseurs auraient tort de ne pas investir dans les pays émergents qui seront les moteurs de croissance économique mondiale au cours de la prochaine décennie, et ce, même si le dollar américain et la santé de l'économie américaine continueront à jouer un rôle primordial dans le maintien de la stabilité économique mondiale. La croissance beaucoup plus rapide des pays émergents se traduira par une surperformance de leurs marchés boursiers même si la volatilité et souvent leur manque de transparence peuvent constituer un handicap pour les investisseurs en quête de stabilité. Le graphique 21 illustre bien le fait qu'au cours des dernières années le rendement supérieur des actions des pays émergents a bien compensé les investisseurs pour la plus grande volatilité des rendements.

Graphique 21
ETF des pays émergents (EEM) en \$ US et en \$ CAN
comparé à l'indice TSX
 (Indices normalisés à 1,00 en janvier 2003)



Par ailleurs, le rendement de l'indice EEM ou VWO des pays émergents converti en dollars canadiens est beaucoup moins volatil, tout en offrant un rendement supérieur à celui de l'indice TSX. Le fait de ne pas se couvrir pour les risques de change amortit le rendement d'un investisseur canadien lorsque le taux de change du dollar canadien s'apprécie et abaisse son rendement lorsqu'il se déprécie. Le fait de ne pas se couvrir diminue donc la volatilité des rendements en dollars canadiens.

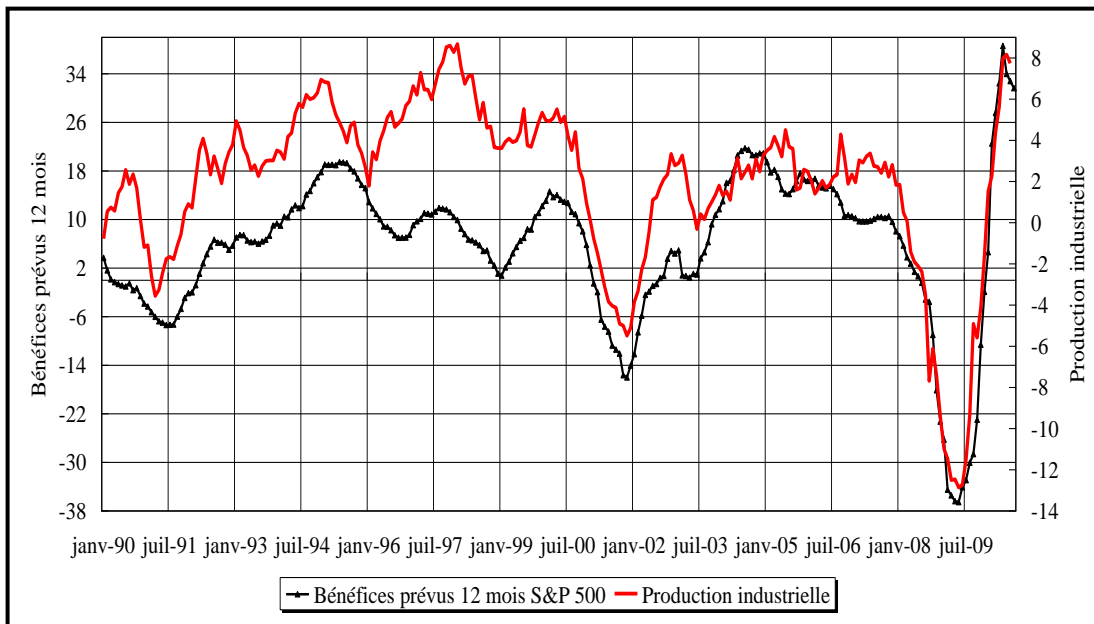
Quel avenir pour les marchés boursiers nord-américains?

C'est toujours lorsque le pessimisme est à son comble que les meilleures occasions d'investissement s'offrent aux investisseurs qui ont un horizon de moyen terme. Personne n'est devin, mais lorsque les nuages d'un retour en récession pour l'économie américaine s'éloigneront au cours des prochains mois, on s'accordera pour dire que les taux d'intérêt des obligations gouvernementales américaines à 10 ans d'échéance auront atteint leur creux à près de 2,5 % à la fin d'août 2010.

Ce serait une erreur de sous-estimer le potentiel de croissance de l'économie américaine comparativement aux autres pays industrialisés parce que les États-Unis demeurent les leaders de l'innovation technologique et contrôlent plusieurs multinationales qui bénéficieront pleinement de l'expansion économique des pays émergents. Il est aussi rassurant de noter que le taux de croissance des bénéfices prévus pour les 12 prochains mois des entreprises composant l'indice S&P 500 est corrélé à 84 % avec celui de la production industrielle américaine (graphique 22). Par ailleurs, l'indice PMI manufacturier qui s'élevait à 56,3 en août 2010 et qui est un indicateur avancé de 3 mois du taux de croissance annuel de la production industrielle américaine annonce une certaine décélération de celui-ci, mais aussi la poursuite de son expansion (graphique 23).

Quant aux pays producteurs de ressources naturelles, ils continueront à bénéficier des prix élevés des ressources naturelles. Une économie mondiale en expansion ne pourra que profiter aux investisseurs qui sauront tirer profit de l'expansion économique mondiale dont les moteurs seront les grands pays émergents en augmentant la part de leur portefeuille directement ou indirectement exposée à cette nouvelle dynamique économique. Au cours des deux prochaines décennies, la capitalisation boursière des pays émergents devrait dépasser celle des pays industrialisés. Une étude de Goldman Sachs estime que la capitalisation boursière des pays émergents, qui s'élève présentement à 31 % de la capitalisation mondiale, pourrait s'élever à 44 % en 2020 et à 55 % en 2030.

Graphique 22
Bénéfices prévus pour les 12 prochains mois des entreprises
composant l'indice S&P 500 et la production industrielle américaine
 (en taux annuels de variation, corrélation de 84 %)



Graphique 23
Indice PMI manufacturier et taux annuels
de variation de la production industrielle – États-Unis

