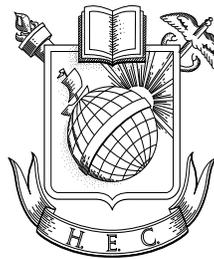


**Perspectives
économiques
nord-américaines
dans un contexte
international
2012-2013**



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

Volume 23

Mars 2012

TABLE DES MATIÈRES

FAITS SAILLANTS	3
ÉCONOMIE INTERNATIONALE	6
Introduction	6
Un cycle économique de longue durée	7
Des signes encourageants pour l'économie américaine	9
Tendances lourdes de l'économie mondiale : impact prépondérant des pays émergents	15
Inflation maîtrisée et taux d'intérêt réels négatifs	20
ÉCONOMIE CANADIENNE	24
Économie canadienne en mode de ralentissement	24
Restructuration de la demande finale	25
MARCHÉS FINANCIERS	30
Éléments à prendre en considération	30

FAITS SAILLANTS

La reprise économique américaine et mondiale est toujours fragile en raison de la faible création d'emplois, de l'absence d'un plan crédible et équilibré en vue d'assainir les déficits budgétaires aux États-Unis de même que par la lenteur des autorités européennes à prendre les mesures nécessaires pour rétablir la santé financière de la zone euro.

Nous prévoyons toutefois que les forces cycliques se raffermiront grâce à la stimulation monétaire qui se poursuit dans la plupart des pays industrialisés. Les pays émergents mettent graduellement en place les mesures fiscales et monétaires pour contrer un ralentissement trop prononcé de la croissance économique. Ces pays peuvent le faire grâce à la stabilisation du taux d'inflation. C'est notamment le cas de la Chine qui a vu son taux d'inflation annuel passer de 6,5 % en juillet 2011 à 4,5 % en janvier 2012.

L'absence de pressions inflationnistes indues et la promesse de garder le taux d'intérêt des fonds fédéraux au plancher contribueront à la stabilité relative des taux d'intérêt des obligations fédérales américaines à 10 ans d'échéance, qui s'élevaient à 1,98 % le 24 février 2012. Notre scénario de référence prévoit que le taux d'intérêt des obligations fédérales fluctuera à l'intérieur d'une fourchette de 2 % à 2,75 % au cours des 18 prochains mois.

Le risque de dérapage du taux d'inflation aux États-Unis est écarté parce que le taux de chômage à 8,3 % 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 1,8 % en décembre 2011 demeurera sous la barre des 2 % jusqu'en 2013.

Le taux de croissance du PIB potentiel du Canada tombera sous le seuil de 2 % au cours des prochaines années parce que le taux de chômage, qui s'élevait à 7,6 % en janvier 2012, n'est pas aussi éloigné du taux de chômage de plein-emploi qu'aux États-Unis. De plus, le taux annuel moyen des gains de productivité des entreprises des cinq dernières années se terminant au 4^e trimestre de 2011 a été de 0,1 % au Canada comparativement à 1,9 % aux États-Unis.

La croissance économique des grands pays émergents, bien plus rapide que celle des pays industrialisés, soutiendra le prix des matières premières et de l'énergie au cours des prochaines années. Le taux de change du dollar canadien, qui fluctuera autour de la parité par rapport au dollar américain, entraînera la poursuite de la restructuration de l'économie canadienne vers l'exploitation des ressources naturelles et la production de 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 de ces pays. À long terme, le taux de croissance des profits des sociétés est fortement corrélé à celui du PIB.

Les rendements boursiers à court terme sont très sensibles aux révisions à la hausse ou à la baisse du taux de croissance de l'activité économique. Leur volatilité est exacerbée par les fonds de couverture et les spéculateurs qui disposent de tous les instruments financiers pour réagir instantanément aux nouvelles informations du village mondial qu'est devenue l'économie mondiale. Il n'en demeure pas moins que, sur un horizon de moyen terme, les obligations gouvernementales des États-Unis sont surévaluées par rapport aux actions. On prévoit que le rendement total de ces dernières sera bien supérieur à celui des obligations pour le reste de ce cycle d'expansion économique.

Le plafonnement du prix des matières premières au cours des deux prochaines années, les bénéfices des sociétés américaines plus élevés que ceux des entreprises du S&P/TSX et la reprise économique américaine devraient entraîner des rendements supérieurs de la bourse américaine par rapport à celle du Canada.

PRÉVISIONS DE L'ÉCONOMIE CANADIENNE

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

	2007	2008	2009	2010P	2011	2012P	2013P
PIB réel ¹ - Canada	2.2	0.7	-2.8	3.2	2.5	2.0	2.2
PIB nominal - Canada	5.2	6.4	6.4	5.6	5.5	4.8	4.8
PIB réel - États-Unis	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.7	2.5	3.2
Emploi - Canada	2.4	1.7	-1.6	1.4	1.5	0.9	0.9
- en milliers de personnes	391	279	-266	230	262	151	151
Emploi - Québec	2.4	1.2	-0.8	1.8	1.0	-0.5	-0.5
- en milliers de personnes	90	45	-30	69	38	-19	-19
Taux de chômage ³ - Canada	6.1	6.1	8.3	8.0	7.5	7.4	7.4
Taux de chômage ³ - Québec	7.2	7.3	8.5	7.9	7.7	8.1	8.1
Inflation (IPC) - Canada	2.1	2.4	0.3	1.8	2.9	1.8	2.1
Balance commerciale ³ (milliards de dollars)	47.4	45.0	-4.7	-9.0	1.4	18.8	27.5
Balance courante ³ (milliards de dollars)	12.8	5.3	-45.2	-50.9	-48.3	-25.0	-18.5
Mises en chantier ³ - Canada (milliers d'unités)	229	212	148	191	193	189	181
Mises en chantier ³ - Québec (milliers d'unités)	49	48	44	51	48	44	41
Bénéfices des sociétés avant impôts	1.9	11.0	-33.1	21.2	15.0	8.6	4.6
Taux d'intérêt hypothécaire ^{3,4} 1 an	6.9	6.7	4.0	3.5	3.5	3.5	3.8
Taux d'intérêt à 10 ans d'échéance ^{3,4} Obligations du gouv. féd. canadien	4.3	3.6	3.3	3.2	2.8	2.2	2.7
Taux d'intérêt à 10 ans d'échéance ^{3,5} Obligations du gouv. féd. américain	4.6	3.7	3.3	3.2	2.8	2.2	2.7
Taux de change du dollar canadien ^{3,4} (en cents américains)	0.94	0.94	0.88	0.97	1.01	1.01	1.00

janv-00

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*.

ÉCONOMIE INTERNATIONALE

Introduction

Depuis le début de l'année 2012, des pas importants ont été accomplis en ce qui concerne la mise en place du plan compact de la zone euro ainsi que la mise en œuvre du mécanisme européen de stabilité permanent (MES). Ce dernier devrait être opérationnel dès juillet 2012 avec un trésor de guerre de 500 milliards d'euros. Il faut bien comprendre que, pour les pays surendettés et non concurrentiels, l'ajustement est herculéen puisqu'il faut à la fois diminuer les salaires et augmenter les impôts, ce qui entraîne une contraction du PIB réel et des rentrées fiscales. C'est un processus qui va être de plus en plus inacceptable pour les populations de ces pays. La zone euro n'est donc pas encore sortie de sa période de turbulences, mais si on considère l'alternative, soit un démantèlement partiel ou total de la zone euro, nous parions que les pays effectueront les ajustements nécessaires. En effet, l'abandon de l'euro par certains pays surendettés entraînerait des conséquences imprévisibles parce que les banques européennes qui ont le plus d'obligations gouvernementales de ces pays pourraient bien devenir insolvables. Un blocage du fonctionnement du système bancaire européen serait naturellement catastrophique pour l'économie mondiale et une récession mondiale s'ensuivrait. Il faut donc espérer qu'un plan d'assainissement des finances publiques européennes soit mis en place avec la participation des grands pays créditeurs de la zone euro. L'évolution positive ou négative du drame de la zone euro sera donc déterminante en 2012.

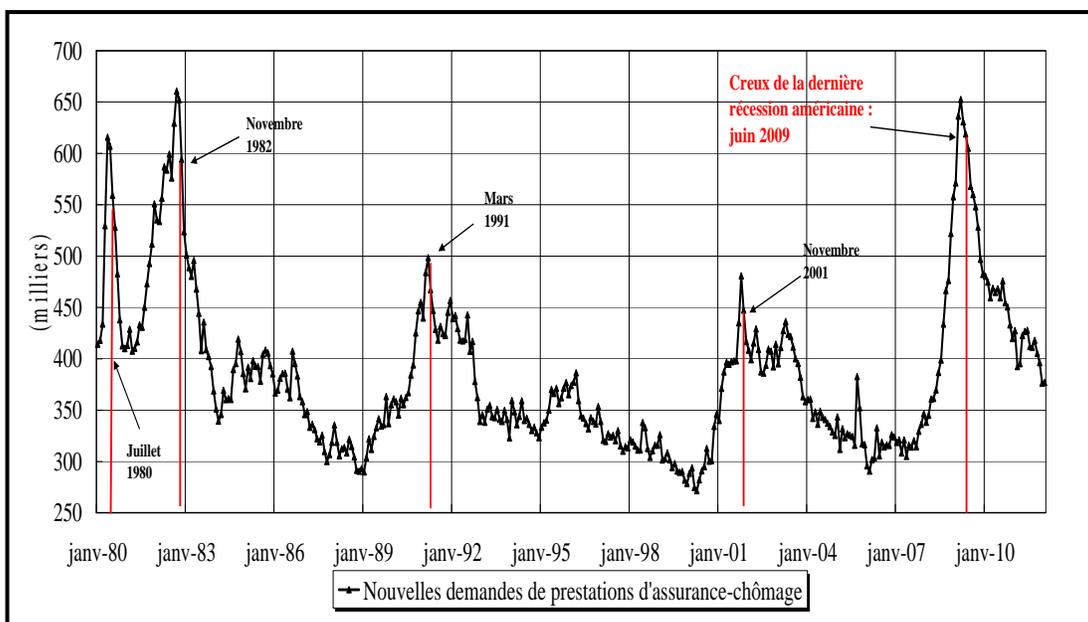
La Banque centrale européenne est entrée en scène avec l'offre de prêts illimités pour trois ans aux banques européennes («*Long Term Refinancing Operation*» LTRO). Il s'agit d'un assouplissement quantitatif déguisé destiné aux besoins de liquidités des banques européennes, ce qui devrait donner le temps aux marchés financiers de vérifier l'efficacité des plans d'assainissement des finances publiques mis en place par les pays de la zone euro.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a utilisé tout un arsenal de munitions en vue de soutenir la demande finale pour extirper l'économie d'une croissance anémique et ainsi ramener le taux de chômage à un niveau plus confortable. En effet, lorsque le taux d'intérêt nominal est à zéro, la Réserve fédérale doit recourir aux mesures d'assouplissement quantitatif parce que sinon la politique monétaire se retrouve paralysée par un gel des liquidités monétaires. Les mesures d'assouplissement quantitatif ont pour objectif d'éviter la déflation, mais aussi de créer un peu d'inflation pour que le taux réel de court terme devienne négatif. De plus, la dernière mesure d'assouplissement quantitatif (opération Twist) consiste à vendre, de novembre 2011 à juin 2012, 400 milliards d'obligations dont l'échéance est inférieure à 3 ans pour acheter un montant équivalent d'obligations dont les échéances s'étalent de 6 à 30 ans. Cette opération a pour objectif d'aplatir davantage la courbe de rendements en abaissant les taux d'intérêt à long terme.

Un cycle économique de longue durée

Nous estimons que la performance de l'économie américaine s'améliore graduellement. Les nouvelles demandes de prestations d'assurance chômage sont un indicateur très puissant pour estimer et prévoir l'évolution du cycle économique américain (graphique 1). Notez que le creux des derniers cycles économiques a été atteint un ou deux mois après que les nouvelles demandes de prestations d'assurance-chômage ont atteint leur sommet. Par ailleurs, la baisse tendancielle de ces dernières annonce toujours la poursuite d'un cycle d'expansion et la diminution du taux de chômage. De 1982 à nos jours, les nouvelles demandes de prestations d'assurance-chômage ont été un indicateur avancé de six mois du taux de chômage avec une corrélation de 85 %.

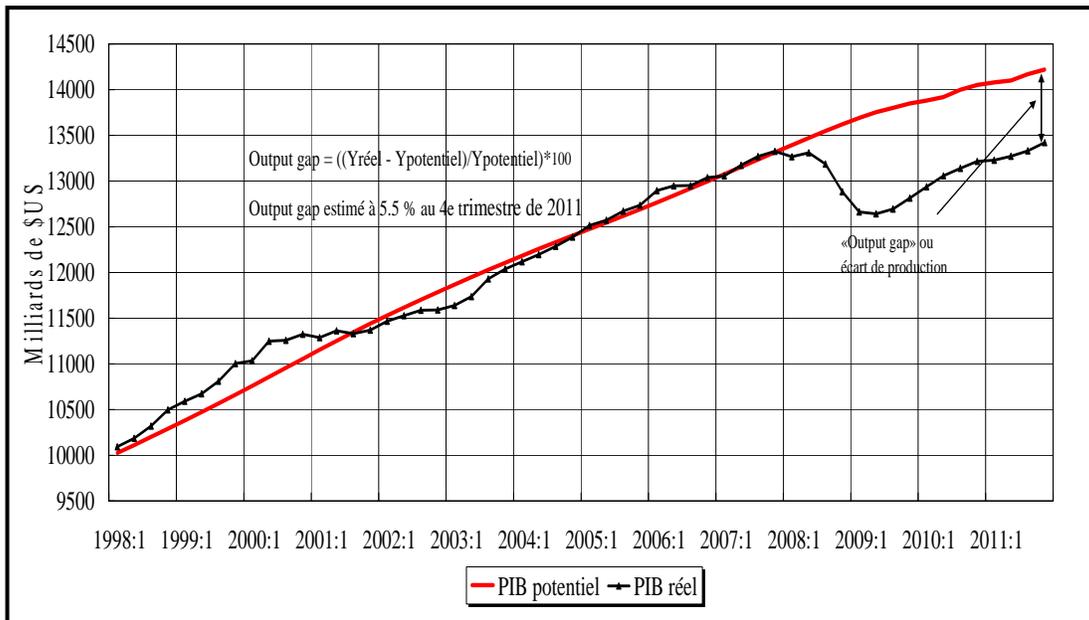
Graphique 1
Nouvelles demandes de prestations d'assurance-chômage
aux États-Unis



Trente et un mois après le creux du cycle économique, atteint en juin 2009, on peut déplorer la lenteur de la croissance économique américaine. Cette réalité est toutefois conforme aux reprises lentes connues par les pays qui ont été aux prises avec l'implosion d'une bulle immobilière. Du 2^e trimestre de 2009 au 4^e trimestre de 2011, le taux de croissance annuel moyen du PIB réel américain a été de 2,4 %, soit tout près du taux de croissance du PIB potentiel. Cela implique que l'économie américaine n'a pas connu une reprise économique suffisante pour diminuer l'écart de production causé par la récession. Ce dernier s'élevait encore

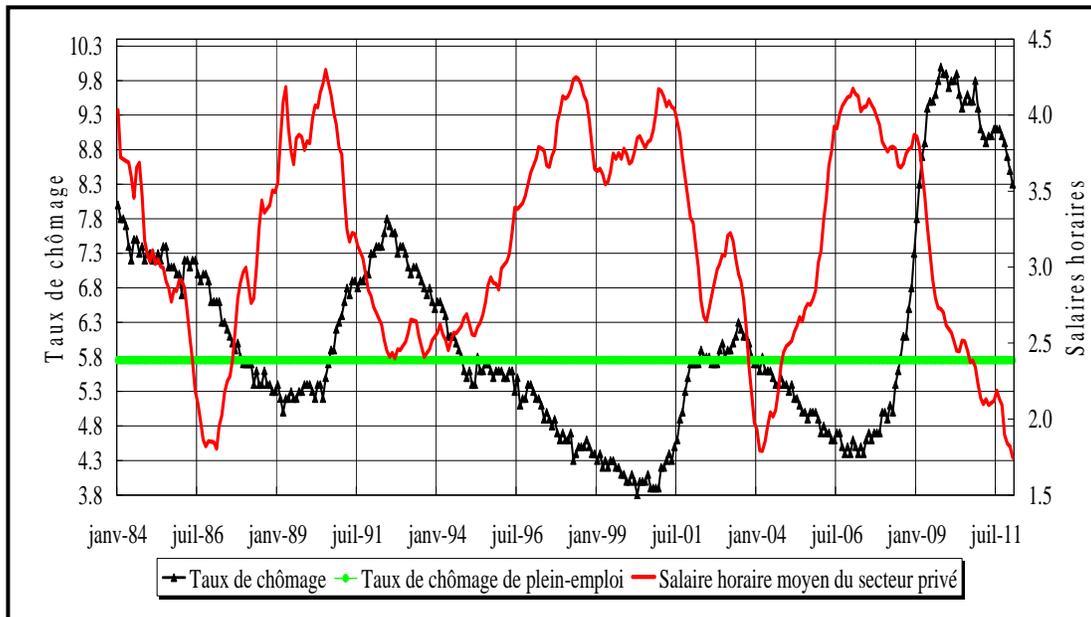
à près de 5,5 %, à la fin de 2011 (graphique 2). Pour ramener le PIB réel vers le niveau du PIB potentiel, il est nécessaire que le taux de croissance du PIB réel soit supérieur à celui du PIB potentiel estimé à 2,5 % par année. En d'autres mots, il faudrait un taux de croissance du PIB réel de 3,5 % pendant 5 à 6 ans pour combler l'écart de production et ainsi ramener le taux de chômage au plein-emploi.

Graphique 2
PIB réel et PIB potentiel des États-Unis
en milliards de dollars de 2005



L'écart de production et le taux de chômage sont des indicateurs très importants pour prévoir le taux d'inflation, la politique monétaire et les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis. Le graphique 3 démontre clairement que lorsque le taux de chômage est bien supérieur au taux de chômage de plein-emploi, les pressions à la baisse sur le taux d'augmentation du salaire horaire des personnes employées du secteur privé sont considérables. Lorsqu'on associe la modération des hausses salariales aux gains de productivité du secteur des entreprises, qui s'élevaient au taux annuel moyen de 1,9 % au cours des cinq dernières années se terminant au 4^e trimestre de 2011, force est de constater que les pressions à la hausse sur les prix sont très faibles. L'absence de pressions inflationnistes pour les prochaines années devrait permettre à la Réserve fédérale américaine de maintenir le taux d'intérêt sur les fonds fédéraux entre 0 et 0,25 % jusqu'à la fin de 2014, conformément à l'annonce qui a été faite le 25 janvier 2012.

Graphique 3
Taux annuels de variation des salaires horaires du secteur non agricole et taux de chômage – États-Unis

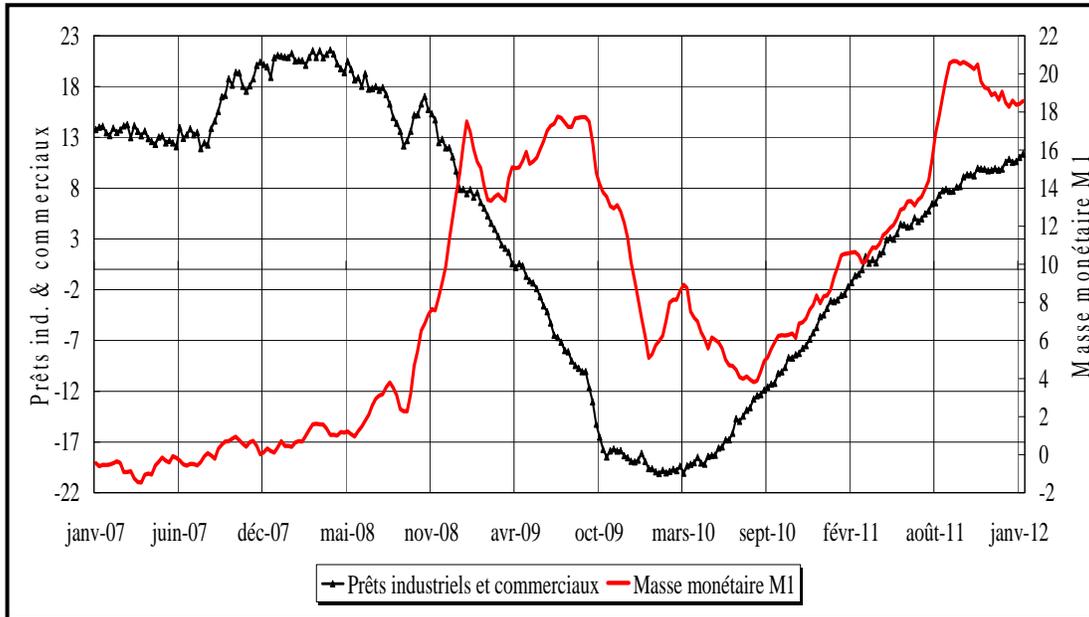


Des signes encourageants pour l'économie américaine

Il est bien évident que la baisse tendancielle des nouvelles demandes de prestations d'assurance-chômage annonce une amélioration du taux de croissance de la création d'emplois, puisque la corrélation s'élève à -0,90 de janvier 2000 à nos jours. Par ailleurs, le taux de croissance des prêts industriels et commerciaux des banques américaines s'accélère graduellement pour atteindre 11,4 %, au début de février 2012 (graphique 4). L'accès au crédit, pour les petites et moyennes entreprises, est une composante essentielle pour la poursuite et l'accélération de l'expansion de l'activité économique américaine et de la création d'emplois.

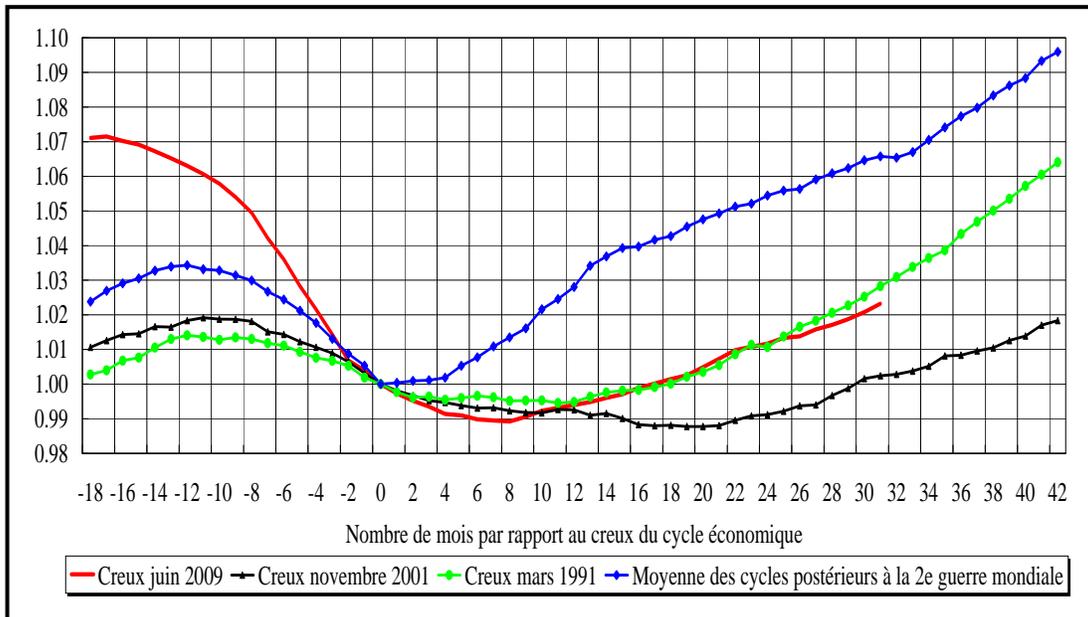
Les dépenses de consommation réelles sont intimement liées à la création d'emplois puisque, de janvier 2000 à nos jours, la corrélation entre ces deux variables exprimées en taux annuels de variation s'élevait à 0,84. L'évolution de ces dernières est donc cruciale pour la détermination du taux d'expansion futur des dépenses de consommation réelles. Depuis le début de la reprise économique, le secteur privé n'a récupéré que 1,9 million des 7,5 millions d'emplois perdus durant la récession.

Graphique 4
Masse monétaire M1 et prêts industriels et commerciaux des banques commerciales américaines
(en taux annuels de variation)



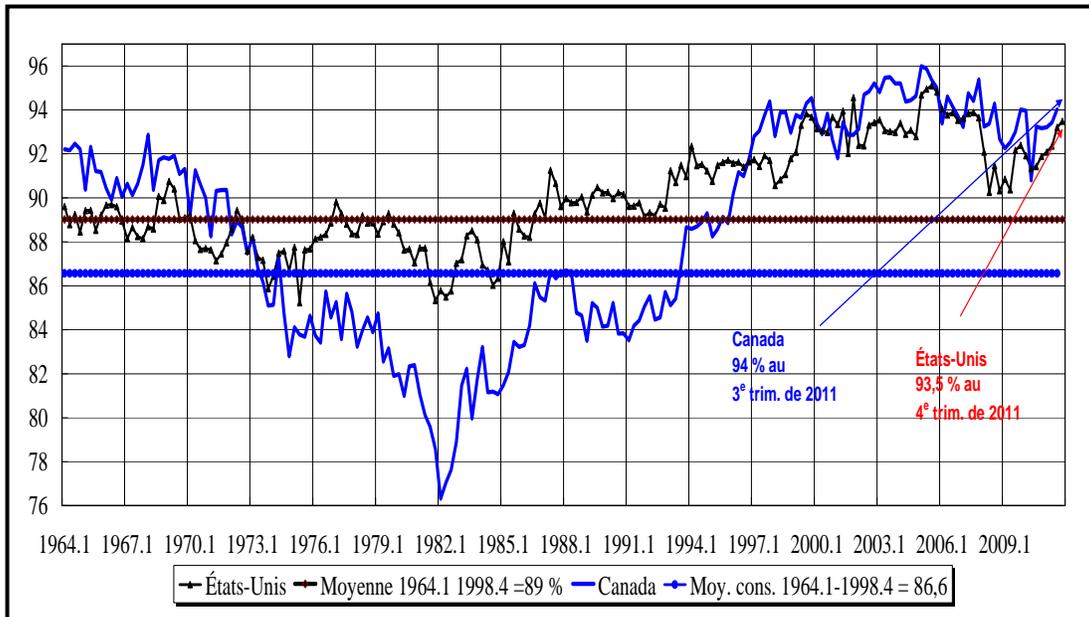
Le graphique 5 montre que la création d'emplois du cycle économique courant suit la trajectoire observée lors de la reprise économique du début des années 90. Cette trajectoire est toutefois bien inférieure à la moyenne des reprises économiques depuis la Seconde Guerre mondiale. Il faudra donc que la création d'emplois s'accélère au cours des prochains trimestres, pour que le cycle d'expansion se raffermisse. Les nouvelles demandes de prestations d'assurance chômage sont un indicateur à surveiller, parce que leur fréquence de publication hebdomadaire permet de vérifier si une amélioration apparaît dans les cartes. Ces dernières sont tombées sous la barre des 350 000, pour la première fois depuis mars 2008, lors de la semaine se terminant le 11 février 2012. Ce niveau de nouvelles demandes est cohérent avec une création mensuelle de 250 000 emplois par mois.

Graphique 5
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)



Les consommateurs américains sont toutefois un peu plus avancés, que les consommateurs canadiens, dans l'ajustement de leurs finances par rapport à leurs excès de consommation. Au 4^e trimestre de 2011, les dépenses de consommation des Américains représentaient 93,5 % du revenu personnel disponible, comparativement au sommet de 95,2 % atteint au 1^{er} trimestre de 2007 (graphique 6). Ce pourcentage est toujours supérieur à la moyenne de 89 %, allant du 1^{er} trimestre de 1964 au 4^e trimestre de 1998. Au Canada, les dépenses de consommation représentaient 94 % du revenu personnel disponible au 3^e trimestre de 2011, soit un excédent de 7,4 % par rapport à la moyenne de 1964 à 1998, comparativement à 4,5 % pour les consommateurs américains. Pour corriger les excès des années 2000, cela prend beaucoup de temps, parce que les consommateurs n'ont d'autre choix que de modérer la croissance des dépenses par rapport au revenu personnel disponible pour rebâtir leurs épargnes. C'est précisément ce qu'ils sont en train de faire et cela ne peut qu'entraîner un faible taux de croissance du PIB réel, puisque les dépenses de consommation réelles représentent 70 % de la demande finale des États-Unis.

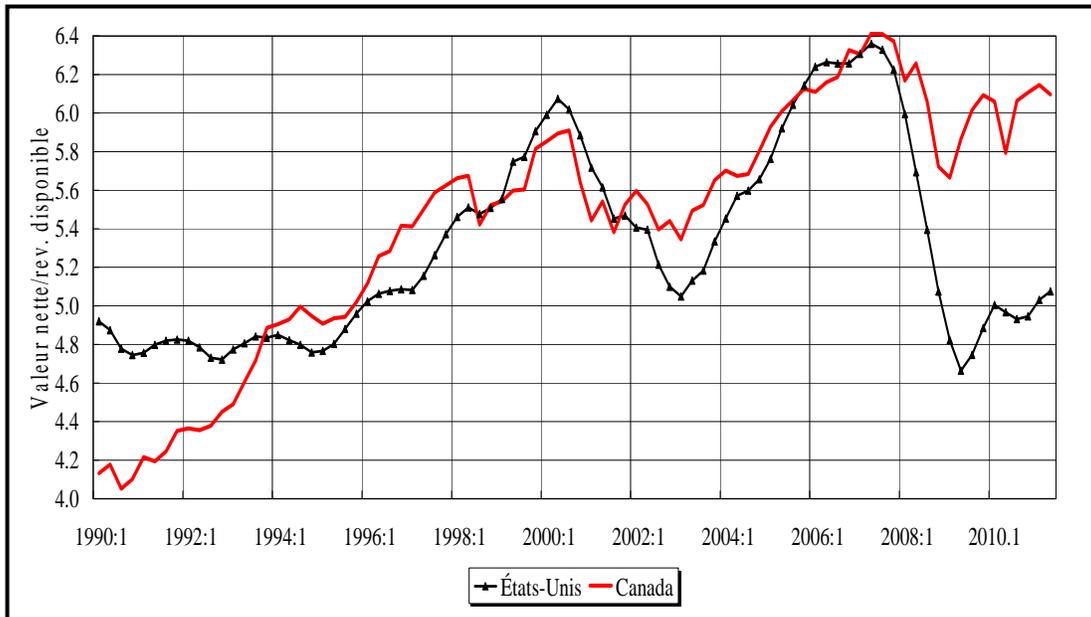
Graphique 6
Dépenses de consommation en pourcentage du revenu
personnel disponible aux États-Unis et au Canada



L'indice de richesse, mesuré à l'aide du rapport de la valeur nette des ménages (total des actifs moins total des dettes) au revenu personnel disponible, affecte également le choix entre la dépense et l'épargne. Du 1^{er} trimestre de 2000 au 3^e trimestre de 2011, la corrélation entre le taux annuel de variation de l'indice de richesse des ménages et celui des dépenses de consommation réelles a été de 71 % au Canada comme aux États-Unis. Le graphique 7, qui représente l'indice de richesse des ménages canadiens et américains, montre bien que la diminution de la valeur nette des ménages décourage la consommation en faveur de l'épargne parce l'effet de richesse les rend moins confiants dans l'avenir. L'évolution divergente entre les États-Unis et le Canada reflète précisément l'impact de l'effondrement de la bulle immobilière. L'indice de richesse des ménages canadiens n'a pas suivi celui des États-Unis, parce que le prix des maisons n'a pas fléchi, alors que le prix moyen des maisons est en baisse de 32 %, par rapport au sommet d'avril 2006 selon l'indice Shiller/Case des 20 plus grandes agglomérations américaines. L'indice de richesse des ménages canadiens (6,1 comparativement à 4,9 aux États-Unis) résistera aussi longtemps que le prix des maisons restera élevé. La reprise de la bourse et la stabilisation du marché de l'habitation contribueront à l'augmentation de la richesse des ménages américains. Par ailleurs, l'accélération graduelle de la croissance de l'emploi aux États-Unis devrait soutenir une croissance des dépenses de consommation entre 2 % et 3 % en 2012 et 2013.

Graphique 7

Indice de richesse des ménages = valeur nette des ménages en pourcentage du revenu personnel disponible aux États-Unis et au Canada

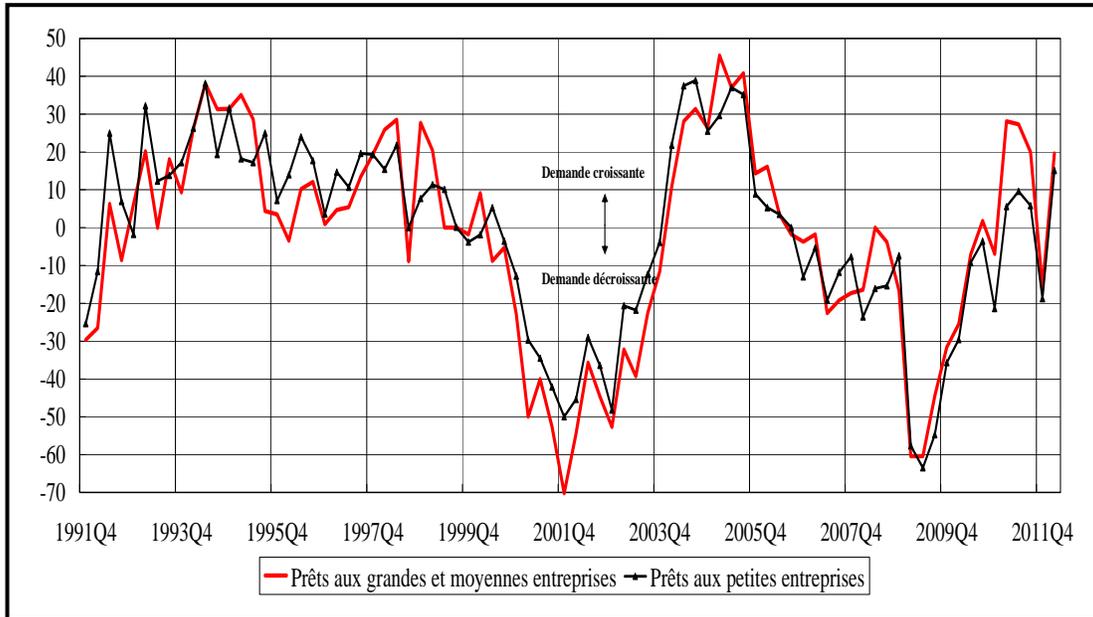


La contribution des autres composantes de la demande finale est assez incertaine, sauf pour l'investissement réel des entreprises qui sera un moteur de la croissance avec des taux de croissance prévus de 8 à 9 % en 2012 et 2013, à la suite d'un taux d'expansion de 8,6 % en 2011. L'enquête des directeurs de prêts des banques américaines du 1^{er} trimestre de 2012 confirme que la demande de prêts, aussi bien des grandes et moyennes entreprises que des petites entreprises, est en expansion (graphique 8).

Les dépenses de construction résidentielle devraient être légèrement positives au cours des deux prochaines années, après six ans de contraction. Les exportations réelles nettes de biens et services, en pourcentage du PIB réel, sont devenues moins négatives au cours de la récession 2008-2009, amortissant ainsi l'ampleur de la récession. Depuis 2010, l'impact est plus ou moins neutre, mais on peut s'attendre à une contribution légèrement positive en 2012-2013 lorsque l'impact de la dépréciation du dollar américain aura fait son plein. Ce résultat est toutefois conditionnel à la poursuite de l'expansion la demande mondiale, qui se trouve malheureusement freinée par la stagnation de la zone euro.

Graphique 8

Pourcentage net des banques rapportant une demande croissante des prêts commerciaux et industriels de la part des grandes et moyennes entreprises et des petites entreprises



Les divergences politiques à Washington constituent la cause profonde de leur incapacité à mettre en place un plan crédible d'assainissement des finances publiques. L'assainissement à long terme des finances publiques exigera la réforme des principaux programmes sociaux (Sécurité sociale, Medicaid et Medicare) et non seulement le fait de se restreindre aux dépenses hors programme ainsi qu'à la défense nationale. De plus, la solution à long terme nécessitera un équilibre entre les réductions de dépenses et l'augmentation du fardeau fiscal. L'impact restrictif de la politique fiscale pourrait être un frein important à la poursuite de l'expansion américaine si rien n'est fait à l'automne 2012 pour adoucir l'expiration des réductions d'impôts représentant près de 2 % du PIB en 2013. On espère que les élections de novembre 2012 permettront l'élaboration d'un plan d'assainissement des finances publiques plus équilibré, mais la poursuite du blocage politique demeure un risque très important pour la croissance du PIB réel de l'année 2013.

Les grands pays émergents, qui étaient aux prises avec une accélération du taux d'inflation au printemps 2011, bénéficient d'une stabilisation du prix de matières premières. La diminution des pressions inflationnistes et le ralentissement de la croissance économique mondiale ont déjà permis aux banques centrales de ces pays de changer leur fusil d'épaule et de commencer à mettre en place un assouplissement monétaire et des mesures fiscales visant à contrer un ralentissement économique trop prononcé.

Le scénario principal prévoit une amélioration graduelle de la croissance économique aux États-Unis (tableau 1). Le taux de croissance de l'économie mondiale se stabilisera à près de 3,5 % parce que la décélération de l'inflation permettra aux grands pays émergents, la Chine notamment, un renversement du resserrement monétaire, favorisant ainsi un atterrissage en douceur.

Tableau 1						
PIB réel des principaux pays						
(en taux annuels de variation)						
	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Canada	0.7	-2.8	3.2	2.3	1.9	2.5
Québec	1.1	-0.3	2.8	1.6	1.7	1.7
États-Unis	-0.3	-3.5	3.0	1.7	2.5	3.2
Japon	-1.1	-5.5	4.4	-0.9	1.9	1.8
Zone euro	0.5	-3.7	1.9	1.6	-0.2	1.5
Chine	9.6	9.2	10.4	9.2	8.0	8.6
Inde	6.2	6.8	9.9	7.4	7.0	7.3
PIB réel mondial¹	2.8	-0.7	5.2	3.8	3.5	3.9
PIB réel mondial²	1.5	-2.3	4.1	2.8	2.5	3.2
¹⁾ Estimé à la parité du pouvoir d'achat.						
²⁾ Estimé au taux de change du marché.						
P = Prévisions de Maurice N. Marchon et FMI						
Sources : Statistique Canada, <i>US Department of Commerce</i> , <i>FMI et Global Insight</i> .						

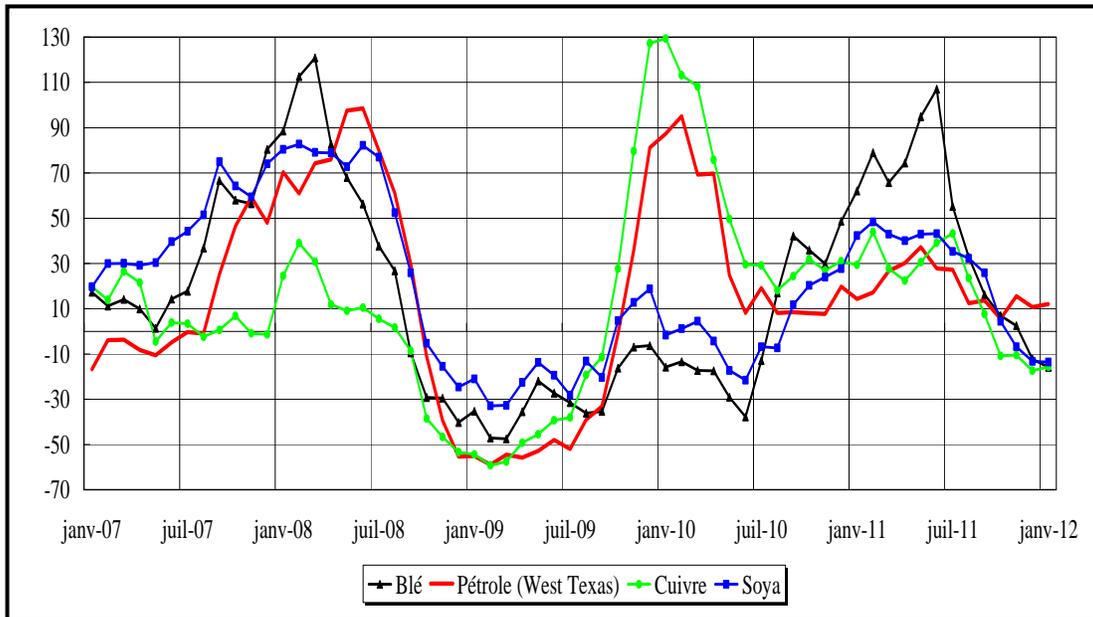
Tendances lourdes de l'économie mondiale : impact prépondérant des pays émergents

Dans une perspective de plus long terme, il ne fait plus aucun doute que les pôles de croissance se déplacent vers l'Asie et les pays émergents. Les prévisions du Fonds monétaire international attribuent aux pays émergents et en développement 69 % de la croissance économique mondiale de 2011 à 2016, même s'ils ne représentaient que 48 % du PIB mondial estimé à la parité des pouvoirs d'achat en 2010 (tableau 2). Par contre, la contribution des pays industrialisés tomberait à 22 % même si ces derniers formaient 39 % du PIB mondial en 2010. Les prévisions économiques à moyen terme misent toujours sur un taux de croissance du PIB réel, estimé à la parité des pouvoirs d'achat, trois fois plus élevé pour les pays émergents que pour les pays industrialisés. Ces prévisions sont conditionnelles à ce que les grands pays émergents maîtrisent toujours leur taux d'inflation. Le retour à des taux de croissance en ligne avec celui du PIB potentiel dans les pays émergents aux prises avec une accélération

du taux d'inflation est nécessaire pour que les pressions inflationnistes s'estompent. La stabilisation du prix du pétrole et des matières premières de base, notamment celui des céréales, est cruciale pour assurer la stabilisation du taux d'inflation mondial. Le graphique 9 montre une certaine stabilisation des prix du pétrole, du cuivre et des céréales par rapport au début de l'année 2011. Notons qu'une fois que les hausses de prix auront été absorbées, l'incidence sur le taux d'inflation annuel disparaîtra même si les prix demeurent élevés. Il reste aussi à vérifier si l'investissement des producteurs de ressources naturelles augmentera la production pour satisfaire la demande croissante des grands pays émergents, car, pour l'instant, la réponse de l'offre a été décevante malgré les prix élevés.

Tableau 2			
Contribution des principaux pays à la croissance du PIB mondial¹			
	2002-2010	2011-2016	% du PIB mondial ¹ à PPA
	Historique	Prévisions	
	9 ans	6 ans	2010
Brésil	3.0	2.7	2.9
Russie	3.4	2.8	3.0
Inde	7.9	9.8	5.5
Chine	22.5	29.4	13.6
Total BRIC	36.7	44.7	25.0
Canada	1.4	1.1	1.8
États-Unis	14.0	12.8	19.5
Japon	3.4	2.6	5.8
Zone euro	9.1	6.7	14.6
Pays du G7	26.0	22.2	39.3
Pays émerg. et en développement	62.8	68.8	47.9
PIB mondial ² (PPA)	3.9	4.0	
¹) PIB des pays et PIB mondial en \$US estimés à la parité du pouvoir d'achat.			
²) Taux de croissance annuel moyen du PIB réel mondial à la parité du pouvoir d'achat.			
Source : FMI, <i>World Economic Outlook Database</i> , Septembre 2011.			

Graphique 9
Taux annuel de variation du prix en dollars américains
du blé, du pétrole brut (West Texas), cuivre et soya



La volonté du gouvernement chinois de favoriser les dépenses de consommation, au détriment de l'investissement et des exportations, devrait diminuer le surplus de la balance courante de la Chine. Malheureusement, les changements ne s'opèrent que très lentement. Sur la base des prévisions du Fonds monétaire international, on n'observe pas une stabilisation des déséquilibres macroéconomiques en milliards de dollars entre les pays industrialisés et les pays émergents, mais seulement une stabilisation en pourcentage du PIB mondial (tableau 3). Les pays en cause sont toujours les mêmes. Le surplus de la balance courante de la Chine vient au premier rang des déséquilibres, puisqu'il passerait de 305 milliards de dollars américains en 2010 à 850 milliards en 2016. Par ailleurs, les États-Unis seraient toujours les grands coupables des déficits de la balance courante, puisque celui-ci passerait de 471 milliards de dollars américains en 2010 à 500 milliards en 2016. Malgré les promesses de la Chine de miser davantage sur la consommation plutôt que sur les exportations, la sous-évaluation de sa monnaie et le sous-développement de son système de sécurité sociale favorisent toujours l'épargne au détriment de la consommation ce qui reporte les ajustements.

Il ne faut toutefois pas regarder uniquement les valeurs absolues parce qu'en pourcentage du PIB, les déséquilibres sont plutôt stables (tableau 3). Il faudra des ajustements plus importants des taux de change, notamment une dépréciation additionnelle du dollar américain et une appréciation du yuan pour que ces déséquilibres se résorbent plus rapidement. Une dépréciation

additionnelle du dollar américain favoriserait une contribution positive des exportations réelles nettes. Par ailleurs, la mise en place d'un plan crédible pour stabiliser les déficits budgétaires par une allocation équilibrée entre la maîtrise des dépenses et l'augmentation des impôts, entraînerait une diminution du déficit de la balance courante. La contrepartie d'une diminution du déficit de la balance courante se traduit malheureusement par une période de croissance économique plus faible puisque cela revient à diminuer la dépendance des capitaux étrangers pour financer la demande intérieure.

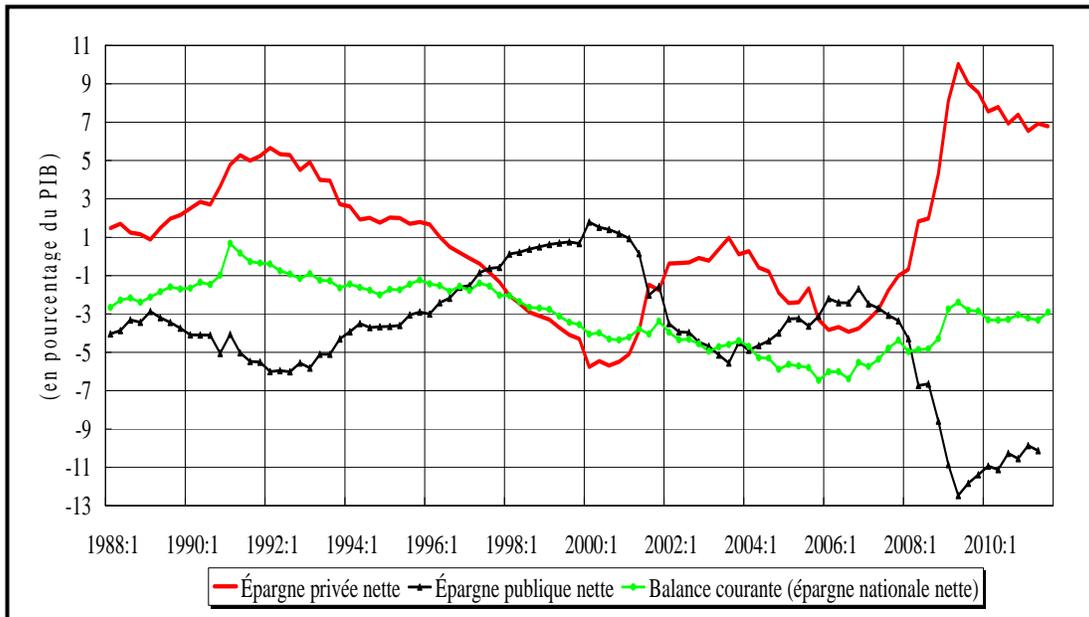
Tableau 3									
Balances courantes globales 2000 et 2009-2016									
(En milliards de dollars)									
	2000	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Pays du G7	-335	-209	-321	-417	-244	-176	-181	-264	-396
États-Unis	-416	-377	-471	-468	-329	-273	-300	-382	-499
Japon	120	142	196	147	173	165	166	156	141
Zone euro	-40	13	35	17	56	68	78	77	75
Canada	20	-40	-49	-59	-70	-67	-63	-53	-44
Suisse	30	56	84	83	79	79	78	78	76
Grande Bretagne	-39	-37	-72	-67	-60	-46	-33	-26	-24
Marchés émergents et en développement	95	288	422	592	513	576	608	672	679
Asie en développement	42	291	313	363	412	515	602	692	773
dont la Chine	21	261	305	361	432	535	637	747	852
Europe centrale et de l'Est	-29	-50	-81	-119	-108	-111	-119	-137	-159
Moyen Orient	80	50	183	307	239	255	258	270	250
Déséquilibre net	-240	79	101	175	269	400	427	409	284
En pourcentage du PIB									
	2000	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Pays du G7	-1.6	-0.7	-1.0	-1.2	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	-1.0
dont les États-Unis	-4.2	-2.7	-3.2	-3.1	-2.1	-1.7	-1.8	-2.2	-2.7
Marchés émergents et en développement	1.5	1.6	2.0	2.4	2.0	1.9	1.9	1.9	1.7
dont la Chine	1.7	5.2	5.2	5.2	5.6	6.2	6.7	7.0	7.2
Moyen Orient	10.2	2.4	7.7	11.2	9.0	8.2	7.7	7.5	6.3

Source : FMI World Economic Outlook, Database, Septembre 2011.

Durant la récession de 2008-2009, les États-Unis sont parvenus à diminuer leur dépendance des capitaux étrangers parce que le déficit de la balance courante est passé de 6 % en 2008 à 3,2 % en 2010. On ne prévoit toutefois pas d'amélioration significative au cours des prochaines années (tableau 3). Rappelons que la balance courante (épargne nationale nette) n'est rien d'autre que la somme de l'épargne privée nette et l'épargne publique nette. Le graphique 10 illustre bien la dynamique de ces deux composantes. La récession de 2008-2009 a fait basculer l'épargne privée nette (qui n'est rien d'autre que l'écart entre l'épargne privée et l'investissement privé) de -3,9 % du PIB au 3^e trimestre de 2006 à 6,8 % du PIB au 3^e trimestre de 2011, soit une amélioration représentant pas moins de 10,7 % du PIB. L'impact de l'assainissement des finances du secteur privé a malheureusement été en partie annulé par la détérioration des finances publiques (épargne publique nette) à cause des programmes de stimulation fiscale mis en place pour amortir le choc de la crise financière et de la récession qui en a résulté. L'épargne publique est donc passée de -1,3 % à -8.3 % au cours de la même période, soit une détérioration de 7 % du PIB. On a assisté à

une diminution du déficit de la balance courante, mais, en fin de compte, il y a eu surtout un transfert de l'endettement du secteur privé vers le secteur public.

Graphique 10
Emprunts (-) et prêts (+) du secteur privé et des administrations
publiques en pourcentage du PIB – États-Unis



Les turbulences financières que nous vivons actuellement, proviennent non seulement, de la crise financière de la zone euro, mais aussi de l'entêtement politique des Républicains à croire qu'ils pourront maîtriser les déficits budgétaires à long terme sans réformer les programmes sociaux (sécurité sociale, Medicare, Medicaid). Il n'est pas suffisant de s'attaquer aux dépenses discrétionnaires sans qu'une partie du financement ne provienne d'une augmentation du fardeau fiscal. L'affrontement politique est d'autant plus absurde que les États-Unis jouissent d'un fardeau fiscal relativement faible par rapport à la plupart des pays industrialisés. Par exemple, en 2011, les revenus totaux des administrations publiques (fardeau fiscal total) représentent 31,2 % du PIB aux États-Unis comparativement à 38,3 % au Canada et à 44,8 % dans la zone euro.

Au cours des prochaines années, la politique fiscale deviendra inévitablement plus restrictive, si l'on veut que les besoins de financement nets des administrations publiques tombent sous la barre des 3 %. Cela n'entraînera pas nécessairement une diminution du déficit de la balance courante parce que, pour soutenir la croissance économique, l'investissement des entreprises devra se raffermir, alors que l'épargne privée aura tendance à se détériorer. Cela représente un frein considérable à la capacité des États-Unis d'atteindre un taux de croissance supérieur au taux de croissance du PIB potentiel et ainsi à diminuer

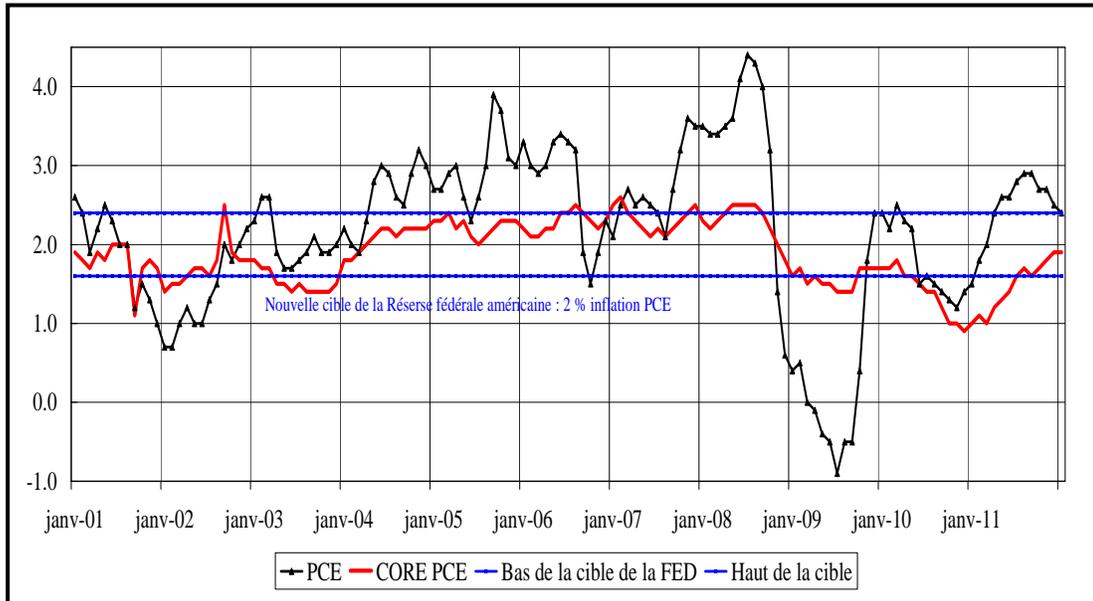
son taux de chômage. Une avenue possible, déjà mentionnée, serait une dépréciation additionnelle du dollar américain, notamment vis-à-vis de la monnaie chinoise.

Inflation maîtrisée et taux d'intérêt réel négatif

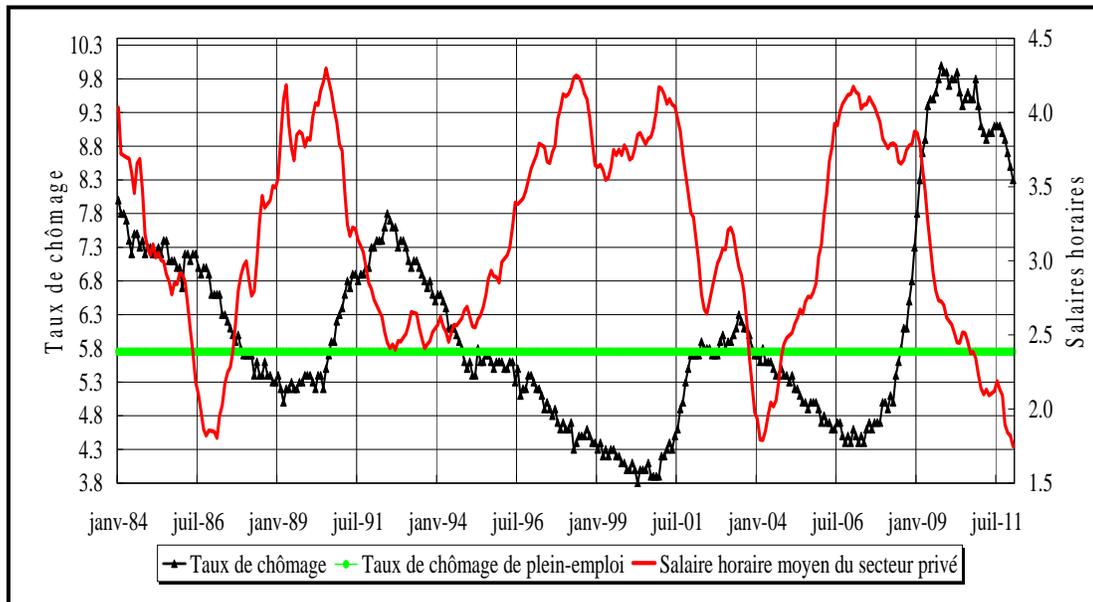
Le taux d'inflation annuel basé sur la nouvelle cible de la Réserve fédérale américaine s'élevait encore à 2,4 % en janvier 2012, principalement à cause de la hausse du prix de l'énergie et de la nourriture, mais leurs impacts devraient s'estomper au cours des prochains trimestres, à moins que le prix du pétrole vienne brouiller les cartes. Toutefois l'indice implicite des prix sans la nourriture et l'énergie accaparera toute l'attention de la part des marchés financiers (CORE PCE, graphique 11). Son taux annuel de variation s'élevait à 1,9 % en janvier 2012, après avoir atteint un creux de 0,9 % en décembre 2010. Cette accélération récente est causée en grande partie par l'augmentation des loyers étant donné la forte demande provenant des personnes ayant perdu leur résidence.

Nous ne prévoyons pas d'accélération du taux d'inflation aux États-Unis parce que la rémunération du travail, qui représente plus de 62 % du revenu national, n'est pas à la veille d'exploser. Les hausses salariales ne peuvent pas s'accélérer tant que l'offre excédentaire de main-d'œuvre, mesurée à l'aide du taux de chômage, demeure élevée. Lorsque le taux de chômage est bien supérieur au taux de chômage de plein-emploi, le taux d'augmentation des salaires se décélère, comme le démontre le taux annuel de variation des salaires horaires des employés du secteur privé qui s'élevait à 1,5 % en janvier 2012 comparativement à 2,7 % deux ans auparavant (graphique 12).

Graphique 11
Taux d'inflation annuel basé sur la nouvelle cible de la Réserve fédérale des États-Unis
 (Indice implicite des dépenses de consommation (PCE) et sans la nourriture et l'énergie (CORE PCE))



Graphique 12
Taux de chômage et moyenne mobile de trois mois des taux annuels de variation du salaire horaire moyen de tous les employés du secteur privé aux États-Unis

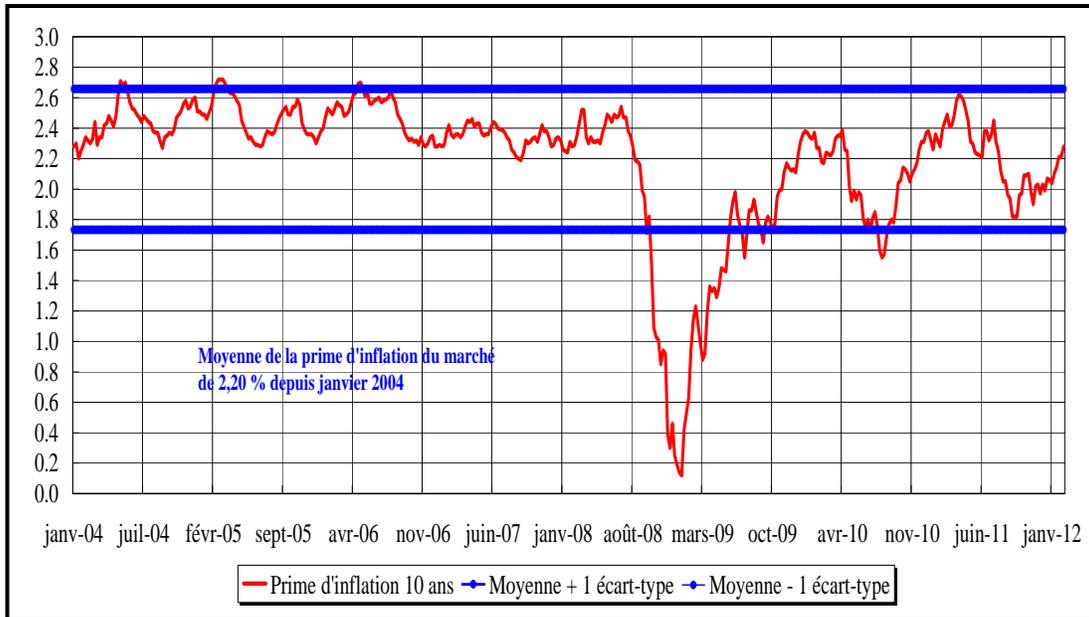


La décélération du taux d'augmentation des salaires, combinée à une très bonne performance des entreprises américaines en ce qui concerne les gains de productivité, explique la forte rentabilité des entreprises américaines. Au cours des cinq années se terminant au 4^e trimestre de 2011, le taux annuel moyen des gains de productivité du secteur des entreprises a été de 1,9 %, comparativement à seulement 0,4 % pour les coûts unitaires de main-d'œuvre. Les entreprises ont ainsi été en mesure de maintenir leur marge bénéficiaire sans avoir à augmenter leur prix de vente. Les entreprises auront toutefois davantage de difficultés à maintenir leurs marges bénéficiaires au cours des prochaines années parce que l'explosion des gains de productivité, typique du début de la reprise, est chose du passé.

La prime d'inflation des obligations du gouvernement américain à 10 ans d'échéance, qui est l'écart entre le taux d'intérêt nominal et le taux réel des obligations indexées, s'élevait à 2,31 % le 24 février 2012. Il est important que la prime d'inflation du marché reste stable à l'intérieur de la fourchette de plus ou moins un écart-type de la prime d'inflation observée de janvier 2004 à février 2012 (graphique 13). Une augmentation de la prime d'inflation serait dévastatrice parce que cela traduirait la perte de confiance dans la politique monétaire et une augmentation des taux nominaux dans un contexte de faible croissance économique. Notons toutefois que la prime d'inflation est restée stable surtout à cause de la baisse du taux d'intérêt réel des obligations indexées du gouvernement fédéral à 10 ans d'échéance qui s'établissait à -0,33 % le 24 février 2012. Ce taux réel, anormalement bas, ne pourra pas se perpétuer. C'est pourquoi nous anticipons que, lorsque l'économie américaine se rapprochera du taux de chômage de plein-emploi, le taux réel des obligations indexées à 10 ans d'échéance ne pourra qu'augmenter. Le taux d'intérêt réel moyen des obligations américaines a été de 2,4 % de 1871 à nos jours. Dans un scénario idéal, il faudra que le taux d'intérêt nominal n'augmente pas à cause de la prime d'inflation, mais en raison d'un retour du taux d'intérêt réel vers son taux d'équilibre à long terme.

Graphique 13

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



Le tableau 4 présente les prévisions du taux d'inflation des principaux pays. Il n'y a pas lieu de craindre l'inflation pour les deux prochaines années parce que la plupart des pays industrialisés sont en situation de sous-emploi. On prévoit même 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 1,75 % et 2 %. En effet, le taux de chômage demeurera quasiment inchangé jusqu'à la fin de 2012 en raison d'un taux de croissance du PIB réel qui ne sera guère plus élevé que le taux de croissance du PIB potentiel. Cette situation de sous-emploi continuera d'exercer de fortes pressions à la baisse sur les salaires et les prix.

Les grands pays émergents qui ont pris des mesures pour contrer les pressions inflationnistes au début de 2011 voient leur taux d'expansion s'estomper et leur taux d'inflation se décélérer grâce à la stabilisation du prix des matières premières. C'est le cas de l'Inde et de la Chine où les banques centrales changent leur fusil d'épaule afin d'éviter un ralentissement de l'activité économique trop prononcé. Pas moins de sept banques centrales des pays industrialisés sur dix et de neuf banques centrales des pays émergents sur une trentaine ont pris des mesures d'assouplissement monétaire depuis le 4^e trimestre de 2011.

Tableau 4							
Taux d'inflation							
(indice des prix à la consommation)							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P
Canada	2.1	2.4	0.3	1.8	2.9	2.1	2.0
CORE IPC	2.1	1.7	1.8	1.7	1.7	1.5	1.8
États-Unis	2.9	3.8	-0.4	1.6	3.2	2.2	2.1
CORE ind. impl. cons	2.2	2.3	1.6	1.4	1.5	1.5	1.7
Japon	0.1	1.4	-1.3	-0.7	-0.3	0.1	0.4
Zone euro	2.1	3.3	0.3	1.6	2.7	1.9	1.6
Chine	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.4	3.0
Inde	6.4	8.3	10.9	12.1	8.5	5.3	5.0

P = Prévisions de Maurice N. Marchon.

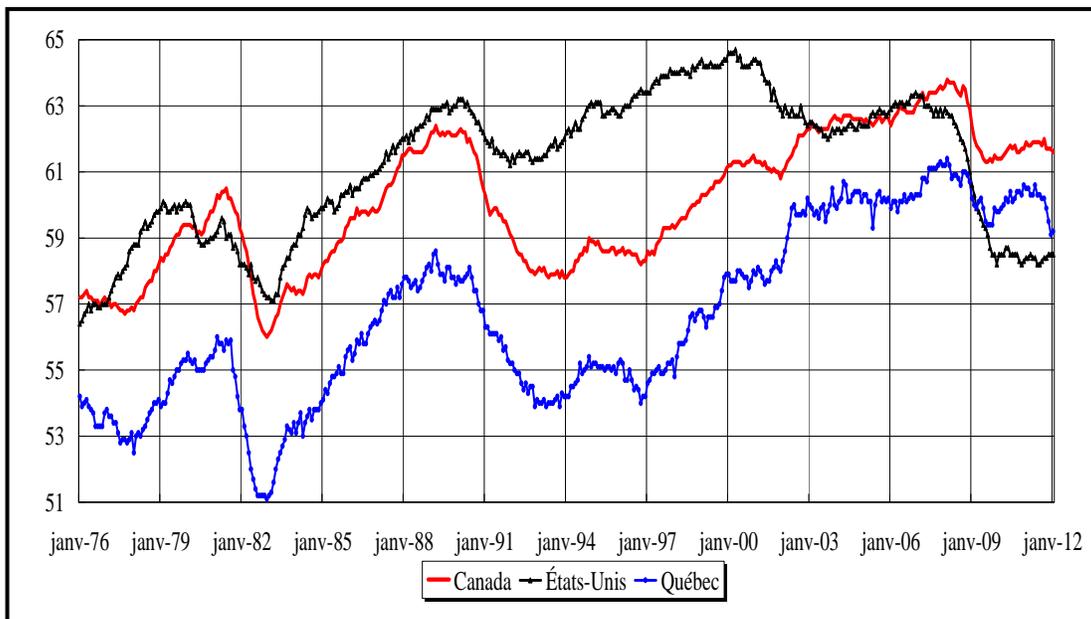
Sources = Statistique Canada, US Department of Commerce, FMI et IHS Global Insight.

ÉCONOMIE CANADIENNE

L'économie canadienne en mode de ralentissement

L'économie canadienne se porte relativement bien, mais les contraintes de capacité se feront sentir beaucoup plus rapidement parce le taux de chômage est beaucoup plus près du taux de chômage de plein-emploi qu'aux États-Unis. Par ailleurs, les gains de productivité ne sont toujours pas au rendez-vous. De 2002 à 2011, le taux de croissance annuel moyen du PIB réel canadien a été de 1,9 % comparativement à 1,6 % aux États-Unis. Malgré l'absence de gains de productivité, cela fut possible en raison d'un bond remarquable du taux d'utilisation de la main-d'œuvre canadienne. En janvier 2012, le taux d'emploi au Canada était de 3,1 % plus élevé qu'aux États-Unis (Graphique 14). Pour la première fois, même le taux d'emploi du Québec était de 0,7 % plus élevé qu'aux États-Unis. La meilleure utilisation de la force de travail au Canada, conjuguée à des gains de productivité beaucoup plus faibles qu'aux États-Unis, font qu'au cours des prochaines années, le taux de croissance du PIB réel du Canada devrait être inférieur à celui des États-Unis.

Graphique 14
Taux d'emploi au Canada, aux États-Unis et au Québec



Au cours des quatre dernières années, le taux de croissance annuel moyen du PIB réel canadien a été légèrement supérieur à celui des États-Unis (0,8 % comparativement à 0,2 %) grâce à la création d'emplois, et ce, même si le taux de croissance annuel moyen des gains de productivité du secteur des entreprises n'a

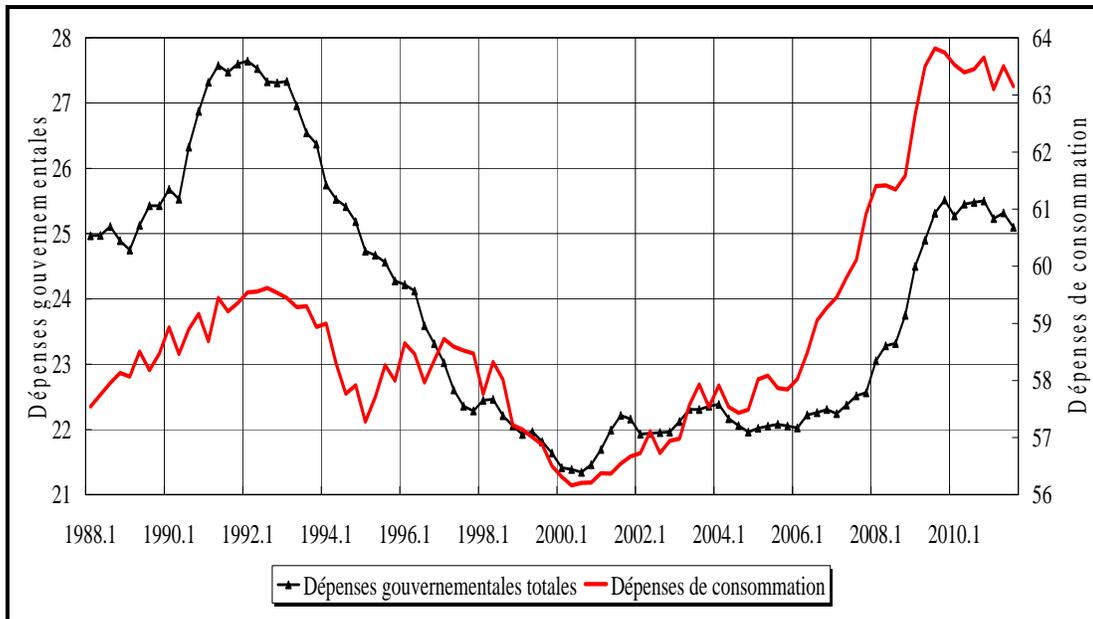
été que de 0,1 %, comparativement à 1,9 % aux États-Unis. Étant donné que le taux d'emploi ne pourra guère augmenter davantage à cause du vieillissement de la population, il faut bien comprendre que le taux de croissance du PIB potentiel du Canada ne pourra faire mieux que 1,9 %, en supposant que l'investissement des entreprises permettra une meilleure performance du Canada au chapitre des gains de productivité.

Restructuration de la demande finale

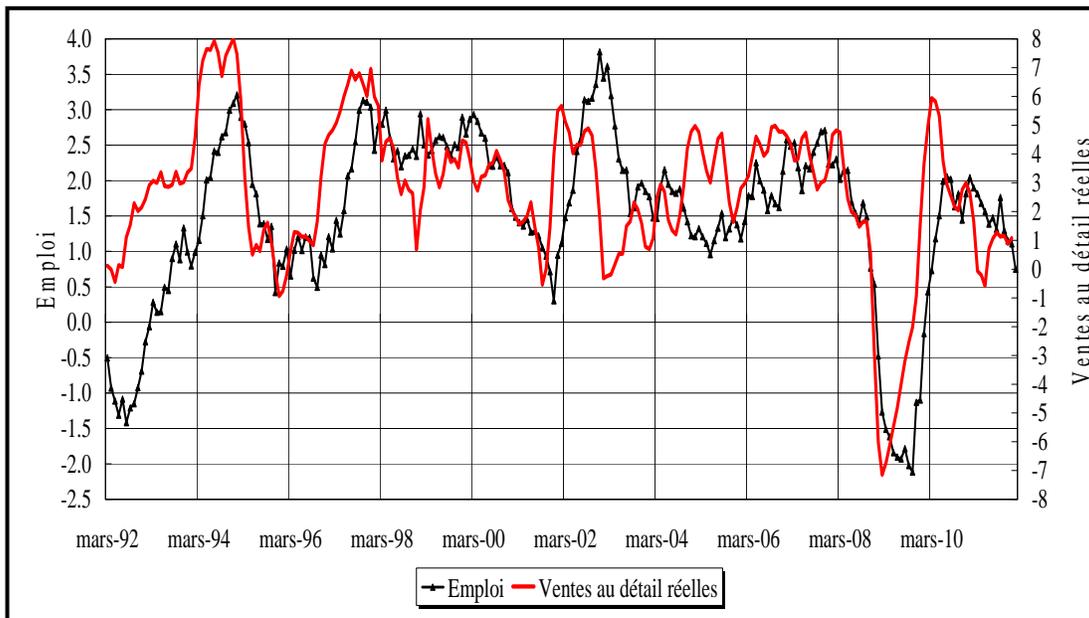
Au cours des dernières années, les consommateurs ont été les moteurs de la croissance économique du Canada. Les dépenses de consommation réelles en pourcentage du PIB réel sont passées de 56,2 % en 2000 à un sommet de 63,7 %, au 4^e trimestre de 2010 pour redescendre à 63,2 % au 3^e trimestre de 2011. Autrement dit, le taux de croissance annuel moyen des dépenses de consommation réelles, du 3^e trimestre de 2007 au 3^e trimestre de 2011, a été de 2,1 % comparativement à 0,8 % pour le PIB réel. Les consommateurs ont bénéficié de l'appréciation du taux de change du dollar canadien, de la création d'emplois, des taux d'intérêt bas et de la hausse du prix des maisons. Maintenant que tous ces facteurs ont fait leur plein de bonnes nouvelles, les consommateurs subiront les conséquences du ralentissement de la création d'emplois et de l'augmentation du fardeau fiscal résultant de l'assainissement des finances publiques. Il faut malheureusement payer pour les programmes de dépenses gouvernementales mis en place pour amortir le choc de la récession. Le graphique 16 fait bien ressortir l'augmentation de la part des dépenses gouvernementales au cours de la récession 2008-2009.

Nous prévoyons que les consommateurs canadiens ne seront pas encore un frein à la croissance économique en 2012-2013 en raison du maintien de la cible du taux d'intérêt des fonds fédéraux entre 0 et 0,25 % jusqu'à la fin de 2014 et la faiblesse de la demande d'exportation des États-Unis limiteront le besoin d'augmenter le taux directeur de la Banque du Canada. Même si la création d'emplois devient moins rapide, la stabilité des taux d'intérêt pour les deux prochaines années soutiendra le prix des maisons et la construction résidentielle ainsi que les dépenses en biens durables. Il faut toutefois reconnaître que les taux annuels d'expansion des ventes au détail réelles et de l'emploi décélèrent (graphique 16) sans que les autres composantes de la demande finale soient vraiment en mesure de les contrecarrer.

Graphique 15
Dépenses de consommation réelles et dépenses gouvernementales
totales réelles en pourcentage du PIB réel

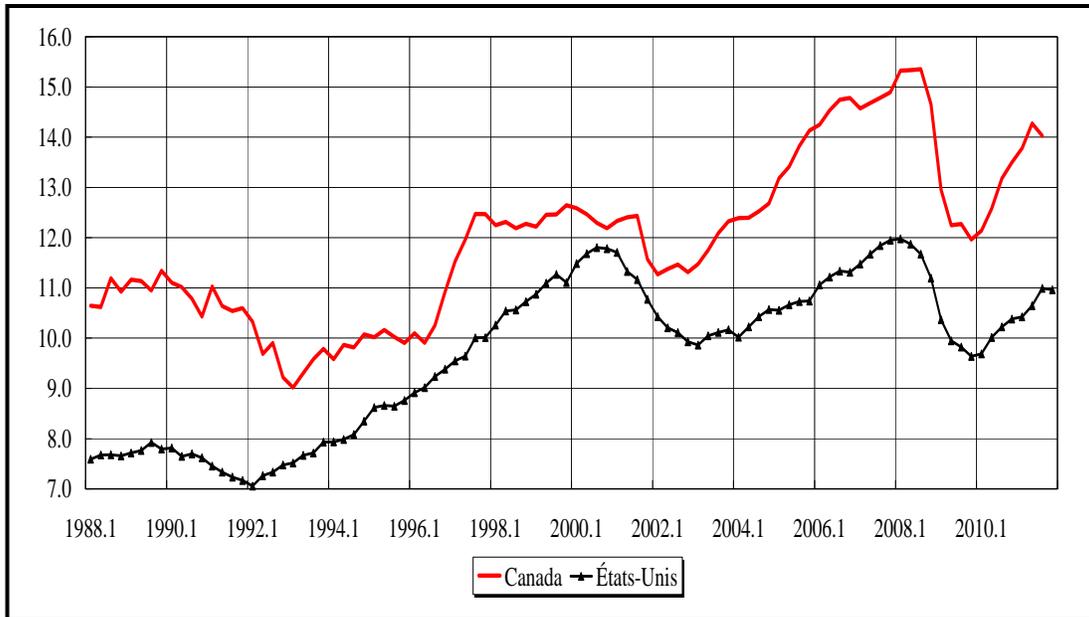


Graphique 16
Ventes au détail réelles et emploi – Canada
(en taux annuel de variation)



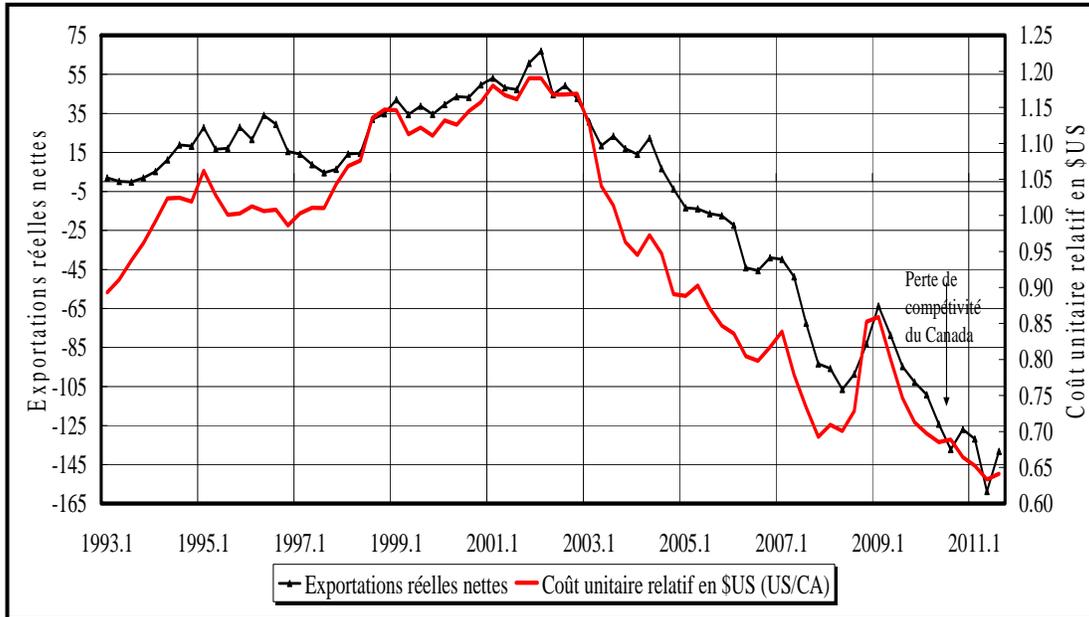
Il n'y a, pratiquement, que l'investissement réel des entreprises qui continuera sa contribution positive à la croissance du PIB réel. Au Canada, comme aux États-Unis, l'investissement des entreprises devrait être un moteur de l'expansion. Au 3^e trimestre de 2011, le pourcentage de l'investissement des entreprises s'élevait à 14 %, comparativement à 15,4 %, au sommet du dernier cycle économique (graphique 17). Les entreprises ont les moyens de leurs ambitions, parce que les bénéfices des sociétés avant impôts s'élevaient à 12 % du PIB, comparativement à 9 % au creux de la récession de 2008-2009.

Graphique 17
Investissement réel des entreprises en pourcentage du PIB
réel au Canada et aux États-Unis



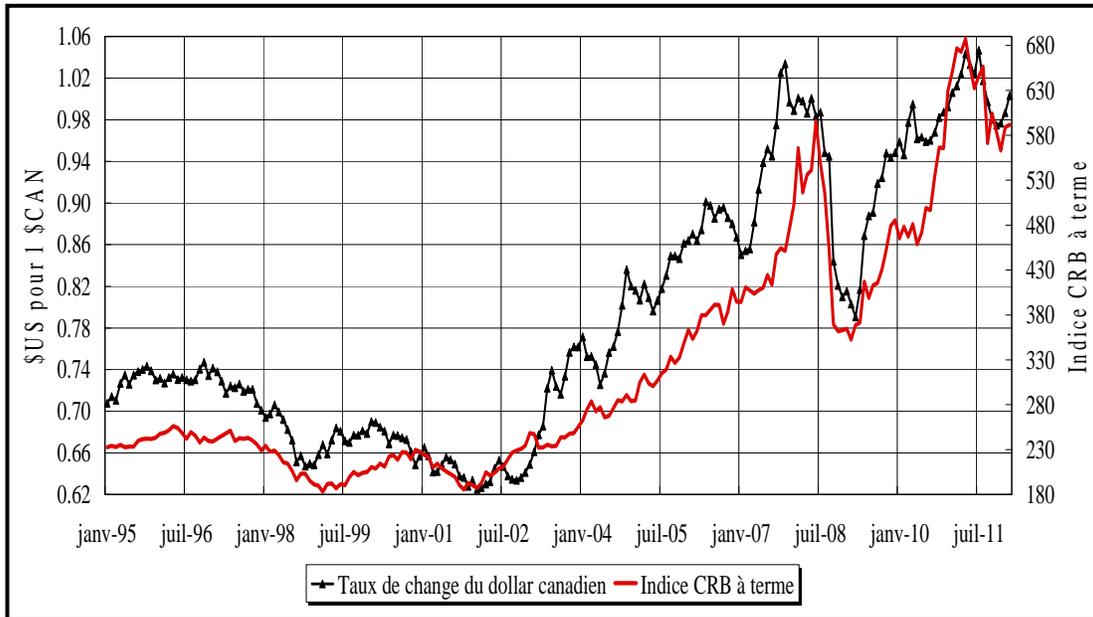
La plus grande inconnue pour l'économie canadienne provient des exportations réelles nettes, qui ont été un frein à la croissance du PIB à toutes les années depuis 2001, à l'exception de 2009 lorsque la récession a fait chuter bien davantage nos importations que nos exportations de biens et de services. Cette détérioration systématique de nos exportations réelles nettes provient essentiellement de l'appréciation rapide du taux de change du dollar canadien. Une appréciation rapide du dollar canadien diminue notre compétitivité. L'impact a été d'autant plus grand que les gains de productivité de nos entreprises sont également inférieurs à ceux des entreprises américaines. Le graphique 18 illustre clairement la relation entre la détérioration de notre compétitivité, mesurée par le rapport des coûts unitaires de main-d'œuvre, exprimés en dollars américains. Notre perte de compétitivité pénalise nos exportations en même temps que le prix relatif des biens et services importés diminue. Du 1^{er} trimestre de 2009 au 3^e trimestre de 2011, les exportations réelles nettes ont retranché 74,5 milliards de dollars à la croissance du PIB réel canadien. Cela reflète essentiellement l'impact de l'appréciation de 21 % du taux de change du dollar canadien au cours de la période.

Graphique 18
Exportations réelles nettes et coût unitaire de main-d'œuvre relatif
en \$ US du secteur des entreprises – États-Unis/Canada
 (Indices normalisés à 1,0 au 1^{er} trimestre de 1987)



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 95 % (graphique 19). Par ailleurs, au cours de la même période, le taux annuel de variation de l'indice CRB des matières premières industrielles était corrélé à 80 % avec celui de la production industrielle chinoise. Le ralentissement du taux de croissance de cette dernière à 12,8 % en décembre 2011, après avoir atteint un sommet de 19,2 % en novembre 2009, fait toujours 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 ont commencé à prendre de nouvelles mesures pour éviter un ralentissement trop prononcé 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. En l'absence d'un ralentissement trop prononcé de la croissance économique mondiale, le taux de change du dollar canadien devrait se maintenir autour de la parité par rapport au dollar américain en 2012-2013.

Graphique 19
Taux de change du dollar canadien et prix des matières premières
mesuré à l'aide de l'indice CRB à terme



MARCHÉS FINANCIERS

Éléments à prendre en considération

Au cours des dernières années, la volatilité des marchés financiers s'est fortement accentuée, mais il n'en demeure pas moins qu'en dernier ressort, la performance des marchés financiers est fortement corrélée avec l'activité économique. À titre d'exemple, le taux annuel de variation de l'indice S&P 500 est un indicateur avancé de trois mois de celui de la production industrielle des États-Unis. La corrélation s'élevait à 80 % de janvier 1997 à janvier 2012. Une étude récente de Goldman Sachs¹⁾ confirme cette observation, non seulement pour les pays industrialisés, mais également pour les pays émergents. Le tableau 5, tiré de l'étude de Goldman Sachs, indique également que les corrélations ont augmenté au cours des périodes plus récentes.

Tableau 5

Table 1 – Strong, Positive Correlations Between GDP Growth and Lagged Equity Returns Suggest a Forward-Looking Relationship					
	Advanced World	G7	Emerging Market	BRICs*	Growth Market
1975-2010	0.68	0.71			
1985-2010	0.72	0.75	0.35		
1990-2010	0.78	0.79	0.37	0.46	0.47
1995-2010	0.79	0.80	0.76	0.50	0.53
2000-2010	0.78	0.78	0.73	0.56	0.60

* Excludes Russia from 1990 to present period.

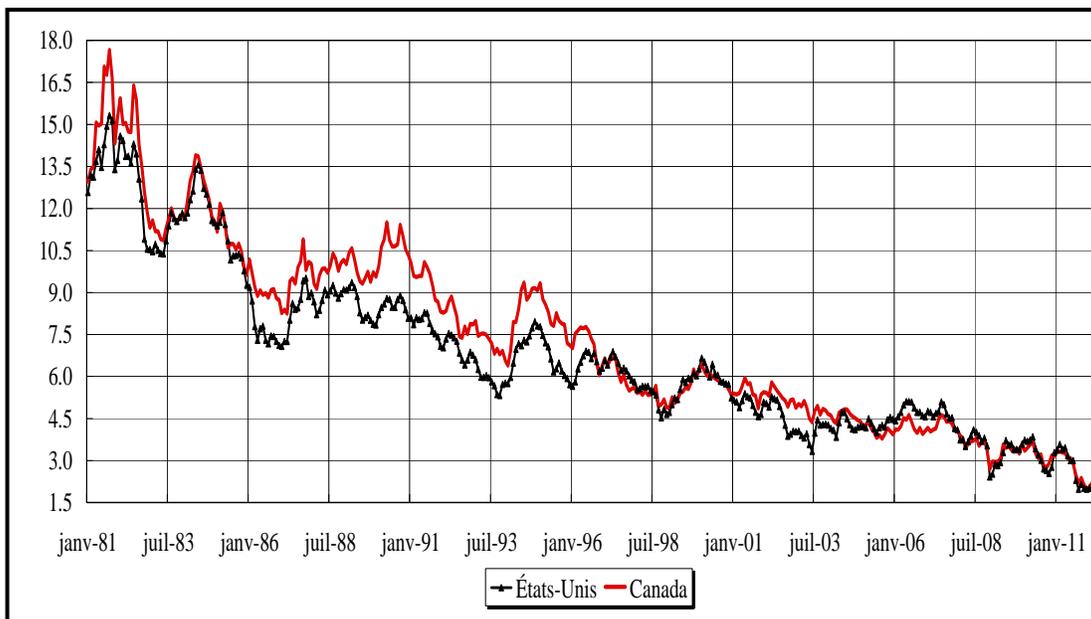
Source: Goldman Sachs, Asset Management, Monthly Insight, May 2011.

La lenteur de la reprise économique aux États-Unis, la crise financière de la zone euro ainsi que les mesures d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine ont causé un prolongement inattendu de la baisse des taux d'intérêt à long terme américain. Cette baisse tendancielle s'est poursuivie quasiment sans relâche depuis 30 ans à partir des taux records atteints à l'été 1981 (Graphique 20). Cette dernière explique pourquoi pendant plusieurs périodes le

¹⁾ Monthly Insight, Goldman Sachs, Asset Management, May, 2011.

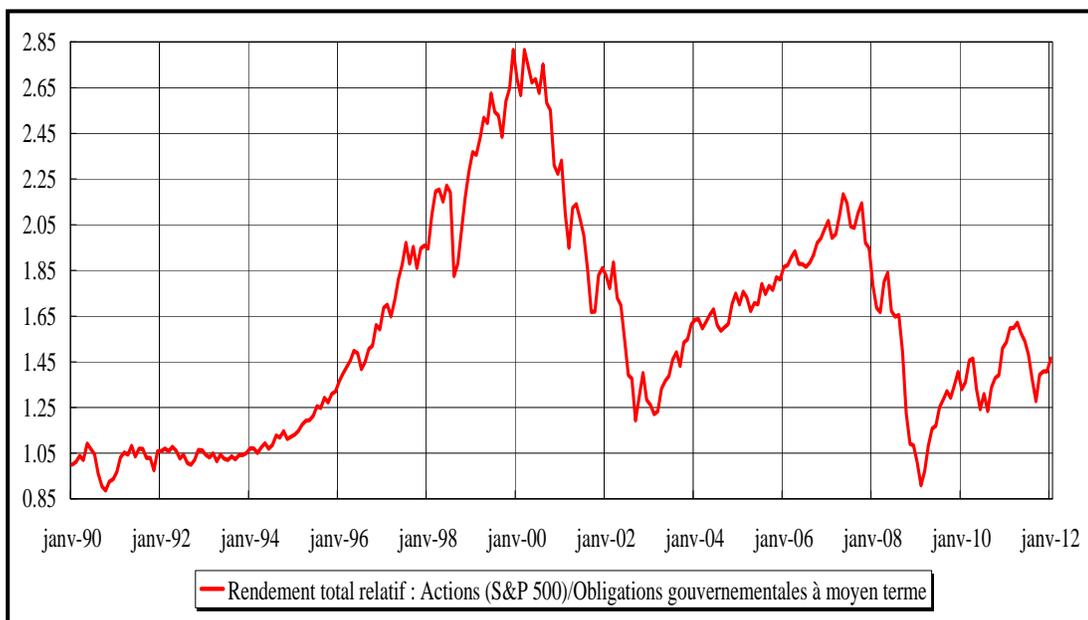
rendement annuel composé des obligations gouvernementales a été supérieur à celui des actions de grande capitalisation. Le graphique 21, qui présente l'indice de rendement total relatif des actions américaines par rapport aux obligations à moyen terme. Il fait bien ressortir les rendements phénoménaux des actions américaines au cours des années 90 relativement aux titres à revenus fixes. Cette période a été suivie de l'implosion de la bulle spéculative et d'une longue période où les obligations à long terme ont généré des rendements totaux bien supérieurs à ceux des actions. On est cependant de plus en plus convaincu que le rendement annuel des actions sera bien supérieur à celui des obligations au cours de la prochaine décennie. Même si on n'est pas à la veille d'une hausse significative des taux d'intérêt à long terme au cours des deux ou trois prochaines années, il ne fait aucun doute que, si la Réserve fédérale américaine réussit à ramener le taux de chômage des États-Unis sous la barre des 7 % d'ici à 2014, les taux d'intérêt des obligations à 10 ans d'échéance ne resteront pas à 2 %.

Graphique 20
Taux d'intérêt à long terme hebdomadaire (Obligations du gouvernement fédéral à 10 ans d'échéance – Canada et États-Unis)



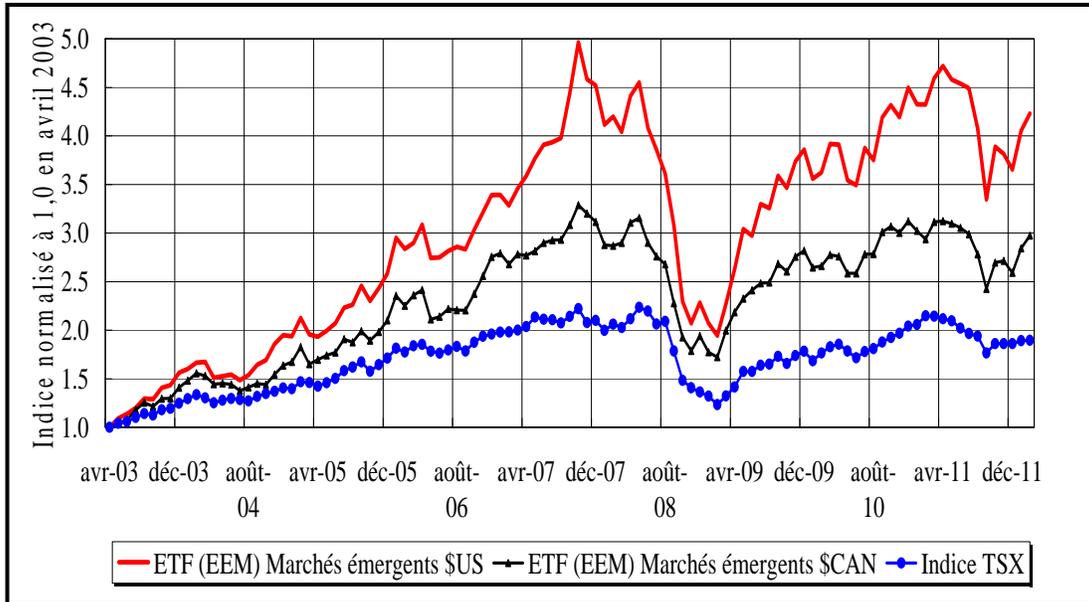
Notons finalement que les responsables des fonds de pension et les épargnants ont été tellement traumatisés par la sous-performance des actions par rapport aux obligations depuis une vingtaine d'années qu'ils ont totalement perdu confiance dans les actions. N'oublions toutefois pas que, de 1926 à 2011 (86 ans), la prime de risque réelle des actions américaines par rapport aux obligations gouvernementales à moyen terme a été de 4,3 % et de 3,4 % pour l'équivalent au Canada.

Graphique 21
Indice de rendement total relatif des actions (S&P 500) par rapport aux obligations (Indice d'obligations gouvernementales à moyen terme)



La relation entre la performance boursière et la croissance économique (tableau 5), nous indique que la performance boursière des pays émergents devrait être supérieure à celle des pays industrialisés puisque ces derniers sont entrés dans une période de croissance économique moyenne de 2 % comparativement à une moyenne de plus ou moins 6 % pour les pays émergents. Les investisseurs auraient tort de ne pas investir dans les pays émergents qui demeureront les moteurs de la 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. Selon les prévisions du FMI (Fonds monétaire international), plus des deux tiers de la croissance économique mondiale des six prochaines années proviendront des pays émergents et en développement (tableau 2). La croissance beaucoup plus rapide des pays émergents se traduira par des rendements boursiers plus élevés même si la volatilité et souvent leur manque de transparence peuvent constituer un handicap pour les investisseurs en quête de stabilité. Le graphique 22 illustre bien le fait qu'au cours des dernières années, le rendement supérieur des actions des pays émergents a bien compensé la plus grande volatilité des rendements pour les investisseurs.

Graphique 22
ETF des pays émergents (EEM) en \$ US et en \$ CAN
comparé à l'indice S&P/TSX
 (Indices normalisés à 1,00 en janvier 2003)



Par ailleurs, à moyen terme, le rendement de EEM²⁾ ou de VWO³⁾ des pays émergents, converti en dollars canadiens, est beaucoup moins volatil que le rendement coté en dollars américains. De plus, le rendement en dollars canadiens offre un rendement supérieur à celui de l'indice S&P/TSX. Le fait de ne pas se couvrir pour le risque de change amortit le rendement d'un investisseur canadien lorsque le taux de change du dollar canadien s'apprécie et diminue la baisse de son rendement lorsque les rendements sont négatifs. Le fait de ne pas se couvrir diminue donc la volatilité des rendements en dollars canadiens comme le démontre le graphique 22. Lorsque l'économie mondiale s'accélère, le taux de change du dollar canadien s'apprécie, ce qui affaiblit le rendement en dollars canadiens lorsque cela va bien. Par contre, lorsque l'économie mondiale se décélère ou tombe en récession, le taux de change du dollar canadien se déprécie, ce qui amortit la chute du rendement exprimé en dollars canadiens. Cela diminue donc la volatilité du rendement pour l'investisseur canadien qui ne se couvre pas des fluctuations du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain.

²⁾ EEM est un ETF (Exchange Traded Fund) qui vise à reproduire le prix et le rendement d'un portefeuille diversifié d'actions de pays émergents. Voir le site : http://us.ishares.com/product_info/fund/overview/EEM.htm

³⁾ VWO est aussi un ETF qui vise le même objectif, mais à l'avantage d'avoir des frais plus faibles (0,22 %) comparativement à 0,67 % pour EEM. Voir site : <https://personal.vanguard.com/us/FundsSnapshot?FundId=0964&FundIntExt=INT>

Deux enseignements doivent être retenus pour les prochaines années. Premièrement, lorsqu'on avance dans le cycle d'expansion économique, comme c'est le cas actuellement, les actions procureront des rendements supérieurs aux obligations, et cela est d'autant plus probable puisque le cycle économique américain compte encore plusieurs années devant lui. Deuxièmement, il ne faut pas oublier que le taux d'intérêt nominal à 2 % des obligations du gouvernement fédéral des États-Unis à 10 ans d'échéance ne peut qu'augmenter à partir d'aujourd'hui. La Réserve fédérale veut éviter à tout prix le scénario déflationniste et maintenant, même le Japon a adopté une cible d'inflation de 1 %. Tout cela sans compter que la Banque centrale européenne s'est engagée dans un assouplissement quantitatif déguisé, avec son programme d'offre de prêts illimités pour trois ans aux banques européennes (*LTRO*).