

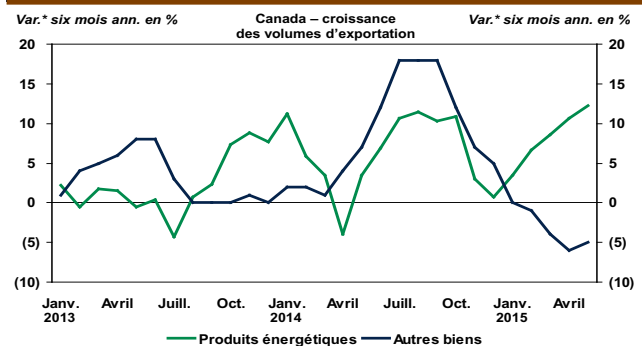
Une récession au Canada? Quelles sont les implications pour les marchés?

S'il a longtemps été admis que le choc pétrolier mettrait l'économie canadienne à rude épreuve en 2015, le constat s'avère beaucoup plus accablant que prévu. Si bien qu'en juillet, la Banque du Canada (BdC) s'est vue dans l'obligation d'abandonner son discours optimiste maintenu au printemps, pour reconnaître que l'économie subissait un ajustement « notable et complexe ». Même si elle se refuse de qualifier l'événement de récession, la BdC a humblement indiqué s'attendre à ce que les prochains résultats des comptes économiques révèlent une deuxième contraction consécutive du PIB réel. Ce *Point de vue économique* situe cette fin de cycle avec les précédents et dégage certaines des implications pour les marchés financiers.

Avec des secteurs énergétiques occupant près du quart de leur économie respective, l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador étaient en proie à connaître une récession dès lors que les prix du pétrole avaient connu une descente vertigineuse en seconde moitié de 2014. Ce scénario faisait partie de nos hypothèses dès l'amorce de 2015, mais il était aussi entendu que la dépréciation du huard devait occasionner un essor de taille des exportations, notamment pour les produits hors énergie comme les biens fabriqués, les métaux ou encore les services. À ce chapitre, le bilan de première moitié d'année se sera avéré lourdement décevant. La croissance des volumes d'exportation de biens non énergétiques a non seulement ralenti, mais elle est passée en contraction. Ironiquement, la croissance des volumes d'exportation de produits énergétiques s'est accélérée (graphique 1), même s'il demeure que les profits des pétrolières paient un lourd tribut au choc de prix.

L'incapacité des autres secteurs de l'économie à adéquatement prendre le relais de l'industrie pétrolière s'est reflétée en une succession de déceptions au chapitre des données de croissance. La contraction de 0,6 % du PIB enregistrée au premier trimestre s'est mesurée à une estimation consensuelle des prévisionnistes de l'ordre de +0,3 %. L'écart négatif de 0,9 point de pourcentage par rapport à la prévision de consensus était le plus important en une décennie. Étant donné l'interférence des conditions météorologiques et des conflits de travail portuaires sur la croissance américaine, il était toutefois difficile d'écarter l'hypothèse voulant que ces effets hors du commun aient également eu une incidence

Graphique 1 – L'évolution des catégories d'exportation est allée à l'encontre des attentes

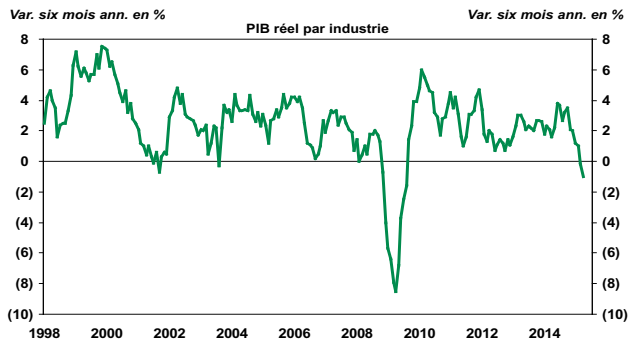


* Moyenne mobile trois mois.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

sur l'activité canadienne. Or, les statistiques mensuelles de croissance du PIB n'ont que prolongé la séquence de déceptions. En fait, sur les six mois compris inclusivement entre novembre 2014 et avril 2015, cinq ont révélé une contraction du PIB dont quatre consécutifs. La croissance annualisée sur six mois du PIB réel est d'ailleurs passée en territoire négatif en mars 2015, phénomène qui ne s'observe à peu près pas hormis un contexte de récession (graphique 2 à la page 2).

Comble de malheur, on apprenait le 7 juillet que les exportations nominales avaient enregistré une cinquième chute d'affilée, encore là, une séquence inédite historiquement, sinon qu'en situation de récession. Comme nous nous y attendions, la BdC a été contrainte de réagir à cette pluie

Graphique 2 – Une telle baisse du PIB réel ne survient pas souvent



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

de mauvaises nouvelles. Le 15 juillet, elle décrétait une deuxième réduction des taux directeurs cette année, établissant le taux des fonds à un jour à 0,50 %.

RÉCESSION OU NON?

Le mot « récession » éveille l’imaginaire en ce qu’il évoque des épisodes particulièrement douloureux, comme l’effondrement économique et financier mondial de 2008 et 2009, la pénible expérience du début des années 1990, ou encore les chocs pétroliers des années 1970. Cependant, dans ce cas-ci, deux observations méritent d’être soulignées.

Premièrement, même si une récession technique consiste en deux trimestres consécutifs de croissance négative, il reste que tant au Canada qu’aux États-Unis, des entités déterminent les dates afférentes aux cycles économiques. Au Canada, Statistique Canada a historiquement joué ce rôle¹, tandis qu’aux États-Unis, le National Bureau of Economic Research (NBER) constitue une référence en la matière. Ces organismes basent leur jugement non pas uniquement sur l’incidence d’une séquence de contraction du PIB, mais aussi sur l’ampleur de la phase de contraction (du sommet au creux), en plus de corroborer les conclusions tirées par l’analyse du PIB en étudiant le comportement d’un éventail d’autres indicateurs. Par exemple, le NBER considère aussi le revenu intérieur brut, l’emploi, les heures travaillées et le revenu personnel, pour n’en citer que quelques-uns. Cette nuance étant apportée, on doit néanmoins reconnaître que la règle informelle des deux trimestres consécutifs s’est avérée drôlement précise historiquement. Autant au Canada qu’aux États-Unis, depuis 1981, aucune récession officielle ne s’est déroulée sans qu’il y ait deux trimestres consécutifs de contraction. Les travaux de recherche plus approfondis

¹ Le département de l’Analyse de conjoncture de Statistique Canada, qui effectuait la recherche sur les cycles, a cessé ses activités en 2012. La même année, le C.D. Howe Institute a créé un Conseil des cycles économiques qui reprend ce champ d’expertise.

servent tout de même à dater avec une certaine précision les cycles en plus d’identifier les dynamiques propres à chaque épisode à l’aide d’un ensemble d’indicateurs.

Dans un deuxième temps, s’il s’avère que le Canada traverse bel et bien une récession, elle aurait un caractère particulier. Tous les épisodes du genre que le Canada a connu depuis 1960 ont été associés à une récession américaine (graphique 3). Or, loin d’être en récession, on s’attend à ce que l’économie américaine enregistre une croissance comparable à celle de 2014, qui a été l’une des meilleures années de croissance depuis la crise. La désynchronisation des cycles économiques est donc en majeure partie le fruit du choc au sein du secteur pétrolier, dont la taille relative est beaucoup plus importante au Canada qu’aux États-Unis. Selon toute vraisemblance, la bonne tenue d’autres secteurs de l’économie canadienne, comme les industries de services, devrait permettre au Canada de s’en sortir sans trop d’ecchymoses.

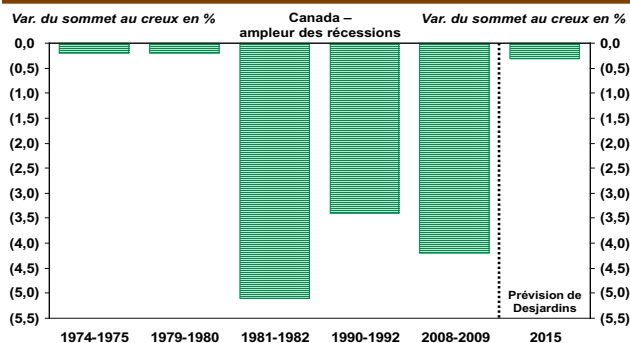
Graphique 3 – Récessions aux États-Unis et au Canada depuis 1960

Date	Récessions	
	États-Unis	Canada
T4 1969–T4 1970	✓	
T4 1973–T1 1975	✓	✓
T1 1980–T3 1980	✓	✓
T3 1981–T4 1982	✓	✓
T3 1990–T1 1991	✓	✓
T1 2001–T4 2001	✓	
T4 2007–T3 2009	✓	✓

* Date officielle de la récession américaine.
Sources : C.D. Howe Institute, National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

Les résultats de croissance du PIB pour le deuxième trimestre seront publiés le 1^{er} septembre. Selon notre scénario actuel, le PIB devrait afficher un fléchissement de 0,5 %, avant de rebondir de 1,8 % au troisième et 2,4 % au quatrième trimestre. En 2016, la croissance attendue est de 2,1 %, soit quelque peu au-dessus de la croissance potentielle de l’économie canadienne. Si ce scénario se confirme, la récession en 2015 aura été l’une des moins douloureuses que le Canada ait enregistrées au cours des 45 dernières années (graphique 4 à la page 3). Ceci s’arrime à l’hypothèse d’une récession relativement peu diffuse. Selon les données mensuelles, le PIB s’affichait en diminution par rapport à son niveau d’il y a six mois dans 8 des 20 sous-secteurs d’activité, soit 40 % des sous-secteurs. Au plus fort de la crise de 2008-2009, 70 % des sous-secteurs s’affichaient en contraction sur un intervalle de six mois. Cette proportion était montée à 59 % durant la récession du début des années 1990 et à 71 % durant celle du début des années 1980. Même s’il

Graphique 4 – Vers une récession de très faible ampleur



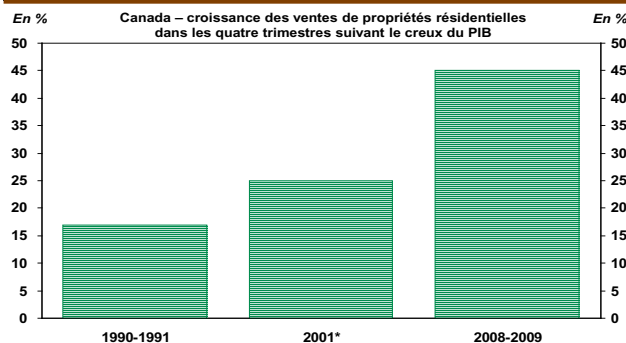
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

n'est pas impossible qu'un nombre plus élevé de sous-secteurs affichent des contractions dans les mois à venir, les circonstances actuelles, notamment les perspectives pour l'économie américaine, de même que le poids plus important du secteur beaucoup moins cyclique des services, font en sorte qu'il est difficile d'envisager une propagation d'ampleur similaire à celles connues dans le passé.

UNE REPRISE QUI POURRAIT MANQUER DE TONUS

Certaines particularités du contexte actuel incitent toutefois à penser que la reprise pourrait être un peu plus lente que dans les épisodes précédents. En outre, certains des leviers sur lesquels le Canada pouvait compter risquent d'être beaucoup moins efficaces aujourd'hui. La BdC a certes diminué ses taux directeurs de 50 points de base cette année, mais ceux-ci avaient été maintenus à des niveaux très faibles depuis la crise de 2008-2009. On se souviendra que durant la crise, la BdC a abaissé le taux sur les fonds à un jour de 425 points de base. En 2001, le Canada a esquivé la récession de justesse, mais les craintes du moment avaient amené la BdC à réduire le taux de 375 points de base. La transmission des baisses de taux à l'économie s'opérant de manière prédominante par le canal du crédit, particulièrement le crédit hypothécaire, de forts rebonds dans les ventes de maisons ont été observés lors des phases de reprise de ces cycles (graphique 5). Dans le cas actuel, on peut douter de la capacité de baisses de taux d'ampleur limitée à engendrer une réaction plus que marginale de l'activité immobilière. Les taux hypothécaires étaient déjà très faibles et l'appréciation des propriétés résidentielles des dernières années a fait en sorte que le marché immobilier est dorénavant très dispendieux en regard du revenu disponible (graphique 6). Ceci sans compter que la désirabilité d'un prolongement du cycle d'endettement des ménages canadiens est fort discutable, surtout après une expansion qui s'est lourdement appuyée sur le crédit.

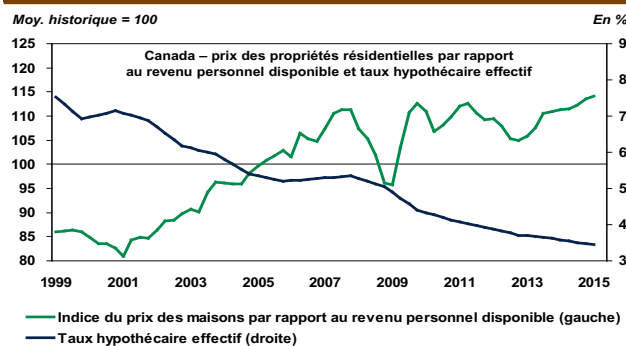
Graphique 5 – La relance de l'économie a eu tendance à passer par des reprises immobilières robustes



* Creux de la récession américaine.

Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

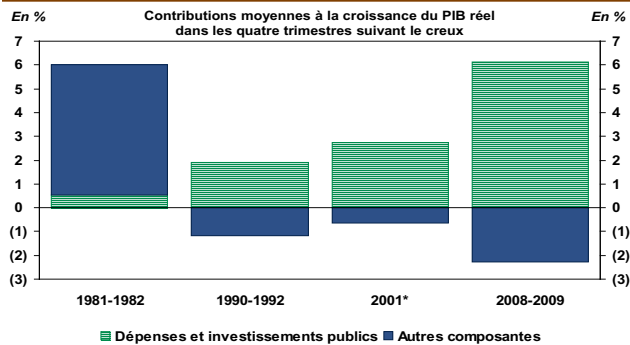
Graphique 6 – Les taux sont faibles depuis longtemps et l'accès à la propriété est devenu dispendieux



Sources : Association canadienne de l'immobilier, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

La contribution des dépenses gouvernementales constitue une autre source d'incertitude. Si la politique monétaire semble être à bout de souffle, le Canada dispose en revanche de considérablement de flexibilité du point de vue de la politique fiscale. Le gouvernement fédéral avait annoncé un retour à l'équilibre budgétaire cette année. Certaines provinces comme la Colombie-Britannique et la Saskatchewan avaient annoncé de légers surplus, tandis que le Québec prévoyait résorber son déficit. La croissance décevante pourrait compromettre certaines de ces ambitions, mais il reste qu'un effort d'assainissement considérable a été réalisé ces dernières années, faisant en sorte que le Canada dispose d'une marge de manœuvre enviable pour insuffler un nouvel élan à l'économie canadienne, comme cela a été fait avec succès dans les contextes de ralentissements les plus récents (graphique 7 à la page 4). Toutefois, on peut difficilement s'attendre à ce que des décisions allant dans ce sens se précipitent à l'heure actuelle, surtout dans un contexte d'élections fédérales l'automne prochain. Le caractère plus localisé de l'affaiblissement économique est aussi de nature à limiter le sentiment d'urgence des dirigeants.

Graphique 7 – Les mesures de relance des gouvernements ont joué un rôle progressivement plus important en phases de reprise



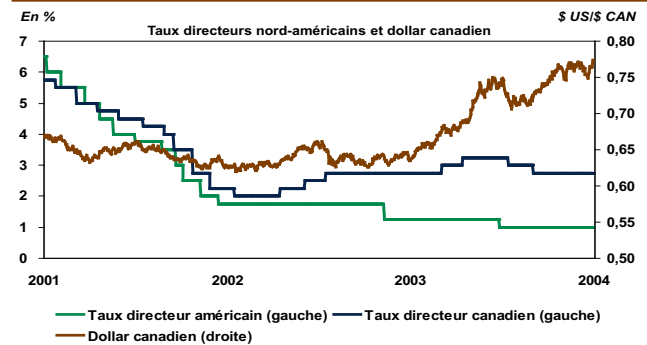
* Creux de la récession américaine.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

LES IMPLICATIONS DE MARCHÉ

La nature prospective des marchés financiers fait en sorte que le scénario de récession canadienne est déjà fortement escompté. Ainsi, comme c'est le cas habituellement, le dollar canadien s'est considérablement déprécié par rapport au dollar américain, reflet de la chute des prix du pétrole qui s'est opérée en seconde moitié de 2014. Bien que les prix du pétrole aient tendance à baisser fortement en situation de récession mondiale, la particularité du contexte actuel réside dans le fait que la chute du pétrole constitue un choc d'offre, qui en retour représente l'élément déclencheur des difficultés économiques au Canada. Comme mentionné précédemment, d'un point de vue historique, les récessions canadiennes sont surtout issues de récessions américaines ou de crises mondiales, et rarement d'un choc isolé à un secteur. Cette propriété du cycle actuel s'accompagne forcément d'une désynchronisation des politiques monétaires, un phénomène rare.

Selon notre scénario, la Réserve fédérale (Fed) aura décrété deux hausses de taux d'ici la fin de l'année, tandis que la BdC aura au contraire diminué les taux à deux reprises en 2015. Il faut remonter à 2002 et 2003 pour retracer pareille divergence. C'était alors le cas inverse : entre avril 2002 et avril 2003, la BdC avait haussé ses taux directeurs à cinq reprises pour un total de 125 points de base de resserrement, tandis que la Fed avait continué d'abaisser les siens, les faisant passer de 1,75 % au début de 2002 à 1,00 % à la mi-2003. Le dollar canadien s'était apprécié de 25 % sur l'horizon 2002 et 2003 (graphique 8). Depuis le début de 2015, le huard s'est déprécié de plus de 10 % malgré le fait que les prix du pétrole se sont la plupart du temps maintenus dans une fourchette allant de 40 \$ US à 60 \$ US. Les orientations contrastées des politiques monétaires expliquent donc en bonne partie le comportement du dollar canadien.

Graphique 8 – En 2002 et 2003, la divergence de politique monétaire avait contribué à l'appréciation du dollar canadien



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Cela se vérifie également dans les écarts de taux d'intérêt canadiens par rapport aux taux américains. L'écart des taux sur les bons du Trésor de trois mois, qui a tendance à influencer sur la devise canadienne, s'est comprimé à 38 points de base depuis la crise. On remarque des compressions d'écarts encore plus spectaculaires sur la courbe obligataire : le différentiel des taux de deux ans est à son plus bas niveau depuis 2007, tandis que sur l'horizon allant à cinq ans, l'écart a atteint son niveau le plus bas depuis 1997 (graphique 9). Constat similaire à l'horizon de dix ans, l'écart se situant actuellement aux environs de -80 points de base.

Graphique 9 – L'écart des taux de cinq ans à un creux datant des années 1990



* Canada moins États-Unis.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Il n'est pas impossible que les écarts se creusent davantage à court terme. Même si la plupart des prévisionnistes tablent comme nous sur des augmentations des taux à partir de septembre aux États-Unis, les marchés demeurent profondément sceptiques. D'après les contrats à terme rattachés aux fonds fédéraux, cette éventualité est escomptée avec une probabilité implicite de seulement 40 %. Si le début de normalisation des taux aux États-Unis s'avérait une « surprise » pour les marchés, une réaction en hausse de

Un programme d'assouplissement quantitatif au Canada?

La Banque du Canada (BdC) affirme avoir des outils supplémentaires à sa disposition dans un scénario hypothétique où elle doit offrir du soutien à la croissance au-delà d'un abaissement des taux d'intérêt à leur niveau plancher. En théorie, elle pourrait adopter un programme d'assouplissement quantitatif (QE), comme l'ont fait plusieurs autres banques centrales. Toutefois, la BdC ne joue pas sur le même terrain que la Réserve fédérale (Fed), la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon. La taille du marché obligataire canadien est relativement petite. Le Canada a moins de 500 G\$ d'obligations fédérales en circulation et une offre nette très faible actuellement. Près de 30 % de sa dette est détenue par des étrangers, y compris les gestionnaires de réserves officielles de change. Ces derniers sont des investisseurs avec des horizons de long terme. Ils ont d'ailleurs augmenté leurs détentions d'obligations canadiennes à un rythme accéléré plus tôt cette année. Dans ces circonstances, des achats d'obligations liées à une politique d'expansion du bilan de la BdC pourraient avoir des incidences sur la liquidité du marché.

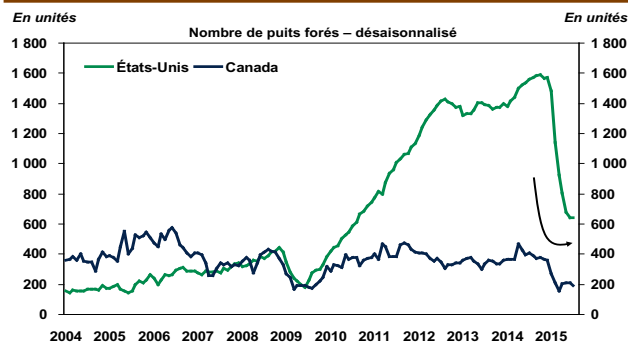
D'ailleurs, la BdC pourrait prendre note de l'expérience peu concluante de la Suède. La Banque de Suède a lancé un programme d'achat de titres au début de l'année, mais a dû le bonifier récemment, alors que la devise et les écarts des taux suédois par rapport aux taux allemands n'avaient que très peu réagi à la politique d'assouplissement. Les préoccupations des investisseurs quant aux conditions des marchés en Suède les ont amenés à exiger une prime de liquidité plus élevée, contrecarrant l'effet des achats de titres. Ceci pourrait représenter la malédiction d'une banque centrale d'un petit pays développé tentant des mesures moins bien adaptées aux spécificités d'un marché de plus petite taille. La BdC pourrait vouloir éviter ces complications en entrant dans le courant des taux négatifs, mais comme souligné dans un *Point de vue économique* publié en juillet², il y a peu de chances qu'elle ait cette volonté, hormis un scénario peu probable où la Fed allait également dans cette direction.

² Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Taux d'intérêt négatifs : le Canada restera-t-il épargné? », 9 juillet 2015, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150709-f.pdf?resVer=1436448617000.

forte ampleur des taux obligataires aux États-Unis pourrait favoriser un creusement supplémentaire des écarts de taux et, par ricochet, une poursuite de la dépréciation du dollar canadien. Dans ce contexte, il est de moins en moins difficile d'envisager un scénario où le dollar canadien touchait les 0,75 \$ US, et ce, même en l'absence d'un nouveau geste de détente de la BdC.

À vrai dire, une compression additionnelle des écarts risque beaucoup plus d'être le fruit d'événements aux États-Unis qu'au Canada. D'une part, si notre hypothèse de récession technique de faible ampleur se vérifie, la BdC se contentera de maintenir son taux sur les fonds à un jour à 0,50 % pour une période prolongée. Déjà, la stabilisation du nombre de foreuses en marche observée récemment pourrait être un premier signe que la contraction des investissements dans les sables bitumineux commence à diminuer en intensité (graphique 10). Si cette tendance se jumelle à un secteur extérieur reprenant le droit chemin dicté par la croissance économique américaine, la BdC comptera sur autant de bonnes raisons de camper sur sa position. D'autre part, sur le plan opérationnel, le manque de liquidités qui sévit déjà sur le marché des pensions pourrait être exacerbé par un

Graphique 10 – Le pire de la baisse d'activité dans le secteur pétrolier nord-américain pourrait être passé



Sources : Baker Hughes et Desjardins, Études économiques

taux des fonds un jour ramené à 0,25 %. De surcroît, ramener le taux à ce niveau commettrait vraisemblablement la BdC à dévoiler un plan de match pour l'utilisation d'outils non traditionnels. Il y a raison de croire qu'elle tentera dans la mesure du possible de résister à l'utilisation de méthodes dont la mise en œuvre et les résultats seraient incertains au Canada (voir l'encadré ci-haut).

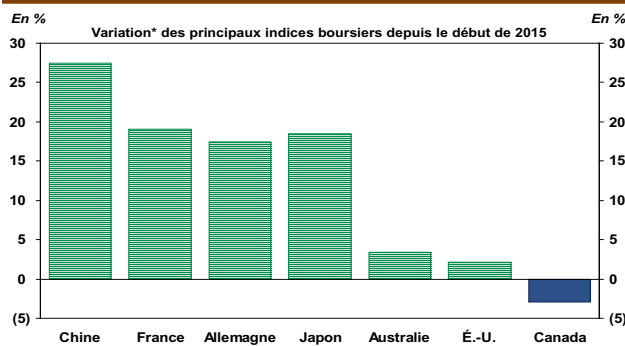
NOS ATTENTES

Notre scénario financier mise sur un niveau plancher autour du niveau actuel pour le taux obligataire de dix ans (1,50 %), suivi d’une remontée très graduelle tout au long de 2016. Du côté de la Bourse canadienne, même s’il faut reconnaître qu’une économie en récession est généralement annonciatrice de mauvaises nouvelles pour les résultats, beaucoup des difficultés dans l’énergie et les matériaux ont été escomptées. Le S&P/TSX est ainsi l’un des rares marchés affichant une diminution de son indice depuis le début de l’année (graphique 11). Même en Australie, où l’économie subit également des répercussions d’un choc des termes de l’échange, en plus d’une forte exposition du secteur extérieur à un marché chinois en ralentissement, la Bourse s’affiche en hausse depuis janvier. Les chasseurs d’aubaines pourraient se manifester à mesure que l’économie canadienne sort de sa fâcheuse position, mais force est de constater qu’une conjoncture encore peu favorable à un regain des prix des matières premières risque de représenter un handicap important pour le rattrapage du S&P/TSX.

CONCLUSION

Qu’elle soit officiellement ou officieusement en récession, l’économie canadienne traverse une période de grande difficulté, mais selon toute vraisemblance, elle parviendra à se tirer d’affaire relativement rapidement. La reprise pourrait toutefois s’avérer lente, surtout lorsqu’on considère que certains des leviers traditionnels, sur lesquels le Canada pouvait compter jadis en de pareilles circonstances, seront probablement moins efficaces. Les politiques monétaires aux États-Unis et au Canada continueront de diverger, mais la BdC devrait se montrer hésitante à s’aventurer en terrain inconnu, d’autant plus que le début de normalisation de la politique monétaire qui approche aux États-Unis pourrait suffire à abaisser davantage les écarts de taux d’intérêt. Selon cette perspective, la devise pourrait encore se déprécier, aidant davantage la cause des exportateurs canadiens. Toutefois, la Bourse pourrait continuer de décevoir au Canada, surtout si les cours mondiaux des matières premières maintenaient leur trajectoire baissière.

Graphique 11 – La Bourse canadienne est l’une des seules affichant un recul de son indice



* En date du 23 juillet 2015.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Jimmy Jean
Économiste principal