



22 août 2011

POINTS SAILLANTS

- La possibilité d'une récession à double creux aux États-Unis se fait plus menaçante depuis quelques semaines et aurait, selon nous, deux chances sur cinq de se concrétiser.
- Tout compte fait, la demande intérieure canadienne est davantage exposée à une récession américaine ou à un autre choc économique important qu'elle ne l'était durant la période qui a précédé le dernier ralentissement économique, en 2008-2009.
- Bien que le secteur des affaires semble mieux préparé à faire face à un ralentissement de l'économie américaine, les autorités canadiennes ont moins de marge de manœuvre sur les plans budgétaire et monétaire et les ménages voient leur dette s'alourdir.
- Il n'est pas assuré que le Canada affiche le rendement supérieur qu'il a connu par rapport à ses pays frères lors de la récente récession.

Derek Burleton
Vice-président et économiste en chef adjoint
416-982-2514
derek.burleton@td.com

L'ÉCONOMIE CANADIENNE : FORTERESSE OU CHÂTEAU DE CARTES?

On a beaucoup parlé ces dernières semaines de la possibilité de plus en plus grande d'une autre récession aux États-Unis, un risque que nous fixons à environ 40 %. Cette éventualité soulève des questions quant à la capacité du Canada de résister à un tel choc. Malgré la relative robustesse des données économiques fondamentales du Canada et la perspective d'une poursuite de la croissance, l'économie est plus exposée à une mauvaise surprise venue de l'extérieur qu'elle ne l'était avant la récente récession de 2008-2009. Bien que le secteur des affaires semble mieux préparé à faire face à un ralentissement de l'économie américaine, les autorités canadiennes ont moins de marge de manœuvre sur les plans budgétaire et monétaire et les ménages voient leur dette s'alourdir. Il n'est pas garanti que ce qui s'était passé lors du ralentissement économique de 2008-2009 – l'économie s'en était alors beaucoup moins ressentie au Canada que chez nos voisins du sud – se reproduise, si les États-Unis venaient à connaître une récession à double creux. À tout le moins, l'économie canadienne emboîterait probablement le pas aux États-Unis et entrerait en récession.

Les autorités ont moins de jeu pour réagir

Nous présentons, au tableau de la page suivante, les paramètres clés de la situation actuelle et ceux de la période ayant précédé la récente récession.

Un des plus grands facteurs de différenciation réside dans le fait que les autorités monétaires et budgétaires canadiennes ont moins de marge de manœuvre pour réagir. En 2007, les taux d'intérêt canadiens à court terme s'établissaient à 4,25 %, le gouvernement affichait des surplus budgétaires et la dette combinée des gouvernements fédéral et provinciaux atteignait 54 %. L'injection d'une quantité massive de stimulants financiers et monétaires qui s'en est suivie a contribué à éviter que ne s'aggrave con-

sidérablement une récession difficile induite par les exportations et provoquée par des circonstances extérieures. Au cours de la récession de 2008-2009, la baisse du PIB réel du Canada, passé d'un sommet à un creux, a été de l'ordre, assez important, de 4 %. Au pays, si on ne tient pas compte des lourdes pertes subies

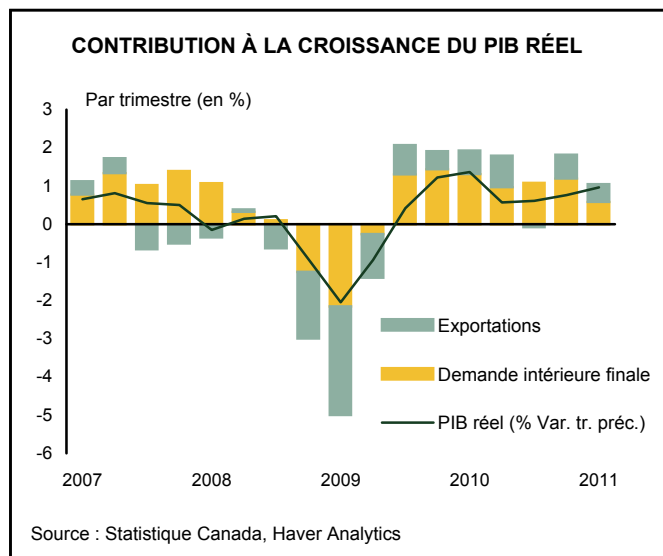


TABLEAU 1 - INDICATEURS DE L'ÉCONOMIE CANADIENNE - AVANT ET APRÈS LA CRISE DE 2008-2009

	Sommet de 2007	Valeur actuelle
Réaction politique		
Tx de financ. à un jour de la B. du C. (%)	4.25	1.00
Ratio déficit public/PIB (%)		
Combiné	1.4	-3.8
Fédéral	0.63	-2.2
Provincial	0.7	-1.6
Ratio dette nette/PIB (%)		
Combiné	54.1	61.5
Fédéral	29.9	34.1
Provincial	20.6	27.4
Secteur des ménages		
Taux de chômage (%)	6.0	7.5
Dette/revenu disponible (%)	133.0	147.0
Ratio du service de la dette (%)	8.3	7.6
Ratio prix de la maison/revenu	4.8	5.2
Secteur des entreprises		
Cours du pétrole (WTI, \$ US le baril)	90.9	87.0
Dollar canadien (par rapport au \$ US)	1.02	1.03
Marge bénéficiaire (%)	8.72	8.02
Ratio d'endettement	1.01	0.99
Ratio de liquidité relative (liquidités/dette)	0.12	0.12
Ratio emprunts/capitaux propres (%)	149.0	143.0
Ratio cours/bénéfice	18.4	20.0
Termes de l'échange	1.22	1.25

Source : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics

par le secteur des exportations, le secteur des ménages et le secteur gouvernemental ont absorbé une chute beaucoup moins brutale, d'environ 2,5 %. Au Canada, les pertes d'emploi durant le ralentissement étaient largement concentrées dans le secteur des exportations.

Aujourd'hui, un taux d'intérêt à court terme de 1 % laisse à la Banque du Canada bien moins de marge de manœuvre pour contrecarrer un soubresaut de l'économie sans faire d'incursion du côté des politiques monétaires non traditionnelles, comme l'assouplissement quantitatif. Qui plus est, aux prises avec quelque 166 milliards de dollars ajoutés à l'encours des dettes fédérale et provinciales (62 points de pourcentage en tant que part du PIB), les gouvernements seraient mal avisés de se lancer tête première dans les dépenses.

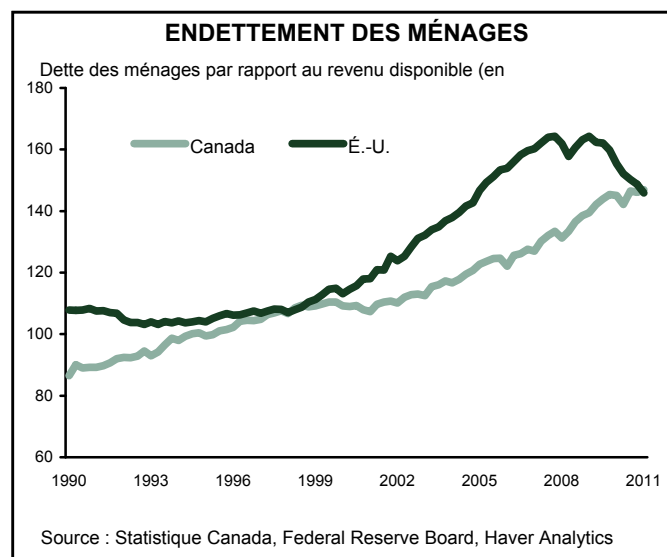
La vulnérabilité des ménages en hausse

La souplesse dont dispose le secteur des ménages pour réagir à une éventuelle grande bourrasque de vents con-

traires en provenance de l'extérieur est encore plus réduite. D'abord, le taux de chômage demeure à plus d'un point de pourcentage au-dessus du creux qu'il avait atteint avant la récession. Ensuite, la dette des ménages exprimée en proportion du revenu après impôt est autrement plus élevée. Il est peut-être vrai que, dans les faits, le fardeau de la dette exige aujourd'hui des coûts inférieurs à ce qu'ils étaient il y a quatre ans, en raison de l'avantage que procurent des taux d'intérêt créditeurs moins élevés. Toutefois, cette situation pourrait changer rapidement si les flux de revenus étaient abruptement interrompus du fait, disons, d'une flambée des mises à pied. Le ratio prix de la maison/revenu, plus élevé, évoque une intensification des activités sur le marché canadien de l'habitation malgré les fluctuations du prix des habitations depuis 2007. Selon nos calculs, le prix des habitations est actuellement surévalué de 10 à 15 %. Le principal motif est que les ménages ont moins de latitude financière à cause de leur dette.

Le bilan des entreprises en meilleure santé

Tout comme ce qui s'est passé en 2008-2009, une récession américaine ne tarderait pas à se répercuter sur l'économie canadienne, par l'intermédiaire des exportations. Par conséquent, un grand nombre d'entreprises accuseraient le coup en premier. Grosso modo, 70 % des exportations canadiennes continuent de se faire à destination des États-Unis, tandis qu'environ un cinquième du financement des entreprises tire son origine des marchés américains – des proportions qui sont demeurées sensiblement les mêmes depuis 2007. Les entreprises canadiennes, toutefois, seraient mieux préparées pour faire face à la crise cette fois-ci. Elles ont, en moyenne, moins de dettes et plus de liquidités.



Le prix des produits de base et le dollar canadien étant aujourd'hui dans la même situation qu'en 2007, les marges bénéficiaires sont de la même importance.

La vulnérabilité de l'économie américaine par rapport à 2007 est un autre facteur important à prendre en considération, notamment lorsqu'on tient compte du niveau de risque pour le secteur des affaires canadien. Tandis que les États-Unis continuent de composer avec quantité d'enjeux d'ordre structurel – dont le moindre est l'explosion de la dette publique – il est très improbable que l'économie se dirige vers une contraction de l'ampleur de celle de 2008-2009. À la différence de la situation au Canada, le marché de l'habitation et celui des ménages y ont déjà fait l'objet de rajustements de grande envergure. Le nombre de mises en chantier, en particulier, ne peut descendre plus bas. Les entreprises affichent également un bilan convenable, malgré la lenteur de la reprise jusqu'ici.

La raison fondamentale

L'économie canadienne a affronté les turbulences de cet été avec une force relativement bonne, et notre scénario de base demeure celui d'une croissance modeste. Il reste que nous ne pouvons ignorer le simple fait que ménages et gouvernements – deux secteurs qui comptent pour environ les quatre cinquièmes de l'activité économique canadienne – ont une capacité réduite pour faire face aux événements défavorables non prévus par rapport à il y a quatre ans.

L'opinion qui domine est que, si l'économie des États-Unis devait entrer en récession, celle du Canada ferait de même. Toutefois, en raison de son dynamisme fondamental, nombreux sont ceux qui croient que son ralentissement serait moins marqué et qu'elle s'en remettrait plus rapidement que l'économie de nos voisins du sud. Étant donné la vulnérabilité accrue de l'économie canadienne, il n'est pas garanti que ce scénario se produirait.

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD à l'intention des clients du Groupe Banque TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs et sont sujettes à des risques inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.