



18 août 2016

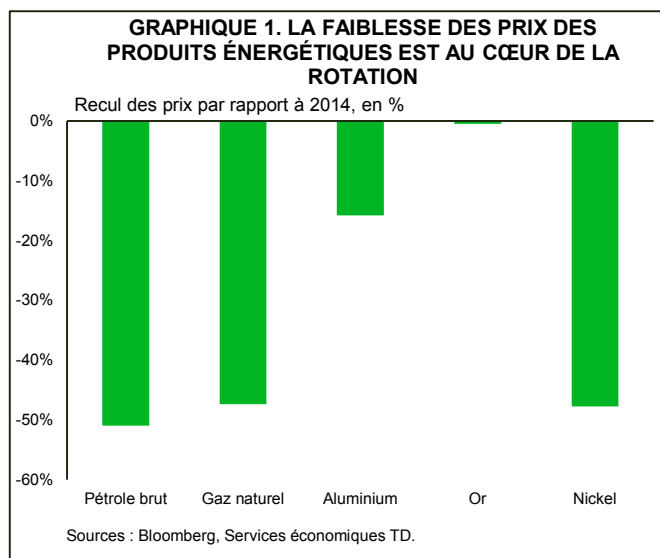
LE MOTEUR A-T-IL CALÉ OU ALORS EST-IL GRIPPÉ? BILAN DE LA ROTATION ÉCONOMIQUE AU CANADA

Faits saillants

- Le processus de rotation économique en cours au Canada implique un changement dans la composition de la croissance, laquelle se détourne des produits de base et de l'habitation au profit de la fabrication et des exportations.
- Ce processus semble toutefois s'être interrompu au premier semestre, car les volumes des exportations ont diminué et le secteur immobilier résidentiel est demeuré un important moteur de croissance.
- Le recul des exportations reflète en grande partie une croissance plus faible que prévu aux États-Unis, en particulier au chapitre des investissements des entreprises. Des perspectives plus favorables au sud de la frontière devraient entraîner une reprise de la croissance des exportations, ce qui ramènera le processus de rotation sur la bonne voie.
- La Banque du Canada verra probablement le report du processus de rotation comme une raison de maintenir le statu quo, et devrait ainsi laisser son taux directeur à son bas niveau actuel pendant une période encore plus longue. Il faudrait toutefois un choc négatif important pour que la banque centrale assouplisse encore davantage sa politique monétaire.

On a fait grand cas de la « rotation » de la croissance économique canadienne qui a été engendrée par la forte chute des prix des produits de base par rapport à leurs sommets de 2014 (graphique 1). Cette rotation comporte deux volets : a) un changement de moteur de croissance des exportations, qui passe des produits de base aux biens et services hors produits de base, facilité par une baisse du dollar canadien, et b) un changement dans la composition de la croissance de la demande intérieure, qui passe de la consommation et des investissements des ménages (dans l'immobilier résidentiel) aux investissements des entreprises hors produits de base.

Le premier volet de ce changement est un préalable absolu au second. Une augmentation des exportations est en effet essentielle à l'absorption des capacités excédentaires engendrées par la chute des prix des produits de base qui, tôt ou tard, pousse les entreprises à accroître leurs investissements hors produits de base. La Banque du Canada a affirmé à plusieurs reprises qu'elle s'attend à ce que la rotation économique soit fondée sur une reprise de la production manufacturière axée sur les exportations, et prévoit toujours une forte remontée des exportations hors produits de base. Voilà qui représenterait un retour aux tendances de la croissance d'avant-crise



(2002-2007), les exportations tirant la production manufacturière et les investissements vers le haut.

Malheureusement, cette rotation des moteurs de croissance montre des signes d'interruption depuis quelques mois. Après avoir affiché des gains solides en décembre et en janvier, les volumes des exportations sont en baisse depuis cinq mois. Pendant ce temps, les faibles taux d'intérêt demeurent une bénédiction pour le marché immobilier, qui est l'unique responsable d'environ la moitié de la croissance du PIB réel depuis la fin de 2014.

Étant donné l'importance des exportations pour les perspectives économiques canadiennes, il est essentiel de comprendre la source du problème. Un rapide coup d'œil au sud de la frontière nous éclaire à cet égard. La croissance économique aux États-Unis – principal marché d'exportation du Canada – s'est avérée décevante au premier semestre, puisqu'elle s'est établie à tout juste 1 % (taux annualisé). Qui plus est, la faiblesse était concentrée dans les investissements des entreprises (importante source de demande de biens et services canadiens), qui ont reculé de 2,8 % au premier semestre.

Cela dit, l'accélération de la croissance aux États-Unis est un élément essentiel de la transition des moteurs de croissance. Des signes indiquent d'ailleurs que cette accélération est en cours, ce qui devrait entraîner une croissance plus rapide des exportations et contribuer à la transition des investissements des ménages vers les investissements des entreprises. Or, deux éléments ralentissent l'ajustement. Premièrement, les investissements des entreprises devraient croître aux États-Unis, mais à un rythme lent seulement. Comme ces investissements sont un important catalyseur pour les exportations canadiennes, leur faible croissance

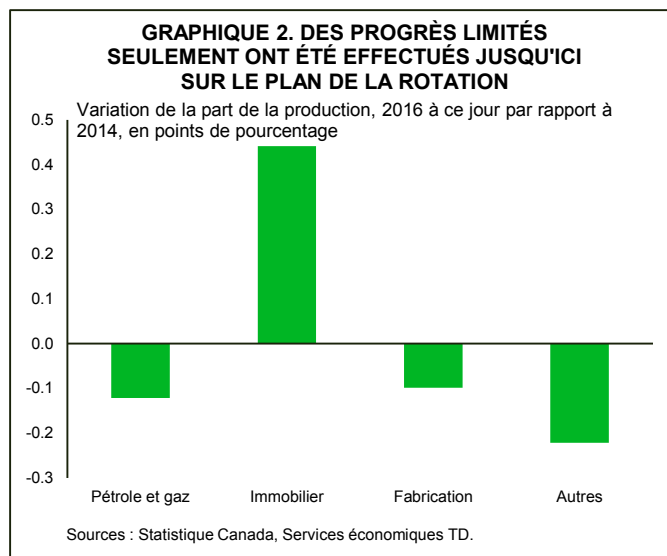
freinera vraisemblablement l'essor de celles-ci. Deuxièmement, l'approche de l'élection présidentielle aux États-Unis donne lieu à des discours protectionnistes de la part des deux principaux candidats. Même si nous ne nous attendons à aucun changement notable à la relation commerciale entre le Canada et les États-Unis, l'intensification de l'incertitude après l'élection pourrait néanmoins peser sur les intentions d'investissement des entreprises.

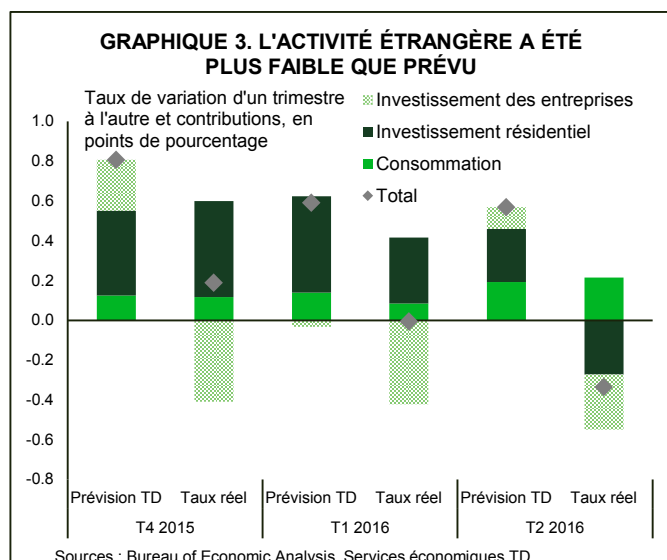
Évaluation des progrès réalisés à ce jour

Où en sommes-nous dans le processus de rotation? Dans les grands secteurs industriels, seuls des progrès limités ont été observés (graphique 2). Le secteur du pétrole et du gaz a vu sa part de la production (en volume) diminuer légèrement. La part de la fabrication a aussi rétréci, tout comme celle des autres grands secteurs, à l'exception de l'immobilier. En effet, le secteur immobilier représente désormais une plus grande part de l'économie, après avoir gagné plus de 0,4 point de pourcentage en moins de deux ans.

Il est donc difficile de croire que des progrès ont été effectués sur le plan de la rotation économique. En fait, c'est l'opposé qui semble s'être produit, car l'immobilier représente une part de plus en plus grande de la production économique.

Soulignons que, même au sein du secteur immobilier, le principal catalyseur est la forte augmentation des prix des logements. En effet, plus de 60 % de la croissance affichée depuis la fin de 2014 (quand les prix des produits de base ont chuté et les investissements des entreprises ont commencé à diminuer) a été enregistrée dans la catégorie des logements occupés par le propriétaire. Cette catégorie, si l'on simplifie grandement, tient compte de la valeur implicite (soit l'équivalent d'un revenu de location) de ce type de logements. Par conséquent, la croissance repose sur une augmentation de la valeur des logements plutôt que sur une croissance de l'activité économique au sens classique du terme. Comme nous l'avons démontré dans une [étude antérieure](#), l'augmentation des prix des maisons a des effets favorables sur les dépenses de consommation, mais la confiance excessive dans le marché immobilier ne saurait témoigner d'une économie en santé. Au-delà de l'immobilier, il y a eu des progrès beaucoup plus lents que prévu dans la transition vers les exportations hors produits de base et les investissements comme moteurs d'une croissance plus forte. Au mieux, les investissements des entreprises ont probablement touché un creux au deuxième trimestre de 2016, ce qui signifierait que l'ajustement à la chute des prix des produits de base tire à sa fin.





Les exportations excluant les produits énergétiques ont affiché une solide croissance depuis la fin de 2014, avec un taux annualisé moyen de 3,3 % par trimestre. Or, au cours des cinq derniers mois, la tendance a été de -2 % d'un mois sur l'autre (soit environ -5,8 % en rythme trimestriel), ce qui témoigne de la volatilité et de la nature irrégulière du présent cycle de rotation.

Examen approfondi des exportations

Les exportations étant essentielles au processus de rotation à court et à long terme, la performance décevante des exportations de biens cette année par rapport aux attentes mérite qu'on s'y attarde. Dans une [analyse antérieure](#), nous avons démontré que la croissance économique étrangère, en particulier aux États-Unis, jouait un rôle de plus en plus important dans la croissance des exportations canadiennes, et c'est toujours le cas. Si nous poussons plus loin cette analyse, la conclusion demeure qu'il y a un lien prédictif étroit entre l'activité étrangère et les exportations, et ce, malgré une multitude de modèles de régression, de périodes d'échantillonnages et d'autres facteurs.

Comme on pouvait s'y attendre, la performance décevante des exportations cette année n'est pas attribuable à un changement fondamental dans les relations économiques, mais plutôt à une demande étrangère beaucoup plus faible que prévu. Comme l'indique le graphique 3 (pour les États-Unis seulement, qui représentent 90 % de la mesure de l'activité étrangère), une forte sous-performance des investissements des entreprises américaines est responsable de la contraction de cette mesure au deuxième trimestre. Donc, même si la compétitivité demeure un problème, les exportateurs peuvent trouver un certain réconfort dans le

fait que la récente faiblesse échappait en grande partie à leur contrôle.

Perspectives

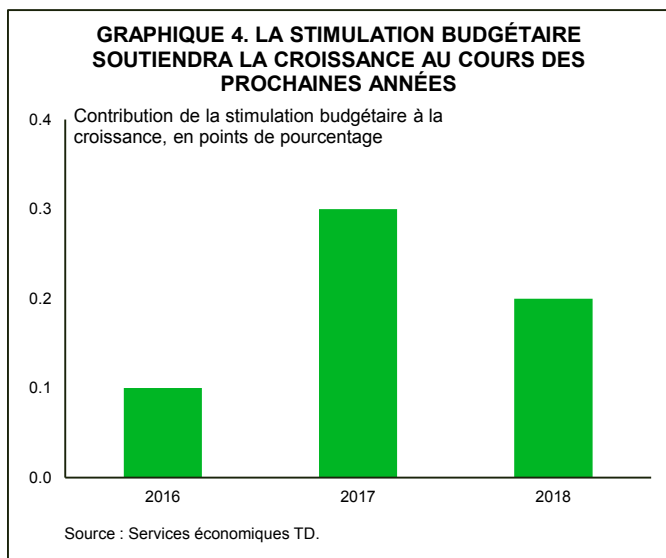
Nous nous attendons à ce que les exportations reprennent leurs progrès dans le cadre de la rotation économique au deuxième semestre. Le scénario le plus probable est une reprise de la croissance de l'activité étrangère, mais à un rythme lent. Malgré la récente sous-performance, nous avons quelques raisons de croire que c'est ce qui se produira, dont les suivantes :

- Les dépenses de consommation aux États-Unis devraient continuer de fournir un apport positif, car les facteurs fondamentaux soutenant les dépenses des ménages demeurent solides. L'emploi, le nombre d'heures moyen et les salaires augmentent fortement, tandis que la croissance des prix est plus faible, ce qui ouvre la voie à une hausse des dépenses de consommation;

- Aux États-Unis toujours, l'investissement résidentiel s'améliore et sa croissance devrait s'accélérer au deuxième semestre. Les ventes de maisons unifamiliales neuves et existantes ont atteint un sommet d'après-récession en juin, et la demande demeure soutenue par les faibles taux hypothécaires et la hausse des revenus. Le nombre de maisons à vendre étant relativement peu élevé, tous les signes laissent entrevoir un essor probable de la construction;

- Les investissements des entreprises, principale composante de l'activité étrangère, seront vraisemblablement modestes, mais passeront d'une croissance négative à une croissance positive. Malgré la forte incertitude, l'activité manufacturière a recommencé à progresser et les ratios stocks/ventes se sont normalisés.

De plus, bien que l'activité étrangère demeure le facteur clé, un taux de change plus faible continuera de soutenir les exportations. Une grande partie du soutien aux exportations découlant de la dépréciation passée a probablement déjà été absorbée, mais, à notre avis, les pressions à la baisse sur le huard persisteront. Celles-ci pourraient même s'intensifier, procurant ainsi un soutien additionnel. L'économie américaine se prépare à une hausse de taux, mais pas l'économie canadienne. Les marchés ont adopté une attitude complaisante à l'égard de cette notion au cours des derniers mois, mais lorsque celle-ci sera soutenue par les données et les signaux provenant de la Réserve fédérale, le dollar canadien subira des pressions (tout comme les monnaies d'autres grands partenaires commerciaux des États-Unis, comme le Mexique). Même si ces pressions demeurent modestes, comme nous nous y attendons, elles fourniront néanmoins



un soutien aux exportations.

Contrairement aux forces cycliques à l'œuvre du côté des exportations, la vigueur devrait être ébranlée dans le marché de l'habitation/le marché immobilier. En fait, nous anticipons même une légère correction des prix à l'approche de 2018. L'élan issu des baisses de taux d'intérêt antérieures s'estompera, et un certain nombre de mesures macroprudentielles pèseront encore plus sur l'activité. Par conséquent, la part du marché de l'habitation dans l'activité économique correspondra davantage aux résultats historiques. Ce processus de longue haleine pourrait toutefois s'étendre sur plusieurs années.

La rotation des moteurs de croissance en cours est plus lente que dans le passé

Il convient de rappeler que, malgré une rotation réussie de l'activité économique, le taux de croissance global de l'économie ne reviendra pas aux normes historiques. En effet, le taux de croissance potentielle (ou « vitesse de croisière ») de l'économie diminue sous l'effet du vieillissement de la population et de la faible croissance de la productivité. De surcroît, les frictions économiques résultant de la réaffectation des ressources dans le cadre du processus de rotation feront aussi ralentir le rythme. On peut donc s'attendre à une croissance à court terme de l'ordre de 1,5 % à 1,8 % : une croissance suffisante pour absorber les capacités excédentaires, mais graduellement seulement. Heureusement, la croissance à court terme profitera également des mesures de stimulation budgétaire annoncées dans le budget fédéral de 2016.

Les mesures de stimulation budgétaire se feront sentir davantage lorsque les dépenses prévues se traduiront en

activité économique. La nouvelle Allocation canadienne pour enfants procure déjà un soutien additionnel limité grâce à une augmentation des transferts aux ménages. Le principal impact budgétaire est encore à venir, car les investissements dans l'infrastructure devraient commencer à se refléter dans le PIB vers la fin de 2016 et s'accélérer en 2017 (graphique 4). Ce stimulant contribuera à maintenir l'activité économique à un rythme global élevé, ce qui annulera en partie la décélération de la croissance associée à la rotation économique (et les frictions connexes).

Du point de vue de la Banque du Canada, l'interruption de la rotation économique au premier semestre pourrait entraîner un maintien des taux à leurs bas niveaux actuels pendant une plus longue période. Maintenir le taux directeur à 0,50 % dans un avenir prévisible permettra de soutenir la rotation et d'absorber la marge de capacités inutilisées grâce au renforcement de la croissance. On pourrait plaider en faveur d'une nouvelle réduction du taux directeur, notamment si la croissance des exportations n'est pas au rendez-vous. Or, une telle réduction serait vraisemblablement peu utile. Elle ferait certes baisser la valeur du huard, mais nos travaux de recherche ont indiqué qu'il s'agit désormais d'un facteur moins important pour les exportations. Ses effets seraient donc limités. Une telle réduction ferait baisser les coûts d'emprunt des entreprises et encouragerait ainsi l'investissement, mais les taux sont déjà très bas. La demande et la confiance dans les perspectives, principaux catalyseurs, sont donc peu susceptibles d'être influencés par une baisse de taux. En revanche, une baisse de taux risquerait de tirer les marchés de l'habitation déjà effervescents vers le haut, ce qui accroîtrait le risque d'une correction encore plus forte. Par conséquent, en l'absence d'un choc négatif important, la probabilité que la Banque du Canada assouplisse encore davantage sa politique monétaire demeure faible.

En conclusion

La rotation des moteurs de croissance au Canada s'est interrompue au premier semestre, et cela pèse indéniablement sur nos perspectives. Le fait que la sous-performance des exportations reflète un affaiblissement imprévu de l'économie américaine montre à quel point les perspectives canadiennes sont liées aux facteurs fondamentaux des États-Unis.

Il y a des signes incontestables que la croissance s'est accélérée aux États-Unis à l'aube du troisième trimestre, et les dépenses de consommation sont particulièrement vigoureuses. Une augmentation de la demande étrangère, conjuguée à des pressions à la baisse sur le huard, devrait

soutenir une reprise de la croissance des exportations, ce qui ramènera le processus de rotation sur la bonne voie. La croissance des exportations devrait en définitive soutenir les investissements des entreprises hors produits de base, mais il est peu probable qu'un tel effet se fasse sentir pleinement avant 2018. Les mesures de stimulation budgétaire du gouvernement fédéral, qui se répercuteront sur l'activité économique en 2017 et en 2018 surtout, soutiendront encore plus la croissance. La patience est une vertu, et les perspectives de croissance du Canada seront mises à l'épreuve dans les prochains mois. L'interruption du processus de rotation devrait pousser la Banque du Canada à maintenir son taux directeur à son niveau actuel de 0,50 % encore plus longtemps que prévu.

Brian DePratto, économiste
416-944-5069

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des 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 ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce 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 et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités 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.