

## Reprise : un an plus tard

Douglas Porter, CFA, Chef économiste adjoint

Le deuxième anniversaire de la faillite de Lehman Brothers et le troisième anniversaire du début de la crise du crédit sont déjà derrière nous et il serait temps de souligner au moins un peu le côté positif de la situation : la reprise nord-américaine vient de célébrer son premier anniversaire. Le Bureau national de la recherche économique (NBER) a annoncé officiellement la fin de la dévastatrice récession américaine, en déclarant que le repli avait atteint son point le plus bas au mois de juin 2009. À chacun des quatre derniers trimestres, l'économie américaine a connu une croissance, laquelle atteint globalement 3 %, ce qui dépasse son taux de croissance moyen sur les 40 dernières années. Et même si cette performance peut sembler décevante compte tenu du repli marqué et du taux de chômage trop élevé pour être acceptable, la plupart des paramètres de la reprise sont bien en deçà des normes historiques.

L'origine de la récession est clairement inhabituelle, tout comme sa progression synchronisée (*Graphique 1*), mais nous nous gardons bien de présumer « *que la situation est complètement différente cette fois-ci* », car à ce jour, la reprise est tout sauf inusitée.

Si l'on compare la reprise actuelle, un an après son début, aux cinq reprises américaines précédentes, on constate que la croissance du PIB et du taux d'emploi sont plus lents que lors d'une reprise type (*Tableau 1*). Toutefois, la remontée pourrait difficilement être qualifiée d'extrême à l'un ou l'autre de ces égards, chacune des deux plus récentes reprises ayant été encore moins vigoureuse durant la première année. Fait à noter, le taux d'emploi avait continué à chuter durant la première année des deux précédentes reprises, tandis qu'au cours de la première année de la reprise, le taux de chômage s'était accru trois fois au fil des cinq derniers cycles. Dans tous les trois de ces cycles lents, le taux de croissance s'était accéléré considérablement au cours de la deuxième année et pour être plus optimiste, à chacune des cinq reprises américaines, le taux d'emploi s'était accru encore plus rapidement au cours de la deuxième année de reprise que durant la première. Même le taux de chômage n'est pas si extrême, si l'on considère qu'il était beaucoup plus élevé durant le cycle du début des années 1980.

Ce qui rend le présent cycle économique américain si différent est la combinaison du taux de chômage élevé et de la remontée relativement modérée du taux de croissance. Malgré la croissance modérée enregistrée au

GRAPHIQUE 1  
ÉVOLUTION DU CYCLE  
(2007-T4 = 100)

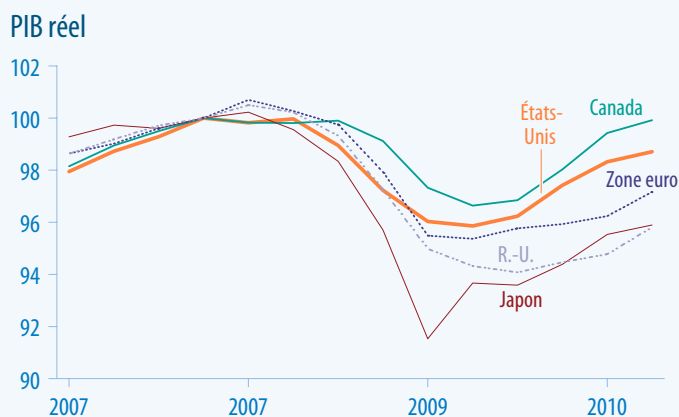


TABLEAU 1  
HISTORIQUE DES REPRIS AMÉRICAINES  
(Pourcentage)

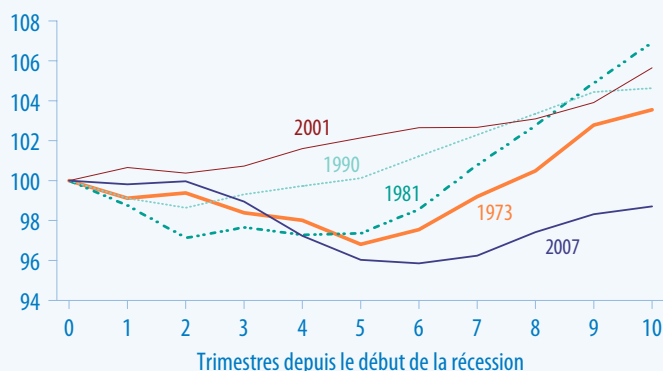
Creux économique **	Croissance du PIB		Croissance du taux d'emploi		Taux de chômage		
	1 <sup>re</sup> année	2 <sup>e</sup> année	1 <sup>re</sup> année	2 <sup>e</sup> année	Au creux	1 <sup>re</sup> année *	2 <sup>e</sup> année *
Nov. 1970	4,5	6,9	1,9	4,5	5,9	+0,1	-0,6
Mars 1975	6,2	3,2	3,5	3,6	8,6	-1,0	-0,2
Nov. 1982	7,7	5,6	4,2	5,0	10,8	-2,3	-1,3
Mars 1991	2,6	3,4	-0,5	1,6	6,8	+0,6	-0,4
Nov. 2001	1,9	3,8	-0,8	-0,2	5,5	+0,4	-0,1
Reprise moyenne	4,6	4,6	1,7	2,9	7,5	-0,4	-0,5
Reprise actuelle	3,0	2,0 (p)	0,3	1,2 (p)	9,7	-0,1	-0,5 (p)

(p) = prévision    \*(% de fluct.)    \*\*court cycle de 1980 omis

**GRAPHIQUE 2  
COMPARAISON DES CYCLES AMÉRICAINS**

(Début de la récession = 100)

PIB réel



**TABLEAU 2  
HISTORIQUE DES REPRISÉS CANADIENS**

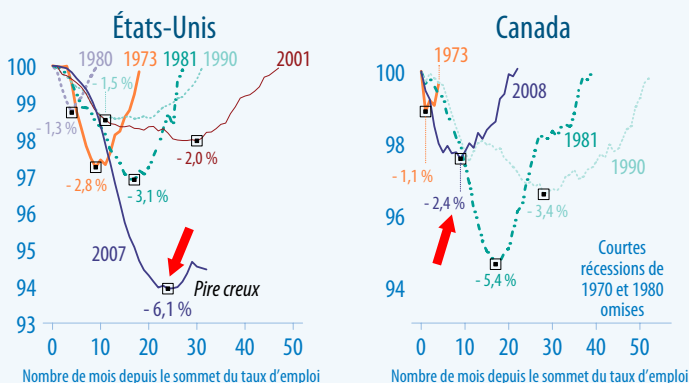
(Pourcentage)

Creux économique **	Croissance du PIB		Croissance du taux d'emploi		Taux de chômage		
	1 <sup>re</sup> année	2 <sup>e</sup> année	1 <sup>re</sup> année	2 <sup>e</sup> année	Au creux	1 <sup>re</sup> année *	2 <sup>e</sup> année *
Nov. 1970	3,6	6,5	1,8	3,1	6,1	0,0	+0,2
Mars 1975	6,3	2,6	5,9	1,7	6,6	+1,1	+1,1
Nov. 1982	6,2	5,7	3,5	2,0	12,9	-1,6	0,0
Mars 1991	2,2	4,6	0,1	1,5	10,7	+0,9	-0,7
Nov. 2001	3,5	1,5	3,5	1,8	7,6	-0,2	0,0
Reprise moyenne	4,4	4,2	3,0	2,0	8,8	0,0	+0,1
Reprise actuelle	3,4	2,3 (p)	2,4	1,0 (p)	8,7	-0,6	-0,4 (p)

(p) = prévision \*(% de fluct.) \*\*techniquement pas une récession au Canada; date américaine utilisée

**GRAPHIQUE 3  
FLUCTUATION DU TAUX D'EMPLOI PENDANT LA RÉCESSION**

(Sommet = 100)



Les dates se rapportent au début de la récession

cours des quatre derniers trimestres, le PIB demeure inférieur de 1,3 % au sommet atteint avant la récession, reflétant les pertes de production énormes subies durant le repli (*Graphique 2*). Dans chacun des cinq cycles précédents, les pertes liées à la récession avaient depuis longtemps été recouvrées à ce stade du cycle. Et, à en juger par nos prévisions, le PIB devra attendre encore trois trimestres avant de se rétablir à son sommet précédent. Surtout si l'on se souvient que dans le *Graphique 1*, la reprise américaine accusait un sérieux retard sur la reprise de l'Europe et du Japon.

Le Canada mène bien entendu le peloton des pays du G7 sur le plan de la reprise, le taux de son PIB trimestriel n'étant qu'un maigre 0,1 % sous le sommet atteint avant la récession. Le Canada a connu à presque tous les niveaux une reprise plus vigoureuse que celle des États-Unis, notamment sur le plan de l'emploi. À 3,4 % d'année en année, le taux de croissance du PIB n'est pas si différent du taux américain, mais il se compare avantageusement au profil historique récent de reprise de première année au Canada (*Tableau 2*). En revanche, le taux d'emploi canadien a fortement rebondi, affichant un taux de croissance de 2,4 % comparativement au creux atteint l'an dernier, ce qui pourrait paraître un peu lent compte tenu de la norme canadienne en matière de reprise, mais dépasse en fait le taux américain de deux énormes points de pourcentage. Fait notable, la croissance du taux d'emploi semble être hâtive dans le cas des reprises canadiennes, contrairement à l'historique des reprises américaines, mais elle ralentit souvent au cours de la deuxième année, ce qui sera, selon nos prévisions, le cas dans le cycle actuel. L'une des caractéristiques notables de la reprise actuelle est le recul relativement rapide du taux de chômage (la deuxième plus importante chute de l'histoire au cours d'une première année de reprise), et ce malgré un rebond timide du PIB. Bien que cela n'annonce rien de bon pour la productivité, la plus grande solidité du marché de l'emploi a renforcé la confiance du consommateur et favorisé les dépenses cette année.

La performance des marchés de l'emploi et de l'immobilier est sans contredit la principale distinction entre les cycles canadiens et les cycles américains. Le *Graphique 3* illustre de façon éclatante à quel point le cycle américain actuel

est extraordinaire sur le plan de l'emploi, tandis qu'à ce chapitre le Canada affiche un parcours des plus banals. Les résultats du sondage sur la main-d'œuvre mené au mois d'août révèlent que le marché de l'emploi a repris tout le terrain perdu au cours de la récession et ce, en moins de deux ans. Pour accomplir cet exploit, les cycles du début des années 1980 nécessitaient presque quatre ans, tandis que les cycles des années 1990 mettaient presque cinq ans à y arriver. Entre-temps, au mois d'août, la masse salariale américaine demeurait inférieure de 5,5 % aux sommets atteints avant la récession, un retard qui pourrait facilement prendre trois à quatre ans à combler, même en tenant compte d'hypothèses relativement haussières.

**En conclusion :** La reprise léthargique des États-Unis n'est pas si inhabituelle, que ce soit sur les plans du PIB ou de la croissance du taux d'emploi, mais son départ extrêmement lent combiné à une croissance irrégulière sort de l'ordinaire. Nous croyons toutefois que l'hypothèse d'une récession à double creux est beaucoup moins inquiétante que la menace d'un ralentissement prolongé de l'économie américaine. Et même si le Canada a connu une performance supérieure au cours de la première année de la reprise, le rebond rapide de l'immobilier a été un facteur important de la croissance relativement forte, un facteur qui ne pourra être soutenu.

Les informations, opinions, estimations, projections et autres données contenues dans ce document ont été établies à la date indiquée et sont sujettes à changement sans préavis. Certaines des informations, opinions, estimations, projections et autres données figurant ici ont été obtenues auprès de nombreuses sources, et la Banque de Montréal («BMO») et ses sociétés affiliées font tout leur possible pour assurer que le contenu du présent document est fondé sur des sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. Cependant, BMO et ses sociétés affiliées n'ont effectué aucune vérification indépendante, ne peuvent donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation des informations, opinions, estimations, projections et autres données contenues dans ce document par le destinataire ou l'utilisateur ou d'autres tiers (y compris, non exclusivement, un client du destinataire ou de l'utilisateur). BMO et/ou ses sociétés affiliées peuvent, en outre, disposer d'information n'y figurant pas. Les informations, opinions, estimations, projections et autres données contenues dans ce document ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat des produits et services mentionnés ici, quels qu'ils soient (y compris, non exclusivement, des marchandises, des titres et d'autres instruments financiers), et ne devraient pas être considérées comme telles, pas plus que ces informations, opinions, estimations, projections et autres données ne devraient être considérées comme des conseils en placement ou comme une recommandation en faveur de la conclusion d'une opération, quelle qu'elle soit. Des renseignements supplémentaires peuvent être obtenus directement auprès de BMO ou de sa société affiliée concernée. BMO et/ou ses sociétés affiliées peuvent coter un marché ou effectuer une opération comme contrepartistes sur les produits mentionnés ici, quels qu'ils soient (y compris, non exclusivement, des marchandises, des titres et d'autres instruments financiers). BMO, ses sociétés affiliées et/ou leurs actionnaires, leurs dirigeants, administrateurs ou employés respectifs peuvent à l'occasion détenir une position en compte ou à découvert dans lesdits produits (y compris, non exclusivement, des marchandises, des titres et d'autres instruments financiers). BMO Nesbitt Burns Inc. et/ou BMO Capital Markets Corp., filiales de BMO, peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour certaines des sociétés mentionnées dans ce document et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. « BMO Marchés des capitaux » est un nom commercial utilisé par le groupe Services d'investissement BMO, qui regroupe les divisions responsables des services aux grandes entreprises et aux institutions de la Banque de Montréal, de BMO Nesbitt Burns Inc., de BMO Nesbitt Burns Ltée/Ltd., de BMO Capital Markets Corp. et Harris N.A., et de BMO Capital Markets Limited.

AUX RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS : BMO Capital Markets Corp. et/ou BMO Nesbitt Burns Securities Ltd., sociétés affiliées à BMO NB, fournissent ce document aux résidents des États-Unis et endossent la responsabilité de son contenu, à l'exception de ce qui fait référence aux titres de la Banque de Montréal. Tout résident des États-Unis désirant effectuer une opération sur les titres mentionnés dans ce document doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Corp. et/ou de BMO Nesbitt Burns Valeurs mobilières Ltée.

AUX RÉSIDENTS DU ROYAUME-UNI : Ce document ne s'adresse pas aux investisseurs résidant au Royaume-Uni, à l'exception des personnes décrites à la Partie VI de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001.

MD « BMO (le médaillon contenant le M souligné) Marchés des capitaux » est une marque de commerce de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. © Banque de Montréal.