

Perspectives économiques et financières : 1990

André Sirard

Volume 57, Number 4, 1990

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1104723ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1104723ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0004-6027 (print)

2817-3465 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this document

Sirard, A. (1990). Perspectives économiques et financières : 1990. *Assurances*, 57(4), 597–605. <https://doi.org/10.7202/1104723ar>

Chronique économique

par

André Sirard⁽¹⁾

Perspectives économiques et financières : 1990

Points saillants

597

1° En 1990, l'expansion économique mondiale se poursuivra, bien qu'à un rythme plus modéré qu'en 1988 et 1989. La rigueur monétaire des banques centrales fera davantage sentir ses effets sur les dépenses sensibles au loyer de l'argent. L'inflation semble sur le point de culminer.

2° Aux États-Unis, la tendance au ralentissement de l'activité économique se poursuivra au cours des prochains trimestres, ce qui pourrait donner lieu à un apaisement des pressions inflationnistes et à une baisse graduelle des taux d'intérêt. Au Canada, la décélération économique poussera probablement la banque centrale à desserrer sa gestion monétaire au début de 1990. Depuis mars dernier, les taux d'intérêt à court terme sont maintenus à des niveaux très élevés au pays, de façon à ralentir la croissance économique. La Banque du Canada vise ainsi à contrer la remontée des pressions inflationnistes et salariales, de même qu'à ralentir la demande de crédit émanant des ménages et des entreprises.

3° Tant aux États-Unis qu'au Canada, la réduction prévue des taux d'intérêt à court terme sera plus importante que celle des taux à long terme. Au premier semestre de 1990, la baisse probable des écarts de taux à court terme entre le Canada et les États-Unis pourrait donner lieu à une dépréciation sensible du dollar canadien face à la devise américaine.



(1) M. André Sirard est au service de Sodarcac inc. à titre de vice-président adjoint, Placements.

Contexte international

598

En 1989, la croissance économique s'est poursuivie dans les principaux pays industrialisés d'outre-mer. Au Japon et en Allemagne de l'Ouest, la conjoncture économique s'est caractérisée par une activité soutenue, une intensification des pressions inflationnistes et des excédents toujours très importants au chapitre du commerce extérieur. Au Royaume-Uni, l'activité économique s'est dégradée mais les tensions inflationnistes et salariales persistent. Le resserrement monétaire orchestré par la Banque du Japon et les banques centrales européennes, notamment la Bundesbank, lequel a donné lieu à une remontée notable des taux d'intérêt à court terme, fait état du degré d'appréhension des autorités monétaires en ce qui a trait à l'inflation. La hausse des taux d'intervention dans ces pays a pour but de mener le combat contre le dollar américain, à l'extérieur et contre l'inflation, à l'intérieur. Dans ces pays, les taux courts excèdent présentement les taux longs, ce qui reflète la vigilance des banques centrales.

En Europe de l'Ouest et au Japon, la consommation et les dépenses d'investissement des entreprises ont été les éléments moteurs de la croissance économique en 1989. Ces composantes de la demande intérieure progresseront vraisemblablement plus lentement au cours des prochains trimestres. Par ailleurs, l'inflation a eu tendance à augmenter au Japon, en Allemagne de l'Ouest et au Royaume-Uni, en raison de la vigueur de la demande intérieure et de la remontée des prix des produits importés, consécutive à l'appréciation du dollar américain face aux devises européennes et au yen. Les interventions répétées des banques centrales sur le marché des changes pour ralentir, voire stopper, la montée du dollar américain témoigne de leur inquiétude quant aux conséquences inflationnistes d'une dépréciation de leurs devises respectives. En 1990, la croissance économique se poursuivra au Japon et dans les principaux pays européens, bien qu'à un rythme inférieur à ceux de 1988 et 1989. En ce qui a trait à l'inflation, des signes d'apaisement sont à prévoir au second semestre de 1990.

Conjoncture nord-américaine

En Amérique du Nord, la tendance au ralentissement de l'activité économique se confirme, ce qui pourrait éventuellement donner lieu à un amoindrissement des pressions inflationnistes et à un recul des taux d'intérêt. Aux États-Unis, la très faible progression de la

masse monétaire laisse à penser que la croissance économique sera modeste et que les pressions inflationnistes seront moindres dans les prochains trimestres. La croissance de la demande de crédit émanant du secteur privé a déjà tendance à se ralentir aux États-Unis, ce qui ouvre la voie à une réduction des taux d'intérêt en 1990. Pour 1989, la croissance économique sera de l'ordre de 3% aux États-Unis. En 1990, elle pourrait avoisiner les 2% ; il s'agira de la huitième année consécutive d'expansion économique. Le risque de récession semble écarté aux États-Unis.

Au Canada, la rigueur monétaire de la banque centrale, la force du dollar canadien face à la devise américaine et le relèvement des taxes indirectes dans les derniers budgets fédéral et provinciaux pèsent lourdement sur l'économie. Des signes évidents de ralentissement sont apparus du côté des dépenses sensibles au loyer de l'argent, telles la consommation de biens durables et l'achat de maisons. De près de 3% en 1989, la croissance économique pourrait se chiffrer entre 1,5% et 2% en 1990. La croissance des dépenses de consommation s'essouffera et la construction résidentielle s'affaiblira davantage au cours des prochains trimestres. Une progression plus modérée du revenu disponible réel, un taux d'épargne moins élevé que par le passé et un taux d'endettement très important contribueront à la décélération des dépenses des ménages.

599

Du côté des dépenses d'investissement des entreprises, une croissance plus modique est anticipée pour 1990 en raison de l'affaiblissement des marchés, de la détérioration de la rentabilité et du maintien de taux d'intérêt réels très élevés. Les dépenses en capital visant à moderniser l'équipement et à améliorer la productivité ont été très élevées au Canada au cours des dernières années. Cette tendance se prolongera en 1990, bien qu'à un rythme moins rapide.

Au deuxième trimestre de 1989, le déficit au compte courant se situait à un niveau record au Canada, en raison d'une détérioration substantielle du surplus commercial. Celle-ci résultait de la bonne tenue du dollar canadien, du ralentissement de la croissance économique aux États-Unis et de la vigueur des dépenses en immobilisations des entreprises, laquelle pousse à la hausse les importations de machinerie et équipement. La fermeté du dollar canadien a pour effet de ralentir la croissance des exportations et d'encourager l'achat de produits importés. En 1990, le déficit au compte courant diminuera

quelque peu sous l'influence, d'une part, du ralentissement de la progression de la consommation et des dépenses d'investissement et, d'autre part, de la poursuite de la croissance économique dans les principaux pays industrialisés, laquelle soutiendra les exportations canadiennes de produits de base.

600 Des taux d'intérêt élevés pèsent évidemment lourd sur les finances publiques des gouvernements canadien et américain. Au Canada, en particulier, plus de 50% de la dette fédérale est à court terme ou à taux flottant, ce qui est très onéreux dans le contexte financier actuel. Par ailleurs, la perspective d'un ralentissement économique s'avère préoccupante pour les autorités fédérales. Pour l'année fiscale 1990, un déficit fédéral de plus de 32 milliards \$ est prévisible au Canada, comparativement à 28,7 milliards \$ en 1989.

La baisse des taux d'intérêt à court terme attendue au début de 1990 pourrait amener une activation de la croissance économique plus tard dans l'année. Le secteur de la construction résidentielle et la consommation connaîtront probablement un sursaut d'activité au dernier trimestre de 1990, les ménages canadiens procédant alors à certains achats importants avant l'introduction en janvier 1991 de la taxe fédérale sur les produits et les services (TPS). À la fin de 1990, la Banque du Canada pourrait de nouveau forcer les taux d'intérêt à la hausse, par prudence, compte tenu de l'impact potentiel sur les salaires de la mise en vigueur de la TPS.

Inflation

En 1989, l'inflation a eu tendance à s'accélérer en Amérique du Nord. Au Canada, la vigueur de la demande intérieure, l'utilisation intensive de la capacité de production et la majoration des taxes indirectes expliquent pour bonne part la remontée de l'inflation. Concernant les salaires, des pressions à la hausse sont présentes. Toutefois, aucun dérapage sérieux n'est encore perceptible malgré quelques hausses notables, supérieures à 6%, accordées dans le secteur minier et dans celui de la construction.

L'inflation semble sur le point de culminer au Canada, si l'on se fie, entre autres, à la tendance actuelle de la conjoncture, au mouvement modérément à la baisse du prix des produits de base à l'échelle internationale et à l'évolution favorable du prix des biens importés, sous l'effet de la fermeté du dollar canadien. Le taux d'inflation se si-

tuera autour de 5% en 1989 et entre 4,5% et 5% en 1990, comparativement à un taux moyen de 4% de 1984 à 1988.

Politique monétaire

Aux États-Unis, les considérations intérieures semblent l'emporter sur les considérations de taux de change dans la détermination de la politique monétaire. Compte tenu de la tendance au ralentissement de l'activité économique outre-frontière, la Réserve fédérale est portée vers le desserrement graduel de sa gestion monétaire. Par contre, la Banque du Canada n'a pas encore emboîté le pas à la banque centrale américaine. En effet, la politique monétaire demeure restrictive au Canada en dépit des signes de plus en plus évidents de ralentissement économique. Des pressions salariales accrues et la croissance rapide de la masse monétaire et des agrégats du crédit continuent de préoccuper la banque centrale. Les taux d'intérêt corrigés de l'inflation se situent toujours à des niveaux très élevés. Sur les bons du Trésor à trois mois, les taux réels avoisinent en effet les 7%. Les taux courts continuent d'excéder largement les taux longs. Au début de novembre, le rendement des bons du Trésor à trois mois se situait à environ 12,20%, alors que le rendement des obligations fédérales à long terme avoisinait les 9,30%. Dans le passé, des inversions de cette amplitude ont eu tendance à provoquer des périodes de ralentissement économique, comme en 1986, ou des récessions, comme en témoignent les reculs conjoncturels de 1980 et de 1981-82.

La Banque du Canada assouplira vraisemblablement sa politique monétaire au début de 1990, ce qui pourrait donner lieu à une baisse des taux courts de l'ordre de 150 à 200 points de base. Cela permettra à l'économie canadienne d'éviter de glisser dans une phase récessionniste. Aux États-Unis, le desserrement de la gestion monétaire pourrait être plus modeste, compte tenu de la diminution des taux à court terme déjà permise par la Réserve fédérale depuis le printemps dernier. Incidemment, le taux sur les *Fed funds* est passé de 10% en mai à 8,50% au début de novembre. L'assouplissement de la politique monétaire aux États-Unis a été précoce, par crainte de l'impact d'un ralentissement économique majeur sur les déséquilibres internes américains (budget, endettement des ménages et des entreprises, difficultés financières des caisses d'épargne et de crédit). Pour ce qui concerne l'écart des taux courts entre les deux pays, une

diminution sensible est prévue au cours du premier semestre de 1990. Vers la fin de 1990 et au début de 1991, les taux d'intérêt à court terme pourraient s'inscrire à nouveau dans une trajectoire à la hausse, parallèlement à un dynamisme accru, mais temporaire, de l'économie canadienne. La Banque du Canada adopterait alors une attitude plus prudente.

Marchés des changes

602 Au cours des derniers trimestres, les dollars américain et canadien se sont grandement appréciés face aux principales devises européennes et au yen. Le dollar américain tire parti de la croissance très modérée de la masse monétaire aux États-Unis, comparativement au rythme de progression encore rapide des agrégats monétaires dans le reste du monde. La tendance à la baisse des taux américains et à la hausse des taux japonais et allemands n'a guère ébranlé le dollar américain. Par ailleurs, les interventions concertées et répétées des banques centrales sur le marché des changes, à hauteur de 3 à 4 milliards \$ américains par intervention, ont un impact très limité dans un marché où il se transige de 300 à 400 milliards \$ américains par jour.

Face à la devise américaine, le dollar canadien s'est très bien comporté au cours des derniers mois, malgré la publication de statistiques affichant une détérioration significative du surplus commercial et un déficit record au compte courant. L'écart anormalement large des taux courts entre les deux pays et des investissements directs importants des étrangers, au Canada, ont contribué au maintien du dollar canadien autour de 85 cents américains. Lorsque la Banque du Canada permettra une baisse des taux courts, probablement au début de 1990, le dollar canadien s'en ressentira ; un retour vers les 82-83 cents américains paraît probable. Compte tenu des effets bénéfiques, à long terme, de l'accord sur le libre-échange entre le Canada et les États-Unis, la tendance de fond demeure cependant à la hausse pour le dollar canadien.

Marché obligataire

Les rendements obligataires à long terme ont diminué considérablement en Amérique du Nord depuis le premier trimestre de 1989. Cela résulte pour beaucoup des signes de décélération de l'activité économique, lesquels donnent à penser que l'inflation pourrait

s'apaiser quelque peu et que la Réserve fédérale permettrait alors une baisse des taux d'intérêt à court terme. À certains moments, la poussée du dollar américain face aux devises européennes et au yen ainsi que la chute des cours boursiers américains ont contribué à la poussée des cours obligataires. Aux États-Unis, le rendement des obligations fédérales à long terme avoisinait les 7,90% au début de novembre, comparativement à près de 9,50% en mars dernier. Au Canada, les taux longs sont passés de 10,50% à 9,30% au cours de la même période. Un calendrier d'émissions d'obligations chargé au quatrième trimestre de 1989 limite pour le moment le potentiel de baisse des taux d'intérêt. Au premier semestre de 1990, la conjugaison d'une croissance économique modérée et d'un amoindrissement graduel de l'inflation pourraient permettre une réduction additionnelle des rendements obligataires. Une légère remontée des taux longs est probable vers la fin de 1990, lorsque l'économie aura tendance à reprendre de l'allant. Les taux d'intérêt à long terme sur les obligations fédérales pourraient alors se situer autour de 7,50% aux États-Unis et légèrement au-dessous de 9% au Canada.

603

Marché boursier

L'envolée estivale des cours boursiers aux États-Unis, laquelle s'est évidemment transmise au marché canadien, s'explique par plusieurs facteurs. Le plus significatif a été la réduction notable des taux d'intérêt à long terme. Par ailleurs, à la fin de l'été, les indicateurs économiques ont montré que les craintes d'un recul économique majeur n'étaient pas fondées et que l'inflation restait maîtrisée. Ce « scénario idéal » a reconduit les valeurs cycliques sur le devant de la scène boursière. La raréfaction du « papier » s'avère aussi un élément favorable pour le marché boursier. On estime à 250 milliards \$ américains le nombre de titres retirés du marché des actions depuis un an, soit par des opérations financières de grande envergure, soit parce que les entreprises rachètent leurs propres actions.

Certains facteurs sont toutefois préoccupants au sujet des perspectives boursières, dont le retour des négociations assistées par ordinateur (*program trading*), lesquelles entraînent une plus grande volatilité du marché. Ces stratégies d'arbitrage visent à dégager un gain rapide à partir des écarts de cours entre un indice boursier, tel le S&P500, et le prix auquel les contrats à terme sur l'indice se négocient sur les marchés à terme. Le renouveau du comportement spé-

culatif des professionnels constitue un motif additionnel d'inquiétude. La dégringolade boursière du 13 octobre, provoquée par une OPA manquée sur la compagnie aérienne UAL, a su nous rappeler le danger. Le nombre de rumeurs d'OPA se développe considérablement, et à une opération réelle correspond une dizaine de hausses de « sympathie ». Cela doit inciter à la prudence.

604 Compte tenu du scénario économique projeté pour 1990, et de son impact favorable sur l'inflation et les taux d'intérêt, il est probable que le marché boursier nord-américain continue de s'améliorer, bien que modérément. Avec un ratio cours/bénéfices d'environ 13 fois, le marché américain ne semble pas surévalué. Au Canada, le TSE300 se transige présentement à un ratio inférieur à 13 fois. Une réévaluation à la hausse des ratios cours/bénéfices semble possible en 1990. D'autres *mini-krachs* sont prévisibles compte tenu de la grande volatilité des marchés financiers. Cependant, la tendance de fond semble encore favorable.

Achat par endettement (LBO)

Le phénomène de l'endettement massif des divers agents économiques en Amérique du Nord se montre très préoccupant. L'expérience des achats par endettement (*LBO* et *MBO*) soulève particulièrement l'inquiétude. Plusieurs entreprises américaines, à la suite d'émissions de *junk bonds*, sont fortement endettées et pourraient avoir du mal à assurer le service de leur dette dans un contexte plus difficile sur le plan économique. Depuis déjà plusieurs mois, les marchés financiers américains s'inquiètent du risque que représentent les énormes masses d'obligations à haut risque émises pour financer les achats par endettement. On estime à l'heure actuelle que près de 200 milliards \$ d'obligations à haut risque sont en circulation aux États-Unis.

Dans une opération de *LBO*, un groupe financier présente une offre d'achat sur les actions existantes d'une compagnie-cible, emprunte auprès d'institutions bancaires les fonds requis pour payer les actionnaires et, après avoir pris le contrôle de la compagnie, rembourse les banques en émettant des obligations. Le risque est considérable puisque ces titres obligataires, pour se vendre, doivent payer tous les ans des intérêts élevés à leurs porteurs. En général, le rendement des obligations ainsi émises peut excéder de 300 à 500 points de base les taux offerts par des obligations de première catégorie. La

charge financière imposée à ces sociétés est énorme et la moindre baisse d'activité ou difficulté passagère peut rendre impossible pour la compagnie le paiement des intérêts sur sa dette. La mésaventure de Campeau Corp. fait état de ce type de risque. Compte tenu de la tendance au ralentissement économique et, surtout, de la plus grande difficulté à financer ce genre d'opérations, comme en témoigne le cas de UAL, il est possible que le nombre d'OPA diminue quelque peu aux États-Unis au cours des prochains trimestres.

Le 6 novembre 1989

605