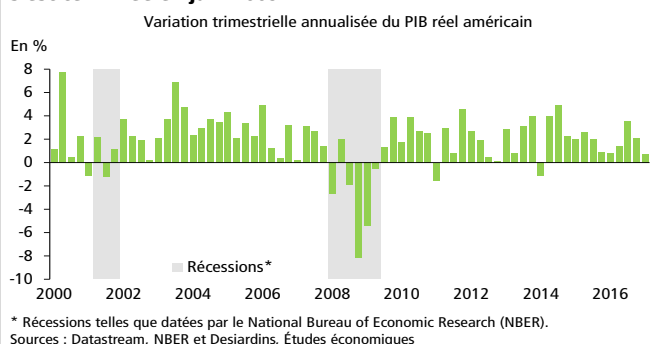


POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Les cycles économiques ont-ils une date de péremption? À quand la prochaine récession mondiale?

En juin prochain, cela fera déjà huit ans que l'économie américaine est sortie de sa dernière récession (graphique 1). Considérant que les cycles économiques durent souvent entre six et dix ans, devons-nous craindre une nouvelle récession? Ce *Point de vue économique* montre que le temps seul n'est pas la meilleure variable pour prévoir les fins de cycle. En fait, les crises tendent plutôt à arriver de manière aléatoire à la suite de chocs souvent difficiles à prévoir. L'apparition de déséquilibres ou une mauvaise gestion des politiques budgétaire et monétaire peuvent aussi être une source de fluctuations économiques, mais, à court terme, il ne semble pas y avoir matière à trop s'inquiéter. Il pourrait encore s'écouler quelques années avant qu'une nouvelle récession ne frappe les États-Unis et n'entraîne dans son sillage le reste de l'économie mondiale.

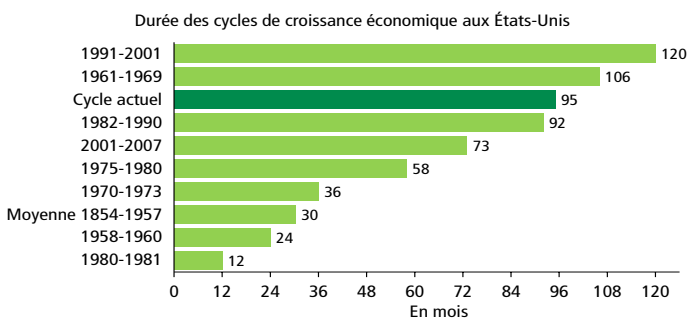
GRAPHIQUE 1
La dernière récession aux États-Unis a débuté en janvier 2008 et s'est terminée en juin 2009



Vers un cycle record aux États-Unis

L'actuel cycle de croissance aux États-Unis cumule 95 mois. Cela le place en troisième position en comparaison des cycles précédents (graphique 2). S'il se prolonge encore d'un an, il occupera la deuxième position présentement détenue par la

GRAPHIQUE 2
Le présent cycle de croissance figure déjà parmi les plus longs



Sources : National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

période de croissance de 1961-1969. D'ici deux ans, il pourrait devenir la plus longue période de croissance jamais enregistrée aux États-Unis, surpassant le record de 120 mois observé entre 1991 et 2001.

La longévité seule n'est cependant pas le meilleur indicateur pour prévoir une fin de cycle. Un modèle économétrique estimant la probabilité d'une récession aux États-Unis à partir uniquement de la durée du cycle n'envoie jamais un signal clair (graphique 3 à la page 2). À 95 mois, la probabilité d'une récession estimée par un tel modèle n'est que d'environ 20 %. À 120 mois, cette probabilité dépasserait à peine 30 %.

Analysé sous d'autres angles, le cycle actuel est loin de battre des records. C'est notamment le cas en matière de progression du PIB réel. Depuis juin 2009, la croissance du PIB réel américain totalise 17 %. D'ici un an, le total pourrait avoisiner 20 % et peut-être un peu plus de 22 % en se projetant à la fin de 2018. En comparaison, les longues périodes de croissance de 1961-1969 et de 1991-2001 ont vu le PIB réel augmenté respectivement de 54 % et 43 % (graphique 4 à la page 2).

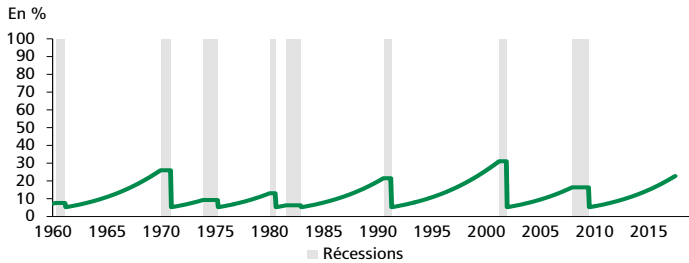
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Hendrix Vachon, économiste senior

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 3 La durée du cycle seule donne peu d'indications sur la probabilité d'une récession

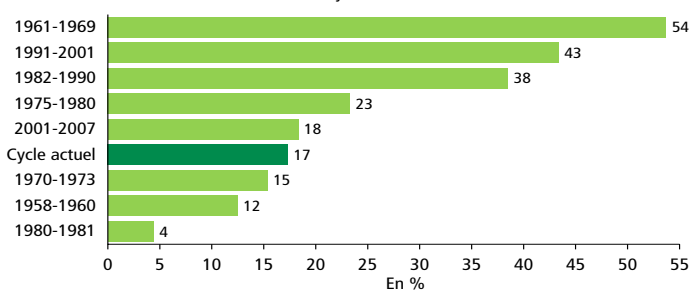
Probabilité de récession estimée à partir de la durée du cycle*



* Estimée à partir d'un modèle de type Probit avec une constante et une variable représentant la durée cumulative du cycle d'expansion.
Source : Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4 Le cycle actuel cumule une faible progression du PIB réel

Gains du PIB réel durant les cycles de croissance aux États-Unis



Sources : Datastream, National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

Pour certains, la faible progression du PIB réel cumulée depuis 2009 pourrait constituer un argument pour justifier une fin de cycle encore lointaine. Cependant, l'histoire montre qu'une récession peut survenir même sans forte progression initiale du PIB réel. Le cycle actuel s'apparente d'ailleurs au cycle précédent sur le plan de la croissance. Entre le creux de 2001 et le sommet de 2007, le PIB réel américain avait augmenté de 18 %.

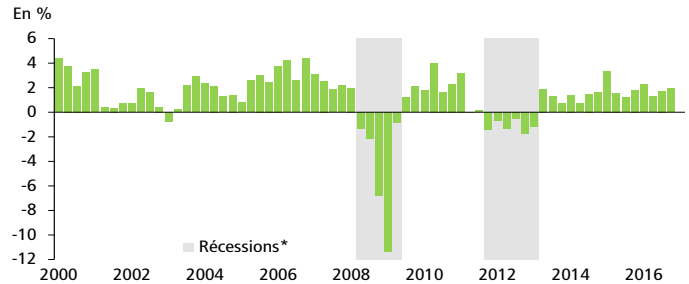
Un cycle plus court dans les autres pays avancés

La plupart des autres pays avancés ont déjà connu une autre fin de cycle depuis la récession de 2008-2009. En zone euro, les difficultés financières de plusieurs gouvernements et des craintes sur le système bancaire ont causé une récession qui a débuté en 2011 et qui s'est étirée jusqu'au début de 2013 (graphique 5). L'actuel cycle de croissance en zone euro cumule donc seulement quatre ans.

Le temps écoulé depuis la dernière récession est encore plus court au Japon. Le vieillissement démographique plus marqué dans ce pays réduit la croissance économique moyenne au point où, au moindre choc, la variation du PIB passe souvent en territoire négatif. Au cours des dix dernières années, il y a eu cinq périodes où le PIB réel a affiché au moins deux reculs trimestriels

GRAPHIQUE 5 Après la récession de 2008-2009, la crise des dettes souveraines a frappé la zone euro en 2011-2013

Variation trimestrielle annualisée du PIB réel en zone euro

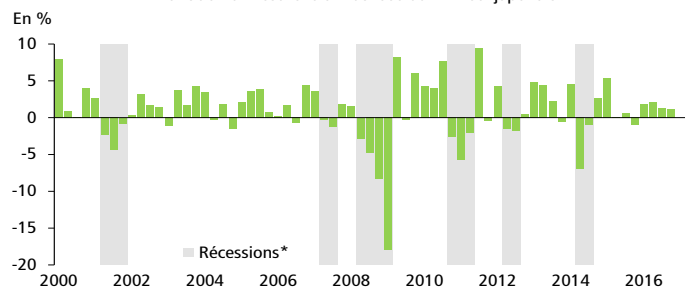


* Récessions telles que datées par le Centre for Economic Policy Research (CEPR).
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

consécutifs (graphique 6). La règle des deux trimestres de recul est souvent utilisée pour identifier les récessions.¹ Celle de 2008-2009 a été plus sévère, suivie de celle de 2010-2011. La dernière récession, celle de 2014, a été causée par une augmentation de la taxe de vente. Dans un premier temps, les Japonais ont devancé certaines dépenses, puis, après l'application de la hausse de taxe, ils ont significativement réduit leur consommation.

GRAPHIQUE 6 Les phases de recul du PIB sont plus fréquentes au Japon

Variation trimestrielle annualisée du PIB réel japonais

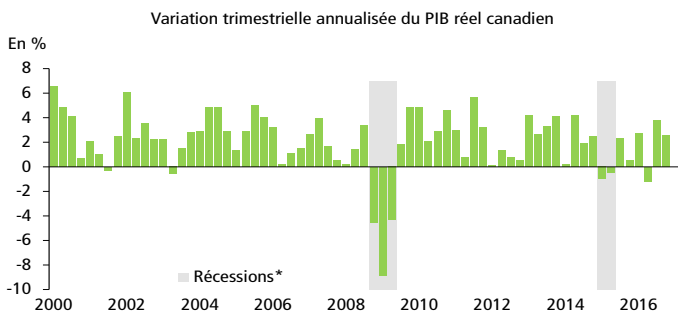


* Récessions selon la définition d'au moins deux trimestres consécutifs où le PIB réel a reculé.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Au Canada, la chute des prix du pétrole a causé une courte contraction du PIB réel de deux trimestres au début de l'année 2015 (graphique 7 à la page 3). Le choc a été suffisamment important pour convaincre la Banque du Canada d'abaisser ses taux directeurs à deux reprises. Le cycle actuel de croissance au Canada cumule donc seulement deux années, ce qui en fait l'un des plus courts parmi les économies avancées.

¹ Aux États-Unis, le National Bureau of Economic Research (NBER) se base sur l'évolution de quatre autres variables pour identifier les débuts et les fins de cycle. Il s'agit de l'emploi, du revenu personnel, de la production industrielle et des ventes des entreprises. La datation ainsi obtenue cadre généralement assez bien avec la règle des au moins deux trimestres de recul consécutifs du PIB réel.

GRAPHIQUE 7
La chute des prix du pétrole à la fin de 2014 a causé deux baisses trimestrielles consécutives du PIB au Canada

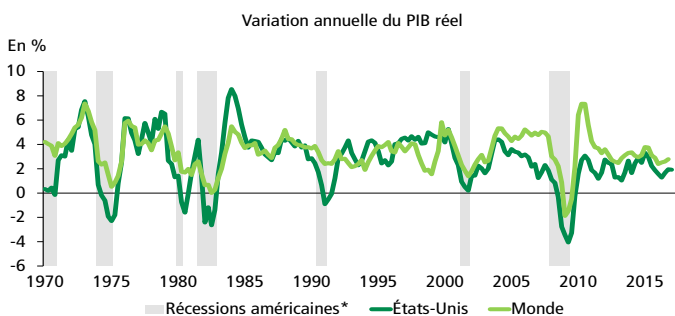


* Récessions selon la définition d'au moins deux trimestres consécutifs où le PIB réel a reculé.
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'importance du cycle américain pour le cycle mondial

Même si plusieurs économies avancées cumulent une plus courte période de croissance, cela ne les protège pas nécessairement d'un nouveau choc, en particulier si l'économie américaine trébuchait. En fait, une forte similitude est observée entre le cycle américain et le cycle mondial (graphique 8). De plus, des tests de causalité montrent généralement une incidence significative du cycle américain sur les cycles des autres principales économies avancées.² L'économie américaine peut assez bien résister aux chocs provenant d'autres pays, mais à l'opposé, plusieurs pays connaissent des difficultés lorsque le cycle américain s'arrête.

GRAPHIQUE 8
Le cycle mondial suit assez bien le cycle américain

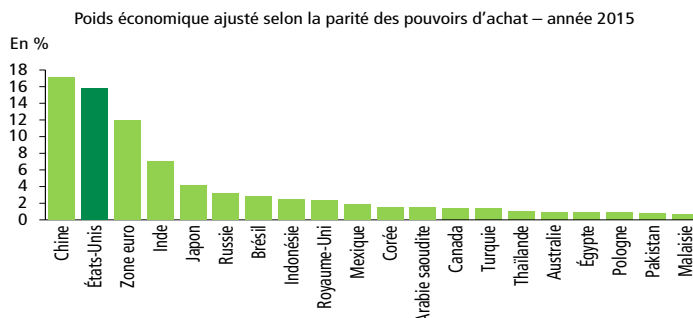


* Récessions telles que datées par le National Bureau of Economic Research (NBER).
 Sources : Datastream, NBER et Desjardins, Études économiques

Ce constat cadre avec la taille importante de l'économie américaine par rapport au reste de l'économie mondiale. Les États-Unis représentent environ 16 % du PIB mondial, ce qui est bon pour le deuxième rang, derrière la Chine (graphique 9). Toutefois, le poids des États-Unis est plus élevé si l'on regarde seulement les dépenses de consommation. Les

² Les tests réalisés sont des tests de causalité à la Granger. À l'aide d'outils économétriques, il a été vérifié si les variations trimestrielles du PIB réel américain expliquent ou non les variations des PIB d'autres régions du monde, et vice et versa.

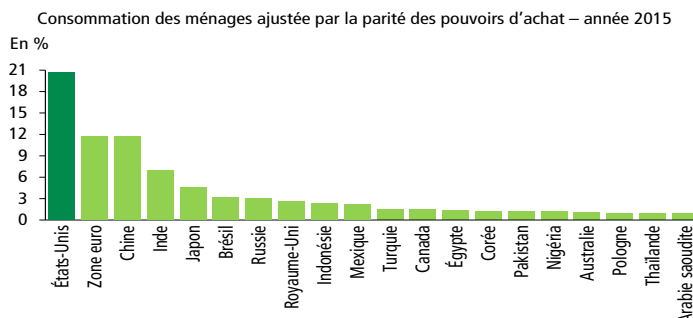
GRAPHIQUE 9
Les États-Unis forment la deuxième économie mondiale



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

ménages américains représentent un peu plus de 20 % de la consommation mondiale, largement devant le deuxième et le troisième rang occupés par la zone euro et la Chine (graphique 10). Si la consommation américaine chute, l'impact potentiel sur le reste de l'économie mondiale apparaît clairement plus important que si le choc provenait d'un autre pays.

GRAPHIQUE 10
Les États-Unis occupent le premier rang pour la consommation

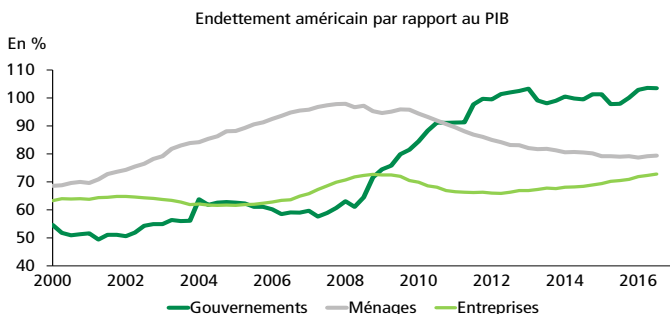


Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

L'endettement menace encore

Le temps ne cause peut-être pas à lui seul les récessions, mais il peut permettre à des déséquilibres de s'accumuler, lesquels peuvent menacer la durabilité du cycle économique. Le surinvestissement et le surendettement en sont des exemples. Aux États-Unis et dans d'autres pays, la récession de 2008-2009 avait été précédée par une période intensive en investissements résidentiels et où l'endettement des ménages avait atteint des sommets. La situation des ménages américains est aujourd'hui beaucoup plus saine et l'euphorie de la dernière décennie dans le marché immobilier n'est pas revenue. En revanche, on peut voir que l'endettement public a bondi (graphique 11 à la page 4). L'endettement des entreprises américaines a aussi progressé de façon notable et a récemment rejoint son sommet de 2008.

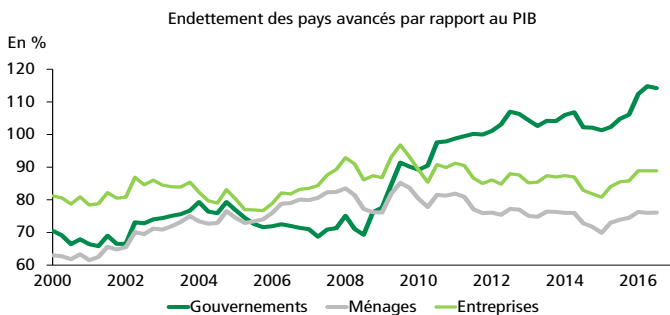
GRAPHIQUE 11 Les entreprises et les administrations publiques ont pris le relais de l'endettement aux États-Unis



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

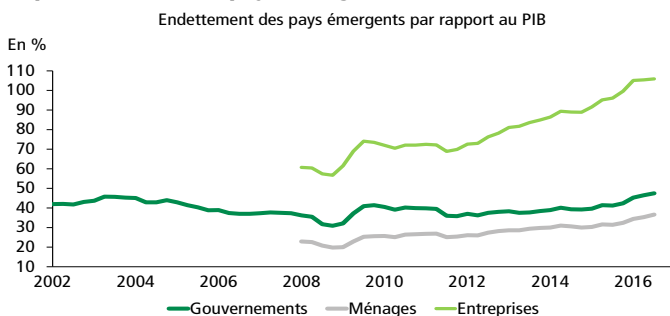
Le problème de l'endettement public n'est pas uniquement concentré aux États-Unis, mais à presque l'ensemble des pays avancés (graphique 12). Dans les pays émergents, c'est l'endettement des entreprises qui a fortement progressé au cours des dernières années (graphique 13). Tout ça mis ensemble fait que l'endettement mondial total est aujourd'hui plus élevé qu'en 2008.

GRAPHIQUE 12 L'endettement public est inquiétant dans les pays avancés



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 13 C'est plutôt l'endettement des entreprises qui soulève des inquiétudes dans les pays émergents



Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Gare à la remontée des taux d'intérêt

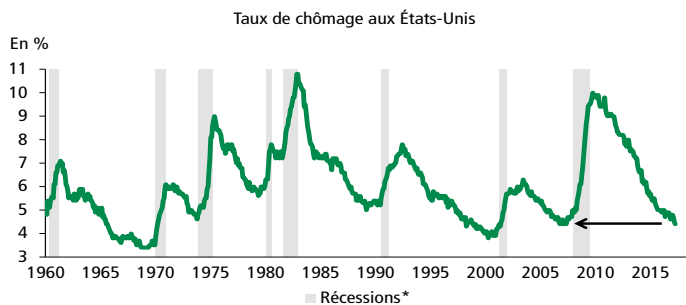
Depuis le sommet du début des années 1980, les taux d'intérêt ont évolué autour d'une tendance descendante. Cela a certainement facilité l'augmentation de l'endettement dans le monde. Or, un retour vers une tendance haussière, même légère, pourrait peser lourd sur les emprunteurs, dont les gouvernements qui ont accru fortement leur endettement dans les pays avancés. Une augmentation de leur coût d'emprunt après plusieurs années de faibles taux pourrait les forcer à réduire leurs dépenses ou à taxer davantage. Dans un scénario comme dans l'autre, la demande mondiale serait pénalisée.

Les investisseurs pourraient aussi être affectés. Une remontée des taux obligataires impliquerait des pertes sur la valeur des obligations. La course au rendement des dernières années pourrait aussi avoir faussé l'évaluation de certaines primes de risque. Les mouvements de taux pourraient donc être plus prononcés pour les obligations risquées. Des entreprises qui ont eu recours au financement obligataire pourraient avoir de la difficulté à se refinancer.

Les politiques de Donald Trump

L'actuel président américain a promis de stimuler l'économie en réduisant les impôts et en augmentant les dépenses d'infrastructure. Le problème est que l'effet sur la croissance ne serait probablement que passager, laissant par la suite l'impression que l'économie ralentit, ce qui pourrait nuire à la confiance des consommateurs, des entreprises et des investisseurs. Qui plus est, il y aurait un réel danger à stimuler l'économie dans un contexte où le marché du travail est déjà plus serré aux États-Unis (graphique 14). Les salaires et l'inflation pourraient augmenter rapidement, forçant la Réserve fédérale (Fed) à relever davantage ses taux d'intérêt directeurs. Cela est sans compter que les mesures promises par Donald Trump augmenteraient le poids déjà élevé de la dette publique américaine.

GRAPHIQUE 14 Le taux de chômage américain a récemment atteint son creux du précédent cycle économique



* Récessions telles que datées par le National Bureau of Economic Research (NBER).
Sources : Datastream, NBER et Desjardins, Études économiques

Le président Donald Trump a aussi des visées protectionnistes. Or, la multiplication possible des tarifs douaniers aux États-Unis aurait un effet néfaste sur les échanges commerciaux mondiaux et sur la croissance économique en général. L'effet serait amplifié si d'autres pays décidaient de répliquer avec leurs propres mesures protectionnistes. Malgré une croissance plus faible, l'inflation risquerait de demeurer élevée en réponse à l'augmentation des prix à l'importation et à la difficulté de trouver des substituts bon marché au niveau local. Les taux d'intérêt seraient également plus élevés.

Et c'est sans compter les surprises

Les récessions peuvent être causées par une multitude de chocs surprises. Un conflit armé majeur pourrait éclater et affecter le commerce mondial ainsi que la confiance. Les aléas de la nature, comme des inondations, un tsunami ou une importante tempête ont aussi le potentiel de faire reculer la production. Parfois, ce sont les gouvernements qui causent la surprise, par exemple, en modifiant subitement leurs politiques budgétaire et fiscale ou en votant des lois pouvant miner un pan important de l'économie. Des scandales ou des difficultés financières au sein d'entreprises d'envergure peuvent accroître fortement la volatilité des marchés et finalement pénaliser la croissance économique. Des mouvements subits au niveau des prix des ressources naturelles sont d'autres menaces potentielles.

Comme à la roulette russe

En conclusion, les cycles économiques n'ont pas une date de péremption prédéterminée. Leur durée est en fait assez variée. Cela dit, ils ne sont pas éternels. Comme au jeu de la roulette russe, on peut dire que le temps finit par jouer contre, alors que des déséquilibres peuvent s'accumuler et que des chocs menacent constamment de déstabiliser la situation.

Nous incorporons depuis un certain temps déjà une fin de cycle aux États-Unis dans nos prévisions de moyen terme. D'autres pays connaîtraient probablement le même sort. À l'horizon de 2020, le problème de l'endettement public risque de prendre de l'ampleur en raison de l'augmentation prévue des taux d'intérêt. Un essoufflement de l'économie est aussi prévu après que l'effet des mesures stimulatrices, qui devraient être appliquées aux États-Unis, se sera estompé. Nous ne pouvons pas non plus écarter la possibilité d'un plus grand protectionnisme américain. Cela est sans compter la possibilité que d'autres chocs imprévisibles s'ajoutent. À cet égard, le contexte géopolitique mondial tendu constitue un terreau plus fertile.

Sur une note plus positive, il serait tout de même étonnant qu'une prochaine fin de cycle soit aussi importante qu'en 2008-2009. Notamment, la situation des ménages aux États-Unis et dans d'autres pays est plus solide qu'à l'époque. Le système financier aussi. Dans ce contexte, il serait probablement plus facile de redémarrer un cycle de croissance. Pour aider, la Fed et d'autres banques centrales pourraient renouer avec des politiques monétaires expansionnistes et reporter la normalisation de leurs taux d'intérêt directeurs à plus tard.

Hendrix Vachon, économiste senior