

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Où en sommes-nous avec les grands déséquilibres macroéconomiques?

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



Il y a une dizaine d'années, plusieurs économistes s'inquiétaient de ce qui était appelé les grands déséquilibres macroéconomiques. Ceux-ci incluaient les importants déficits et surplus commerciaux enregistrés par certains pays, mais aussi l'endettement élevé des ménages et des gouvernements. Après la crise financière de 2008-2009, il a été souhaité que les déséquilibres se résorbent graduellement afin de favoriser une croissance économique plus soutenue à long terme et de réduire le risque d'une nouvelle crise financière majeure. Cette croissance devrait aussi se caractériser par une augmentation des investissements non résidentiels et par une productivité accrue. Ce *Point de vue économique* fait le point sur ces déséquilibres et sur les caractéristiques de la croissance économique. Malgré certains progrès, la situation semble encore préoccupante.

Des progrès du côté des ménages

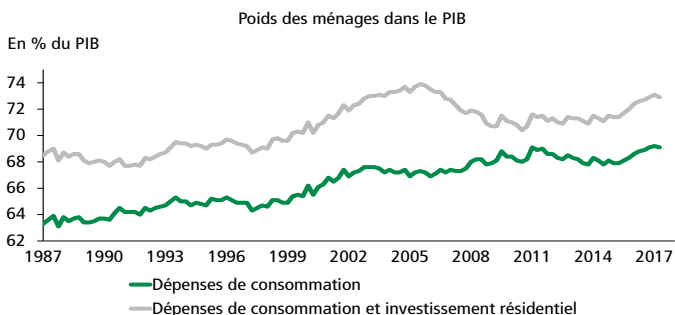
À long terme, l'économie peut sous-performer si les ménages sont trop sollicités. Une consommation trop forte, souvent accompagnée par un endettement important, peut par la suite nécessiter une période où la consommation sera plus faible pour compenser.

Fortement affectés par la crise de 2008-2009, les États-Unis avaient précédemment enregistré un apport économique important provenant de la consommation. En incluant les investissements dans l'immobilier résidentiel, la contribution économique des ménages américains avait augmenté jusqu'à près de 74 % du PIB avant de revenir entre 70 % et 71 % après

la crise (graphique 1). La diminution s'est surtout observée du côté de l'investissement résidentiel alors que les dépenses de consommation se sont plutôt stabilisées pendant quelques années avant de récemment reprendre une tendance haussière.

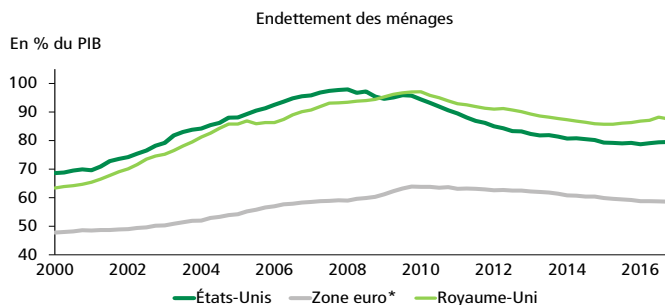
La diminution des investissements résidentiels aux États-Unis a permis de renverser la tendance de l'endettement des ménages. Le même phénomène a été observé au Royaume-Uni et dans certains pays de la zone euro, dont l'Espagne, le Portugal et l'Irlande (graphique 2). Cet ajustement de l'endettement a redonné de la marge de manœuvre aux consommateurs et a amélioré les perspectives de croissance économique à long terme. Toutefois, l'endettement des ménages a continué

GRAPHIQUE 1
Les ménages sont un peu moins sollicités aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
La dette des ménages a diminué aux États-Unis et dans d'autres pays



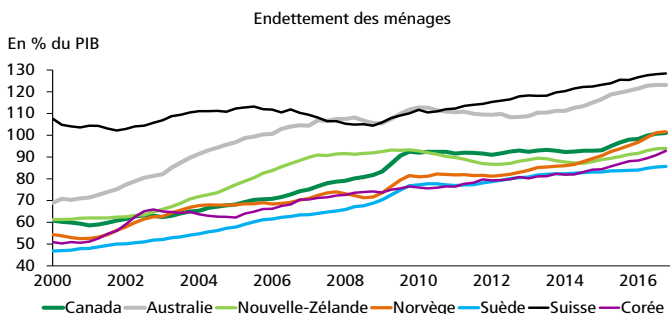
* Principales baisses en Espagne, au Portugal, en Irlande, en Allemagne et aux Pays-Bas.
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

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

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 dette des ménages continue d'augmenter dans plusieurs autres pays avancés

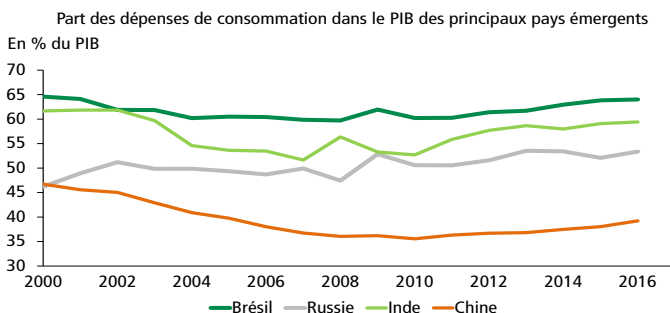


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

d'augmenter dans plusieurs autres pays avancés (graphique 3), ce qui maintient un certain niveau de risque.

L'endettement des ménages a aussi augmenté dans les pays émergents, mais, en général, il demeure largement inférieur à ce qui est observé dans les pays avancés. Par ailleurs, les dépenses de consommation demeurent faibles dans certains pays émergents, notamment en Chine (graphique 4). Il y a donc encore un potentiel d'amélioration de ce côté. L'économie chinoise est peut-être la plus grosse économie en termes de production, mais elle demeure loin derrière les États-Unis en termes de consommation et équivaut environ à la zone euro (graphique 5).

GRAPHIQUE 4 Le poids de la consommation demeure faible en Chine

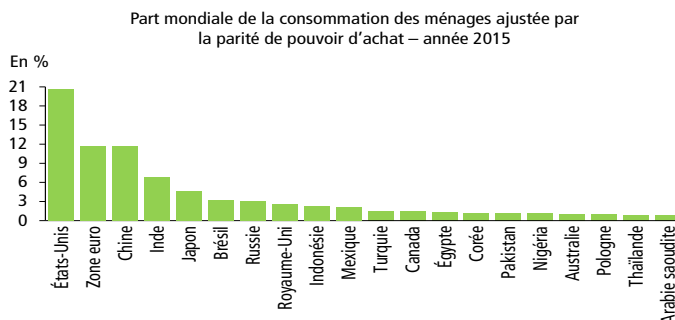


Sources : Banque mondiale, National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

L'endettement public a augmenté

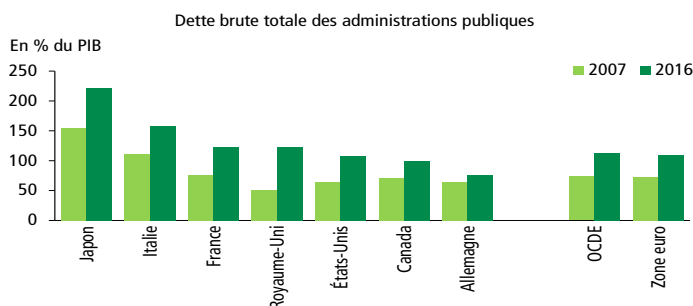
Le taux d'endettement élevé des gouvernements inquiétait déjà avant la crise de 2008-2009 alors que plusieurs pays affichaient une dette publique supérieure à 60 % du PIB. La plupart des pays du G7 ont maintenant une dette supérieure à 100 % du PIB et la moyenne des pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dépasse 110 % (graphique 6).

GRAPHIQUE 5 La consommation chinoise correspond à moins de 60 % de la consommation américaine



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6 L'endettement public a bondi dans les pays avancés



OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques
Sources : OCDE et Desjardins, Études économiques

L'endettement a progressé alors que les gouvernements ont été appelés en renfort pour soutenir l'économie et le système financier en raison de la crise de 2008-2009. Le fardeau financier de la dette a par contre été limité par les faibles taux d'intérêt et par les achats massifs d'obligations gouvernementales effectués par les banques centrales.

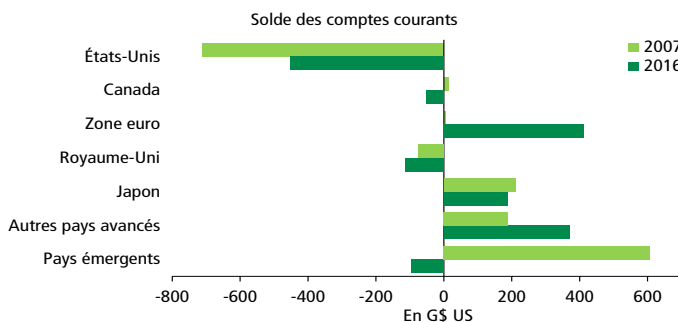
Les gouvernements pourraient bientôt avoir plus de difficulté à maintenir un endettement élevé alors que les taux d'intérêt ont amorcé un cycle haussier. Les banques centrales pourraient également compliquer la situation en se délestant graduellement d'une partie des obligations acquises précédemment. La Réserve fédérale a déjà commencé. Ainsi, les pressions pour réduire l'endettement deviendront plus grandes et les ajustements requis au niveau des taxes ou des dépenses publiques pourraient pénaliser l'économie pendant quelques années.

Moins de déséquilibres dans les échanges internationaux

Les États-Unis accusaient un important déficit au compte courant à la fin du précédent cycle économique. Le compte courant mesure le solde des échanges commerciaux en plus des revenus

nets de placements étrangers et des transferts courants, comme les dons. En dix ans, le déficit au compte courant américain a diminué de près de 300 G\$ US (graphique 7). Le Japon, le Royaume-Uni et le Canada ont plutôt vu leur position se dégrader alors, qu'en moyenne, les autres économies avancées se sont améliorées. La zone euro est passée d'un compte courant équilibré à un surplus d'environ 400 G\$ US.

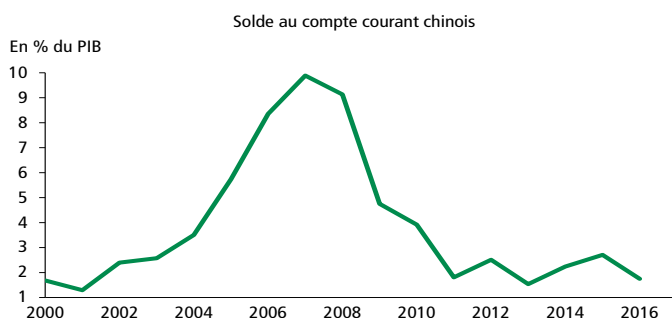
GRAPHIQUE 7
Moins de déséquilibres au niveau des échanges internationaux



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Les grands perdants ont été les économies émergentes qui ont vu leur solde au compte courant passer d'un important surplus de 600 G\$ US à un déficit d'environ 100 G\$ US. La baisse des revenus pétroliers a notamment fait mal à certains d'entre eux. La Chine affiche encore un surplus, mais celui-ci a diminué considérablement en proportion de la taille de son économie et peut moins être jugé d'excessif (graphique 8). À moins de 2 % du PIB, le surplus chinois est inférieur à celui de la zone euro, lequel dépasse 3 % du PIB.

GRAPHIQUE 8
La Chine contribue beaucoup moins aux déséquilibres mondiaux



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Les déficits au compte courant peuvent être interprétés comme l'équivalent d'une entrée de capitaux et d'un endettement

vis-à-vis du reste du monde. En zone euro, la baisse de la consommation et de l'investissement a permis de dégager un important surplus d'épargne pouvant être prêté à l'étranger. Dans les pays producteurs de pétrole, la baisse des revenus qui a accompagné la chute des prix du pétrole en 2014-2015 a créé un manque à gagner devant être compensé par des capitaux étrangers. Aux États-Unis, la chute des investissements résidentiels après la crise de 2008-2009 a réduit les besoins en capitaux étrangers.

Un pays ne peut pas continuellement accumuler d'importants déficits au compte courant à moins que sa croissance économique ne soit suffisamment soutenue. L'augmentation de la taille de l'économie permet d'amortir les déficits accumulés. Par ailleurs, si le déficit au compte courant provient d'une hausse de l'investissement, la croissance économique pourrait s'en trouver stimulée à long terme. À l'inverse, si le déficit au compte courant est associé à une augmentation de la consommation ou à une hausse des dépenses courantes des gouvernements, le potentiel de croissance économique à long terme sera probablement plus faible et le risque d'instabilité financière plus grand.

Des améliorations encore souhaitables pour l'investissement et la productivité

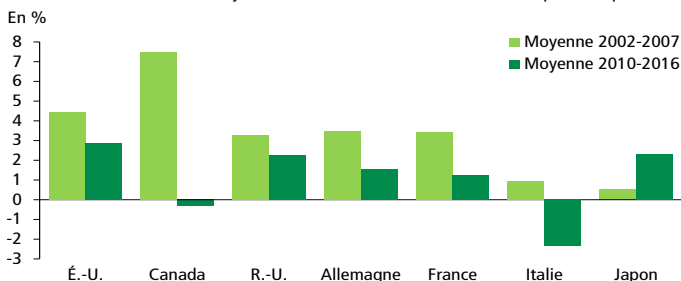
Les investissements permettent d'accroître le stock de capital pouvant servir à la production de biens et de services. C'est pourquoi la croissance économique à long terme aura tendance à augmenter si les investissements sont élevés. L'effet sur l'économie peut cependant varier selon le type d'investissement et le taux d'utilisation du capital déjà en place. Dans un autre ordre d'idées, une hausse du stock de capital améliore généralement la productivité du travail, ce qui favorise une hausse des salaires réels et augmente le pouvoir d'achat des consommateurs. La hausse des salaires peut également faciliter le désendettement des ménages.

La croissance des investissements a généralement été plus faible dans le cycle actuel en comparaison avec le cycle précédent. Certes, l'investissement résidentiel s'est corrigé dans plusieurs pays après la crise, mais les investissements non résidentiels réalisés par les gouvernements et le secteur privé ont aussi diminué, notamment dans les principaux pays avancés (graphique 9 à la page 4). Ce type d'investissement est d'ailleurs plus susceptible d'influencer le potentiel de croissance économique à long terme.

Parallèlement à la faible progression de l'investissement, la productivité du travail a peu progressé au cours des dernières années (graphique 10 à la page 4). Un rebond temporaire a été observé en 2010, mais cela reflète surtout les mises à pied importantes après la crise de 2008-2009 et la réduction des heures travaillées. Depuis 2011, la croissance de la productivité dans les pays du G7 est demeurée inférieure à 1 %. Quant

GRAPHIQUE 9
L'investissement a diminué par rapport au cycle précédent dans les pays du G7, sauf au Japon

Croissance annuelle moyenne de l'investissement non résidentiel public et privé



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 10
La productivité tarde à remonter

Productivité par heure travaillée dans les pays du G7

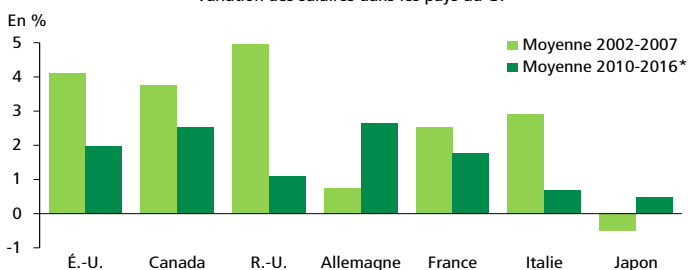


Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

aux salaires, leur progression a généralement été plus faible en comparaison au cycle précédent (graphique 11). Une accélération a toutefois été observée au Japon et en Allemagne, où la progression des salaires était déjà très faible auparavant. La relation avec la productivité n'est pas toujours robuste et plusieurs autres facteurs peuvent influencer les salaires, comme la structure du marché du travail et la réglementation.

GRAPHIQUE 11
Les salaires progressent moins rapidement dans la plupart des principales économies

Variation des salaires dans les pays du G7



* Moyenne 2010-2015 pour le Japon.

Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

À la lumière de ces données, il serait souhaitable d'observer une accélération des investissements non résidentiels au cours des prochaines années afin de soutenir la productivité et de maximiser les chances de voir les salaires augmenter plus rapidement. Les plus récentes données sur l'investissement montrent une amélioration dans plusieurs pays pour l'année en cours, ce qui est encourageant. L'élan pourrait être maintenu en 2018 si l'on se base sur différents indicateurs, dont les indices de confiance des entreprises qui évoluent à des niveaux historiquement élevés.

Vers une poursuite graduelle des ajustements pour une croissance économique plus équilibrée

En résumé, une partie des déséquilibres qui s'étaient formés lors du précédent cycle économique s'est résorbée. La situation financière des ménages aux États-Unis et dans d'autres pays est plus saine, ce qui peut maintenant soutenir une consommation un peu plus forte. Des améliorations sont également observables du côté des échanges internationaux avec moins de déficits et de surplus pouvant être jugés extrêmes ou problématiques pour la croissance économique future.

De façon globale, l'endettement demeure cependant très élevé. Cela s'explique essentiellement par l'endettement des ménages qui a tout de même continué d'augmenter dans plusieurs pays et par la dette des gouvernements qui a fortement progressé après la crise financière de 2008-2009, surtout dans les pays avancés. On peut également s'inquiéter de la réduction des investissements non résidentiels par rapport au cycle précédent et de la faible progression de la productivité.

Les plus récents chiffres sur l'investissement semblent plus encourageants et il faut espérer que la tendance se poursuivra au cours des prochaines années. On pourrait également souhaiter une contribution plus importante de la Chine sur le plan de la consommation. L'enjeu principal pour les prochaines années devrait toutefois être le désendettement des gouvernements. La remontée des taux d'intérêt et la réduction de la détention d'actifs par les banques centrales feront augmenter le fardeau de leurs dettes. Bien qu'une réduction de leur endettement apparaisse souhaitable, cela se ferait au prix d'une croissance économique freinée par des dépenses publiques plus faibles ou des impôts plus élevés.

Une accélération de la croissance économique, soutenue par la productivité, pourrait faciliter le désendettement des gouvernements. Les banques centrales pourraient aussi limiter le choc en normalisant de manière très graduelle leur politique monétaire. C'est d'ailleurs la voie qui semble vouloir être empruntée. Reste à espérer que l'inflation ne jouera pas les trouble-fêtes, car la marge de manœuvre des banques centrales pourrait alors diminuer.

Hendrix Vachon, économiste principal