

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

En cette période d'incertitude, attention de ne pas confondre ralentissement économique et récession



Les craintes à l'égard de la croissance économique se sont accrues au cours des derniers mois. Après une année 2017 faste à l'échelle internationale, les astres se sont désalignés en 2018, surtout en seconde moitié d'année, et l'horizon s'est obscurci pour 2019. Le mot récession est même réapparu dans certains écrits traitant de l'actualité économique. Est-ce vraiment ce qui nous guette?

En fait, il est toujours difficile de prévoir avec un grand degré de certitude si l'économie se contractera ou non. Il faut être prudent dans l'interprétation d'un ralentissement de la croissance économique. Un ralentissement ne conduit pas nécessairement à un état de récession où l'activité économique va reculer et où le taux de chômage va augmenter significativement. La différence est importante. Dans l'état actuel des choses, il est encore probable que l'économie puisse reprendre son souffle sans trop de heurts.

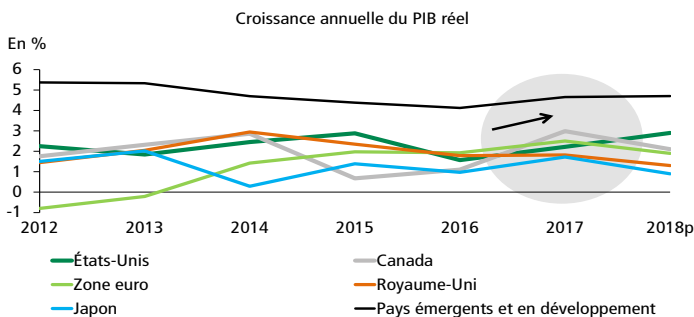
L'année 2018 a été bien différente de 2017

L'année 2017 avait été excellente sur le plan économique. Elle avait entre autres été marquée par une accélération de la croissance presque généralisée à l'ensemble de la planète (graphique 1). Le portrait a toutefois été différent en 2018. Les États-Unis ont été l'un des rares endroits où la croissance économique s'est encore accélérée. D'importantes baisses d'impôts décrétées par l'administration Trump ont notamment contribué à cette embellie. La croissance a plutôt diminué dans

la plupart des autres pays avancés et elle s'est stabilisée, en moyenne, dans les pays émergents et en développement. Une amélioration en Inde et dans quelques autres pays a compensé des ralentissements observés ailleurs, comme en Chine.

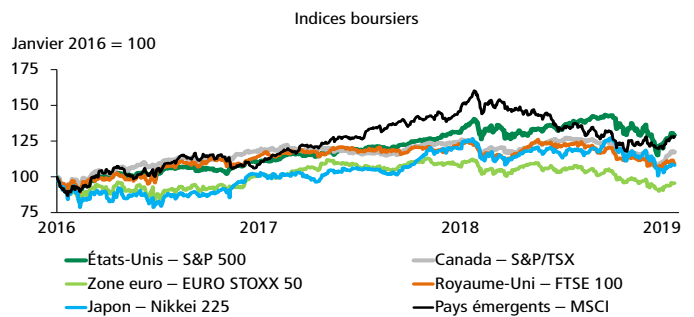
Le revirement de situation a été encore plus marqué sur les marchés financiers. Une plus grande volatilité s'est invitée et des replis importants ont finalement été enregistrés pour l'année 2018 (graphique 2). Pour certains indices boursiers, le

GRAPHIQUE 1
La croissance économique avait augmenté de façon synchronisée en 2017, mais cela n'a pas duré en 2018



p : prévisions de Desjardins
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Après une belle année 2017, les marchés boursiers ont perdu du terrain en 2018



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

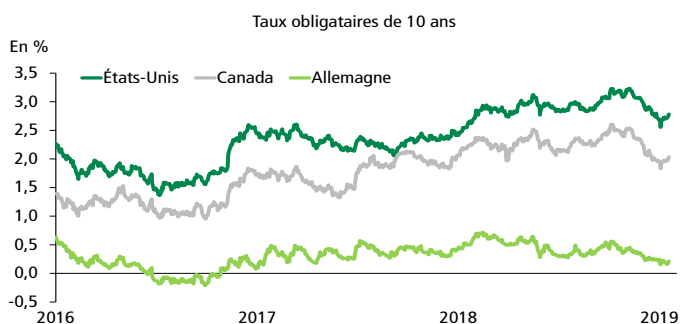
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Hendrix Vachon, économiste principal
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

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 © 2019, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

seuil psychologique des 20 % de pertes a même été atteint, suggérant l'arrivée d'un *bear market*, soit une période prolongée où la Bourse sous-performerait. Les pays émergents ont été plus affectés par les replis boursiers.

Un changement de trajectoire a aussi été observé pour les taux obligataires. Ceux-ci ont d'abord poursuivi sur leur lancée de 2017, mais rapidement, ils ont commencé à plafonner et des baisses ont été observées en fin d'année pour plusieurs termes (graphique 3). Au Canada et en zone euro, les taux obligataires de 10 ans ont terminé l'année plus bas qu'ils ne l'avaient débutée. Un léger gain annuel a été maintenu aux États-Unis, aidé par la poursuite du resserrement monétaire, qui a totalisé quatre hausses de taux d'intérêt directeur en 2018, soit une de plus qu'en 2017. La courbe de rendement s'est grandement aplatie aux États-Unis.

GRAPHIQUE 3 L'ascension des taux obligataires a aussi été freinée



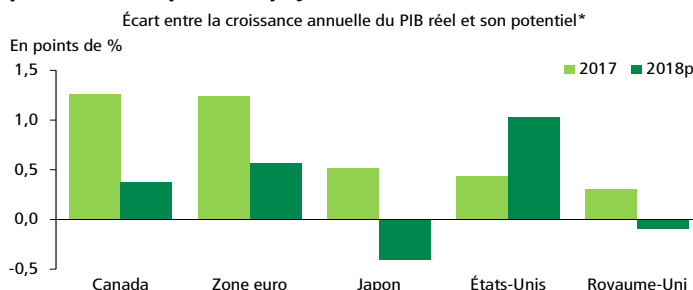
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Un retour plus près du potentiel de croissance économique

Malgré le ralentissement en 2018, il est intéressant de noter que la croissance économique de plusieurs pays s'est maintenue au-dessus de son potentiel de long terme (graphique 4). Cela a notamment été le cas du Canada et de la moyenne des pays de la zone euro.

La croissance potentielle est liée à des facteurs structurels plutôt que conjoncturels. Elle constitue une sorte de limite qui ne peut être constamment dépassée sur une longue période. On l'estime à partir de la progression du nombre de travailleurs disponibles et de la productivité. Le capital disponible, le nombre d'heures travaillées et le niveau d'éducation des travailleurs sont d'autres éléments ayant une influence sur la croissance économique potentielle. Selon les estimations de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), celle-ci avoisinerait 2,00 % aux États-Unis, contre environ 1,75 % au Canada, puis entre 1,00 % et 1,50 % pour le Japon, la zone euro et le Royaume-Uni.

GRAPHIQUE 4 La croissance économique est demeurée supérieure à son potentiel dans plusieurs pays en 2018



p : prévisions de Desjardins; * Écart par rapport à la croissance potentielle du PIB réel estimée par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).

Sources : OCDE, Datastream et Desjardins, Études économiques

La croissance potentielle a déjà été plus élevée. Elle a diminué en raison des changements démographiques, qui se traduisent par un plus faible apport en nouveaux travailleurs. Les gains de productivité ont également subi une baisse dans certains pays. Cela dit, tant que la croissance demeure autour de son potentiel, on ne peut pas vraiment s'en inquiéter. Entre autres choses, le taux de chômage ne devrait pas augmenter tant que la croissance économique ne descendra pas sous son potentiel.

Qu'est-ce que ça prend pour être en récession?

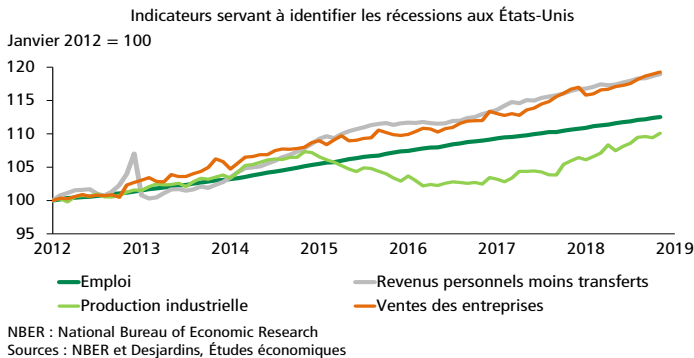
La définition couramment utilisée d'une récession est une baisse du PIB réel s'échelonnant sur au moins deux trimestres. Il ne faut donc pas observer seulement un ralentissement de la croissance économique, mais bien une décroissance.

Il existe toutefois une grande différence entre une récession de seulement deux trimestres et une autre de quatre ou cinq trimestres de baisse du PIB, voire plus. Souvent, on parle d'une récession technique lorsque le PIB affiche seulement deux trimestres de recul et que le cumul de la contraction est limité. Lors d'une récession technique, le taux de chômage augmente généralement peu. L'effet sur le marché de l'emploi est plus manifeste lorsqu'une récession s'éternise et qu'elle cumule une contraction importante. La récession de 2008-2009 a duré six trimestres aux États-Unis, où le recul du PIB réel a totalisé 4 %. L'épisode a été qualifié de « Grande récession ». Dans les pires situations, on parlera de dépression économique. Le PIB se contracte alors de plus de 10 % sur une période d'au moins huit trimestres.

Dépendamment des endroits, le PIB réel n'est pas la seule variable servant à identifier les renversements du cycle économique. Aux États-Unis, le National Bureau of Economic Research (NBER) a l'habitude d'utiliser quatre variables pour déterminer avec plus de précision les sommets et les creux des cycles. Ces variables sont l'emploi, la production industrielle, les ventes des entreprises et le revenu personnel moins les transferts.

À l'heure actuelle, les quatre variables utilisées par le NBER ne montrent aucun renversement du cycle économique (graphique 5). Pour confirmer le début d'une récession, il faudrait observer une faiblesse généralisée et suffisamment persistante de ces variables. En 2015-2016, la production industrielle avait affiché une contraction, mais les autres variables n'avaient pas montré la même morosité et une récession n'avait pas été déclarée. En effet, l'emploi avait continué d'augmenter à un bon rythme, le revenu personnel moins les transferts avait stagné pendant plusieurs mois, mais n'avait pas diminué et la progression des ventes des entreprises avait seulement ralenti. Un scénario similaire pourrait se répéter au cours des prochains trimestres. Cela ne suffirait pas pour déclarer officiellement une récession, mais serait néanmoins caractéristique d'une économie dont le rythme de croissance ralentit.

GRAPHIQUE 5 Les indicateurs du NBER permettant d'identifier les récessions aux États-Unis demeurent tous en hausse

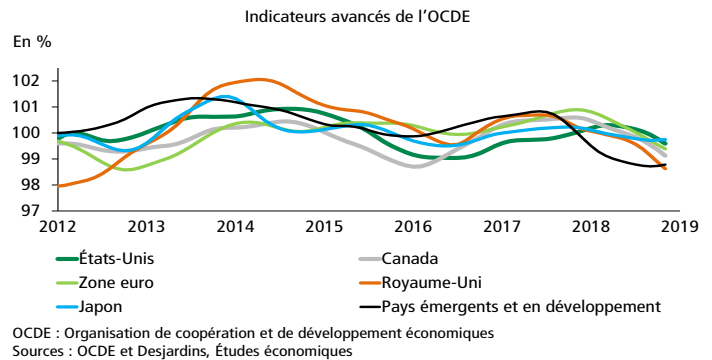


L'horizon s'est assombri

La baisse des marchés boursiers et des taux obligataires observée à la fin de l'année 2018 peut être vue comme une perte de confiance des investisseurs devant une économie qui ralentit et qui risque de ralentir davantage. Certains prêtent des vertus prémonitoires à ces mouvements de marché, mais il importe aussi de se baser sur des indicateurs plus directement représentatifs de l'activité économique pour mieux juger de ce que les prochains mois nous réservent. Les variables utilisées par le NBER sont pratiques pour suivre le cycle économique, mais non pour anticiper ce qui s'en vient. À cet égard, des indicateurs avancés, comme ceux calculés par l'OCDE, peuvent aider. Pour l'instant, ces indicateurs montrent peu de signes d'amélioration de la croissance pour les prochains mois (graphique 6). Au mieux, on semble entrevoir une stabilisation de la situation dans les pays émergents. En ce qui concerne les États-Unis, la zone euro et plusieurs autres économies, la situation pourrait encore se détériorer.

Plusieurs embûches potentielles pourraient aggraver la situation économique. L'année 2018 a été marquée par une montée du protectionnisme américain. Les États-Unis ont appliqué

GRAPHIQUE 6 Les indicateurs avancés de l'OCDE ne suggèrent pas de remontée de l'activité économique à court terme



plusieurs nouveaux tarifs douaniers et les pays concernés ont généralement répliqué. D'autres tarifs pourraient être ajoutés en 2019, ce qui risquerait de pénaliser davantage l'économie mondiale.

L'augmentation de l'incertitude politique est un autre risque majeur. Cela rend le climat économique moins propice aux investissements. Les ménages peuvent également devenir plus hésitants à effectuer de gros achats. L'effet peut aussi se faire sentir par les gouvernements, qui peuvent avoir plus de difficulté à appliquer des réformes ou à réaliser des projets potentiellement bénéfiques pour l'économie. L'incertitude politique paraît particulièrement élevée en Europe avec l'avenir encore incertain du Royaume-Uni dans l'Union européenne, mais aussi devant la crise des gilets jaunes en France, la fragile coalition entre la Ligue et le Mouvement 5 étoiles en Italie ainsi que la montée en popularité de l'extrême droite en Allemagne. Les États-Unis ne sont pas en reste avec la possibilité d'une autre fermeture partielle de l'appareil gouvernemental à la mi-février.

La volatilité des marchés pourrait elle-même devenir un risque pour l'économie en minant davantage la confiance des consommateurs et des entreprises. La volatilité des prix des ressources naturelles, dont le pétrole, pourrait aussi jouer les trouble-fêtes. Les prix de l'or noir ont fait le yoyo en 2018, inquiétant tantôt ceux qui devaient payer plus cher pour leur essence, tantôt les investisseurs voyant la rentabilité des entreprises dans ce secteur diminuer. L'évolution des prix du pétrole a aussi une grande influence sur l'inflation à court terme. Or, une remontée importante des prix du brut pourrait vite relever l'inflation totale et inquiéter les marchés quant à la réaction des banques centrales.

Un rebond des principaux indices boursiers est néanmoins observé depuis le début de l'année. Le ton plus prudent adopté par certaines banques centrales, dont la Réserve fédérale (Fed), a aidé à rassurer les investisseurs. En ralentissant le rythme de son resserrement monétaire, la Fed devrait laisser plus d'oxygène à une économie qui semble avoir besoin de reprendre son souffle.

Les répercussions d'une Fed plus prudente se font également ressentir à l'échelle internationale, et en particulier dans les pays émergents, où l'évolution des taux d'intérêt et les flux de capitaux sont grandement tributaires de la politique monétaire américaine.

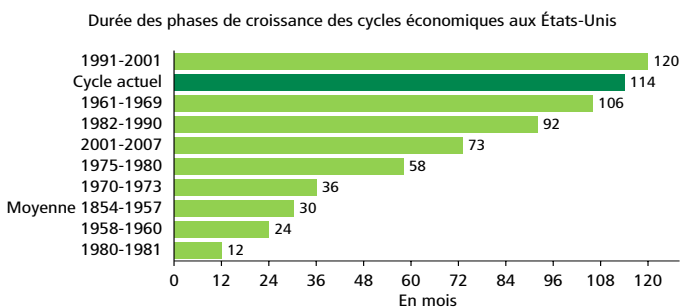
Un autre élément qui a rassuré les investisseurs en ce début d'année a été l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Les négociations en cours pourraient conduire à une réduction des mesures protectionnistes. Cependant, une fin heureuse est encore loin d'être garantie et l'animosité pourrait vite revenir.

Et que dire de l'âge du cycle?

L'usure du temps commence vraisemblablement à se faire sentir sur le cycle économique. Près de dix ans se sont écoulés depuis la fin de la dernière récession aux États-Unis. Si la période de croissance se poursuit jusqu'en juin prochain, le record de longévité du cycle de 1991-2001 sera égalisé (graphique 7).

GRAPHIQUE 7

Aux États-Unis, le cycle économique prend de l'âge et pourrait bientôt être le plus long jamais enregistré



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

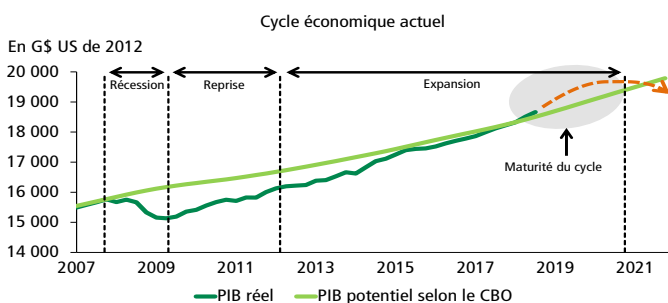
Le cycle actuel a cependant été différent des précédents avec, entre autres, une reprise qui a mis du temps à s'enraciner. Lorsque l'économie a recommencé à croître à l'été 2009, il a fallu deux ans pour simplement revenir au niveau du PIB qui avait cours avant le début de la récession. Il a aussi fallu attendre longtemps avant que les capacités excédentaires de production ne soient utilisées. Cela est atteint lorsque le PIB réel dépasse le niveau de production potentielle. Le niveau de production potentielle est une sorte de tendance à long terme du PIB réel où les facteurs de production, comme le travail et le capital, sont jugés pleinement utilisés. La variation annuelle de cette mesure correspond à la croissance potentielle, que nous avons abordée plus tôt.

Une fois le PIB potentiel dépassé, on peut dire que le cycle économique arrive à maturité. En moyenne, cette période dure environ trois ans. Aux États-Unis, comme le PIB réel a dépassé son potentiel au printemps 2018, cela signifie que le cycle actuel

pourrait se prolonger jusqu'au début de 2021 et que le précédent record de longévité pourrait être largement battu (graphique 8). Il existe tout de même une bonne marge d'erreur autour de cette analyse. Le PIB réel n'avait pas vraiment eu le temps de dépasser son potentiel avant que la récession de 2008-2009 ne débute.

GRAPHIQUE 8

Le cycle économique est entré dans sa dernière phase



CBO : Congressional Budget Office

Sources : Bureau of Economic Analysis, CBO et Desjardins, Études économiques

En résumé, il paraît trop tôt pour parler d'une récession, mais la prudence reste de mise

En cette période d'inquiétude et d'incertitude, il peut être tentant de croire que le ralentissement économique actuel pourrait être la prémisse d'une récession. Cela dit, il semble encore tôt pour conclure à un tel dénouement avec un haut degré de certitude. Certes, la croissance économique a ralenti dans plusieurs pays en 2018 et l'horizon demeure, pour l'instant, assombri. En même temps, il faut considérer que la pause attendue dans le resserrement des politiques monétaires donnera un coup de pouce à la conjoncture économique. Par ailleurs, l'économie américaine pourrait encore surprendre alors que le marché du travail continue de faire bonne figure et que la croissance des salaires s'est accélérée. Jumelée à une possible poursuite du rebond boursier et à l'apaisement de certains risques, la consommation américaine pourrait finalement être au rendez-vous en 2019 et constituer l'une des principales locomotives de l'économie mondiale.

Cela étant dit, il ne faut pas non plus mettre des lunettes roses et affirmer qu'une fin de cycle n'arrivera jamais. Nous sommes entrés dans la dernière phase du cycle américain. Celle-ci pourrait durer encore plusieurs trimestres, mais la marge d'erreur est importante. Les prochaines données économiques seront certainement scrutées de très près et des analyses devront porter une attention particulière aux poches de faiblesses qui pourraient faire boule de neige.

Hendrix Vachon, économiste principal