

La décennie du « rééquilibrage » ! Après des années d'insouciance, il faut s'attaquer aux déséquilibres structurels de l'économie mondiale

Les dernières statistiques économiques confirment que la récession planétaire est maintenant derrière nous. Il faut s'en réjouir, car nous venons de connaître la pire crise financière depuis la grande dépression et, sans les efforts hors du commun des autorités monétaires et gouvernementales, les conséquences économiques auraient pu être encore beaucoup plus douloureuses. Le rebond marqué de la croissance économique enregistré aux États-Unis et au Canada depuis la fin de 2009 peut être réconfortant : il porte à croire que ces économies sont prêtes à reprendre la même dynamique qui prévalait avant la crise. Toutefois, l'analyse révèle que la réalité est beaucoup plus complexe. En particulier, il importe de s'attarder aux excès qui ont marqué la précédente phase d'expansion économique.

Si la crise financière a été aussi dévastatrice, c'est en partie en raison de plusieurs déséquilibres structurels mondiaux qui s'étaient accumulés au cours du dernier cycle économique. Parmi ces déséquilibres, notons l'endettement élevé des ménages de plusieurs pays industrialisés, facilité en partie par des innovations financières téméraires et une réglementation inadéquate. Des problèmes d'endettement chroniques ont également frappé de nombreux gouvernements. À cela, on doit ajouter les déséquilibres du commerce international, dont l'important déficit au compte courant¹ des États-Unis et le surplus combiné des pays émergents.

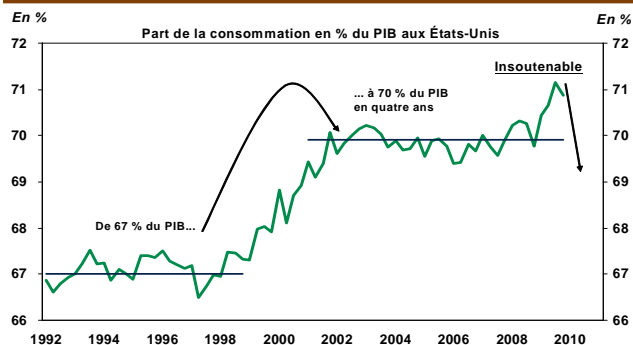
Une telle combinaison de déséquilibres constitue un mélange explosif pour la croissance économique à long terme. Tôt ou tard, un rééquilibrage doit s'opérer. La crise financière et la récession pourraient avoir précipité ces ajustements.

¹ Le compte courant regroupe quatre composantes bien précises. La première concerne le commerce de marchandises. La seconde couvre les exportations et importations de services, dont les dépenses des touristes et les frais de transport. Le solde commercial des marchandises et celui des services constituent l'essentiel du solde du compte courant, d'où parfois l'utilisation de l'expression « balance commerciale » pour faire référence au compte courant, et vice versa. La troisième composante comptabilise les revenus d'investissement, soit le paiement des intérêts et des dividendes entre pays. Enfin, le compte courant englobe également les transferts nets unilatéraux. Il s'agit des paiements internationaux qui ne correspondent à l'acquisition d'aucun bien, service ou actif, par exemple les dons.

VERS UN APPORT MOINS IMPORTANT DU CONSOMMATEUR

En premier lieu, le comportement du consommateur devrait changer de façon importante. Au cours des années 2000, le crédit facile a, en grande partie, fait gonfler la part de la consommation dans les économies industrialisées. Aux États-Unis, c'est plus de 70 % du PIB réel qui reposait sur les dépenses des ménages avant la crise, un niveau qui était clairement insoutenable à long terme (graphique 1).

Graphique 1 – L'accès facile au crédit a considérablement fait augmenter la consommation aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

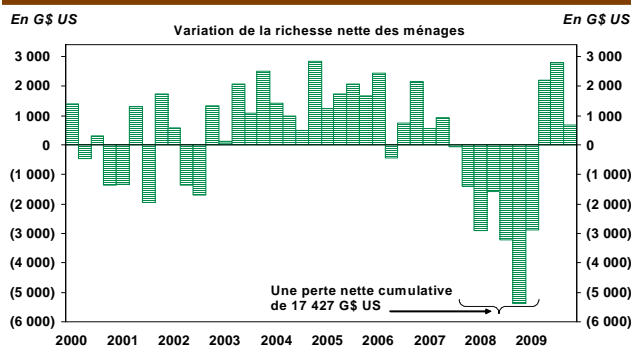
François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Hendrix Vachon
Économiste

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

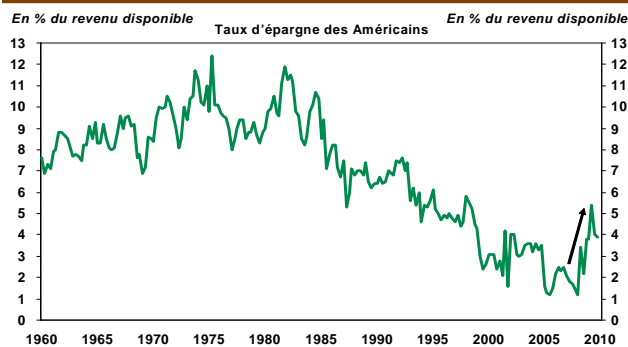
Aujourd'hui, rien n'indique que le consommateur, et tout particulièrement le consommateur américain, soit prêt et apte à recommencer à dépenser de façon effrénée. Il sera d'autant plus circonspect qu'il faudra encore plusieurs années avant de réparer les dégâts causés par l'éclatement de la bulle immobilière. Plus précisément, à l'apogée de la crise, les pertes subies sur le bilan financier personnel et familial des Américains se sont chiffrées à plus de 17 000 G\$ US (graphique 2). Le taux d'épargne plus élevé (graphique 3) et la remontée des Bourses depuis un an n'ont permis de récupérer qu'environ 5 700 G\$ US, soit une fraction de la richesse nette perdue. Par conséquent, la croissance de l'économie mondiale devra s'appuyer sur une nouvelle dynamique pour croître durablement à moyen terme.

Graphique 2 – Les ménages américains ont subi une importante perte de richesse



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Les ménages américains ont relevé leur taux d'épargne après l'éclatement de la crise



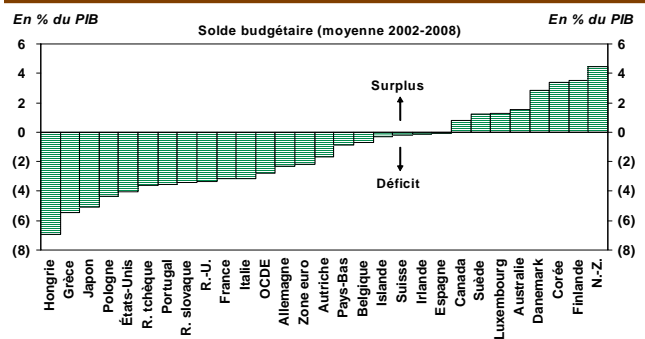
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

UN ENDETTEMENT PUBLIC QUI DOIT ÊTRE MIEUX CONTRÔLÉ

En second lieu, les prochaines années seront marquées par l'assainissement des finances publiques. Malgré une longue période de prospérité, plusieurs gouvernements ont cumulé des déficits au cours des dernières décennies et ont augmenté continuellement leur niveau d'endettement (graphique 4). Par conséquent, la récente récession a rapidement fait bondir la

dette publique de plusieurs pays au-delà du seuil de 90 % du PIB, niveau à compter duquel, selon certaines études, des effets collatéraux négatifs se manifestent². Ces répercussions peuvent éventuellement amputer le rythme de progression de l'économie de 1 %, en moyenne, annuellement (tableau 1 à la page 3). Ce ralentissement de la croissance pourrait provenir entre autres d'une hausse des taux d'intérêt ou des taux de taxation et d'imposition. Certains pays, notamment la Grèce, connaissent déjà d'importantes difficultés à refinancer leurs emprunts. La dette souveraine du Portugal a été décotée en mars dernier, et plusieurs autres pays sont menacés par les agences de crédit.

Graphique 4 – Plusieurs pays industrialisés ont accumulé d'importants déficits durant le dernier cycle économique



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

Dans le contexte actuel, les issues pour les gouvernements fortement endettés sont peu nombreuses. À court terme, réduire rapidement les dépenses ou augmenter fortement les taxes compromettrait la reprise économique. Cependant, continuer d'accumuler les déficits risquerait d'avoir des conséquences financières importantes à plus long terme (baisse de la cote de crédit et hausse des taux d'intérêt), lesquelles pourraient aussi freiner la croissance économique. Un compromis réside néanmoins dans l'application progressive de mesures d'assainissement des finances publiques.

LE COMMERCE MONDIAL NE PEUT PAS INDÉFINIMENT DÉSAVANTAGER LES MÊMES PAYS


En troisième lieu, il est difficilement soutenable pour un pays d'accuser continuellement un déficit au compte courant. C'est pourtant ce qui s'est produit avec les États-Unis depuis le début des années 1980 (graphique 5 à la page 4). La situation a pris une ampleur encore plus considérable au début des années 2000 en raison d'une croissance plus rapide des importations par rapport aux exportations. En moyenne, entre

² Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper N° 15639, janvier 2010.

**Tableau 1 - Impact sur la croissance économique
du poids de la dette publique : données historiques**

Dette brute du gouvernement central (fédéral)/PIB

<i>Pays et croissance économique</i>	<i>Période</i>	<i>Moins de 30 %</i>	<i>Entre 30 % et 60 %</i>	<i>Entre 60 % et 90 %</i>	<i>Plus de 90 %</i>
Allemagne	1880-2009	3,6	0,9	n.d.	n.d.
Australie	1902-2009	3,1	4,1	2,3	4,6
Autriche	1880-2009	4,3	3,0	2,3	n.d.
Belgique	1835-2009	3,0	2,6	2,1	3,3
Canada	1925-2009	2,0	4,5	3,0	2,2
Danemark	1880-2009	3,1	1,7	2,4	n.d.
Espagne	1850-2009	1,6	3,3	1,3	2,2
États-Unis	1790-2009	4,0	3,4	3,3	-1,8
Finlande	1913-2009	3,2	3,0	4,3	1,9
France	1880-2009	4,9	2,7	2,8	2,3
Grèce	1884-2009	4,0	0,3	4,8	2,5
Irlande	1949-2009	4,4	4,5	4,0	2,4
Italie	1880-2009	5,4	4,9	1,9	0,7
Japon	1885-2009	4,9	3,7	3,9	0,7
Norvège	1880-2009	2,9	4,4	n.d.	n.d.
Nouvelle-Zélande	1932-2009	2,5	2,9	3,9	3,6
Pays-Bas	1880-2009	4,0	2,8	2,4	2,0
Portugal	1851-2009	4,8	2,5	1,4	n.d.
Royaume-Uni	1830-2009	2,5	2,2	2,1	1,8
Suède	1880-2009	2,9	2,9	2,7	n.d.
Moyenne		3,7	3,0	3,4	1,7
Médiane		3,9	3,1	2,8	1,9
Nombre d'observations = 2 317		866	654	445	352


**Forte baisse de la
croissance économique**

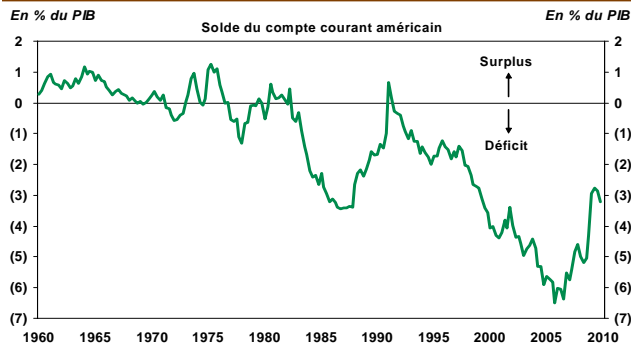
Source : Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff, *Growth in a Time of Debt*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper N° 15639, janvier 2010

2001 et 2008, le déficit commercial américain correspondait presque à la totalité du surplus du reste de la planète (graphique 6 à la page 4).

Des politiques dans certains pays émergents, visant, entre autres, à gonfler leurs exportations en maintenant une monnaie sous-évaluée par rapport au dollar américain, ont

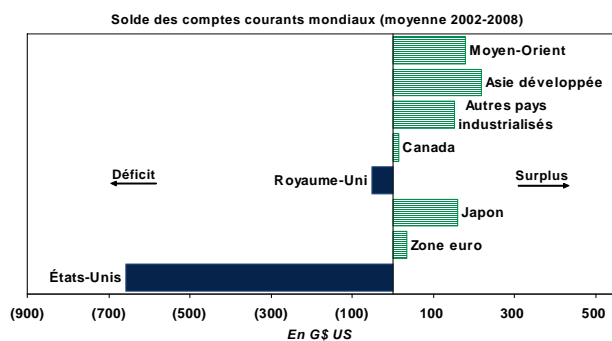
beaucoup contribué au problème des déséquilibres commerciaux. Par ailleurs, les pays exportateurs de matières premières, qui ont bénéficié d'une hausse des prix de leurs exportations depuis plus d'une dizaine d'années, ont vu leur solde commercial s'améliorer presque automatiquement. Pour les pays importateurs nets de matières premières, comme les États-Unis avec le pétrole, les hausses de prix sont

Graphique 5 – Le solde du compte courant américain demeure en territoire négatif depuis les années 1980



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – Le déficit au compte courant des États-Unis absorbe l'essentiel des surplus du reste du monde



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

nécessairement accompagnées d'une détérioration accrue du solde commercial à moins que les volumes importés diminuent significativement, ce qui est plutôt rare. Qui plus est, les déséquilibres macroéconomiques internes peuvent aussi avoir une incidence notable sur l'évolution des balances commerciales.

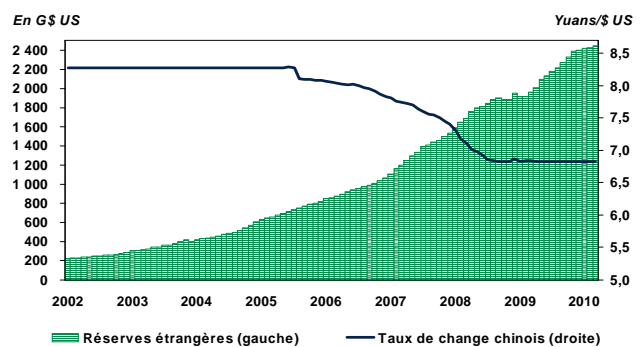
DES DÉSÉQUILIBRES QUI NE SONT PAS INDÉPENDANTS L'UN DE L'AUTRE

Il est en effet possible de relier entre eux les déséquilibres du commerce international, de l'endettement des ménages et de l'endettement des gouvernements. Toutes choses étant égales par ailleurs, un pays où les ménages et les gouvernements s'endettent à outrance sera plus susceptible de voir le solde de son compte courant se dégrader. En fait, selon la théorie économique, le solde du compte courant peut être interprété comme l'équivalent d'un flux de capitaux étrangers. Lorsque l'épargne locale ne parvient pas à financer les excès d'endettement des ménages et des gouvernements, une entrée nette de capitaux étrangers doit s'opérer pour équilibrer le tout (voir l'encadré 1 à la page 5). Le niveau d'investissement peut également avoir une incidence sur les flux étrangers. Une hausse de l'investissement augmente les

besoins de capitaux, tandis qu'une baisse réduit ces besoins. Il est cependant reconnu que le recours aux capitaux étrangers pour financer des investissements productifs (privés et publics) est moins problématique étant donné qu'ils contribuent à augmenter le potentiel de croissance de l'économie.

Cette façon d'associer les déséquilibres commerciaux aux déséquilibres macroéconomiques internes d'une économie ne permet toutefois pas de balayer du revers de la main l'influence qu'ont les politiques de contrôle du taux de change. Lorsqu'un pays fixe son taux de change à un niveau trop faible, les bas prix offerts aux étrangers dans leur monnaie nationale encouragent une consommation excessive (diminution de l'épargne, hausse des besoins en capitaux étrangers). Par ailleurs, ces politiques ont, dans bien des cas, une influence notable sur l'évolution des taux d'intérêt dans les pays importateurs. L'exemple le plus flagrant est celui de la Chine depuis la dernière décennie, qui, pour maintenir le yuan faible, doit entre autres accumuler des réserves impressionnantes d'actifs libellés en devises étrangères (graphique 7). En pratique, ces actifs sont essentiellement des titres américains. Par conséquent, cette demande supplémentaire pour les titres américains se traduit par des taux d'intérêt de marché plus faibles aux États-Unis : une incitation au cercle vicieux de l'endettement. Toutefois, la pression à la baisse sur les taux d'intérêt américains devrait s'estomper progressivement avec la diversification des réserves de change des banques centrales en faveur d'autres devises telles que l'euro.

Graphique 7 – La politique de change de la Chine nécessite l'accumulation excessive de réserves en devises étrangères



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

UNE ISSUE POUR UNE CROISSANCE DURABLE

Il y a lieu de croire que les conditions nécessaires à une croissance durable pourront être réunies, tout en évitant de répéter les excès du passé. Une telle dynamique prendra néanmoins quelques années à s'installer. Pour compenser le plus faible apport des consommateurs dans plusieurs pays industrialisés, la croissance économique de ces pays devra

Encadré 1 – Une autre interprétation du compte courant

De façon analytique, on peut montrer que, pour un pays donné, le solde du compte courant fluctue selon l'épargne privée, l'investissement et le déficit public.

Tout d'abord, définissons l'épargne. L'épargne d'un pays (épargne nationale) provient à la fois des individus et des entreprises (épargne privée) et du gouvernement (épargne publique). L'épargne privée correspond à la part du revenu qui n'est ni consommée ni utilisée pour payer des taxes. L'épargne publique correspond à la différence entre les dépenses et les revenus du gouvernement. Lorsque le gouvernement fait un déficit, l'épargne publique est négative, et vice versa. L'équation ci-dessous résume le tout.

$$S = S_p + S_g \Leftrightarrow S = (RNDB - C - T) + (T - G)$$

Où « S » désigne l'épargne totale d'un pays;

« S_p » désigne l'épargne privée;

« S_g » désigne l'épargne publique;

« $RNDB$ » désigne le revenu national disponible brut;

« C » désigne la consommation;

« T » désigne les taxes;

« G » désigne les dépenses gouvernementales.

Pour faire le lien avec le compte courant, il faut d'abord partir de l'équation fondamentale illustrant l'égalité entre les revenus et les dépenses d'une économie, soit $RNDB = C + I + G + CC$, où « CC » désigne le solde du compte courant et « I » l'investissement.

En réallouant les termes de cette dernière équation, nous obtenons que le solde du compte courant est égal au revenu moins la consommation, moins l'investissement, moins les dépenses gouvernementales.

$$CC = RNDB - C - I - G$$

À partir de l'équation de l'épargne, on peut remplacer $RNDB - C - G$ par l'épargne nationale « S ». Nous trouvons alors que le solde du compte courant d'un pays dépend de la différence entre l'épargne nationale et l'investissement.

$$CC = S - I$$

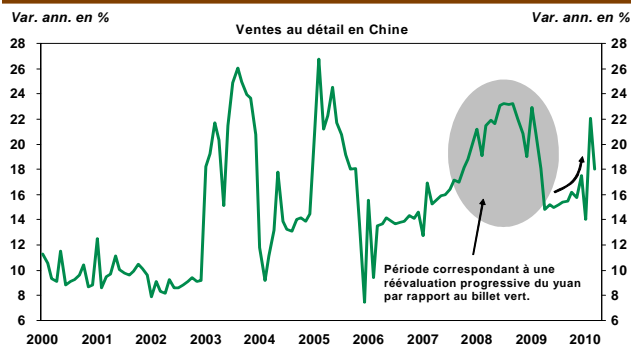
En d'autres mots, si l'investissement est supérieur à l'épargne, le pays doit emprunter à l'étranger pour financer le déficit du compte courant. Inversement, si l'investissement d'un pays est plus faible que l'épargne, le pays prêtera son surplus d'épargne à l'étranger. En distinguant l'épargne nationale en deux catégories, soit l'épargne privée et l'épargne publique, nous obtenons la relation entre le compte courant, l'épargne privée, le déficit public et l'investissement.

$$CC = S_p + S_g - I$$

Cette dernière équation nous montre qu'un gouvernement qui ne contrôle pas bien ses dépenses (S_g est négatif) influence négativement le solde du compte courant. Parallèlement, un excès d'endettement du consommateur réduira l'épargne privée (S_p) et accentuera aussi les besoins de capitaux étrangers.

s'appuyer davantage sur l'investissement des entreprises et sur l'amélioration des balances commerciales. En revanche, les pays émergents, qui ont pris l'habitude d'écouler une part importante de leur production à l'étranger, devront miser sur leur croissance interne en stimulant leur consommation et leurs investissements (graphique 8). Il est prévu, ou du moins souhaité, que des pays comme la Chine abandonneront progressivement le contrôle de leur taux de change, ce qui facilitera ces ajustements.

Graphique 8 – Vers une accélération de la consommation chinoise et de la demande intérieure, en général, dans les pays émergents



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

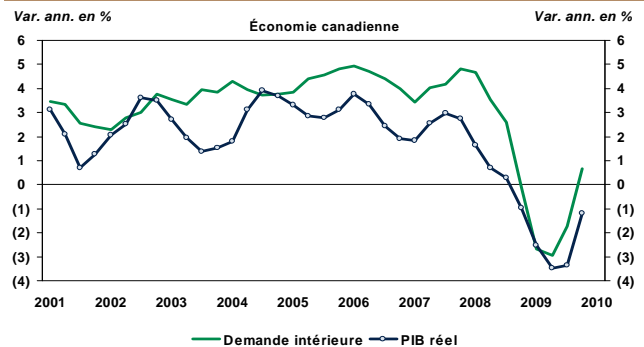
Quoi qu'il en soit, certains pourraient douter de la vigueur attendue de l'investissement des entreprises, en particulier dans les pays industrialisés, alors que la consommation devrait demeurer modérée. Pourtant, il existe plusieurs arguments favorables. D'abord, pour une entreprise, l'investissement demeure une bonne façon d'assurer sa compétitivité et de maximiser ses profits à long terme. De plus, le développement des pays émergents ouvrira de nouveaux marchés. Cela est sans compter les opportunités qui pointent localement, notamment dans les nouvelles technologies, dans le secteur énergétique, et de plus en plus dans les domaines liés à l'environnement. Enfin, l'accès au financement sera favorisé par l'épargne plus élevée des ménages qui devrait limiter la progression amorcée des taux d'intérêt de marché. L'assainissement des finances publiques aiderait également au maintien de conditions de crédit favorables pour les entreprises.

Une croissance économique durable est un élément nécessaire au retour de l'équilibre budgétaire des gouvernements occidentaux, qui ont été plus durement affectés par la récente récession. Sans rebond du secteur privé, les gouvernements pourraient difficilement cesser de soutenir l'économie. Afin toutefois d'éviter de nuire à la reprise économique, la meilleure solution est de rétablir progressivement l'équilibre budgétaire tout en mettant en place des conditions favorisant les investissements productifs (tant dans le secteur privé que dans le secteur

public) et le développement du capital humain. De telles mesures auront pour effet d'accroître le potentiel de croissance de l'économie, ce qui contribuera à terme à réduire plus rapidement le poids de l'endettement par rapport à la taille croissante de l'économie.

Enfin, certains pays pourront bénéficier d'une hausse des revenus provenant de la progression des cours des matières premières, qui devrait se poursuivre à moyen terme. Au Canada, il s'agit d'un facteur qui soutient fortement la demande intérieure (graphique 9). En revanche, le taux de change tend à refléter l'appréciation des termes de l'échange, ce qui nuit à d'autres secteurs d'activité. L'expression « mal hollandais » est souvent employée pour décrire ce phénomène³. Ici encore, l'investissement et l'innovation, qui se traduisent par des gains de compétitivité pour les entreprises, figurent parmi les solutions pour éviter l'atrophie des industries qui subissent les contrecoups des fluctuations de change.

Graphique 9 – La vigueur de la demande intérieure canadienne ne se dément pas depuis quelques années



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

CONCLUSION : NÉCESSITÉ D'UNE NOUVELLE DYNAMIQUE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Après de nombreuses années de croissance frénétique, il importe de prendre la mesure des excès qui ont conduit au dérapage de la fin de la décennie. Les bases de la croissance passée, qui reposent pour l'essentiel sur le consommateur, en particulier américain, ne sont pas viables à long terme. Un nouvel équilibre qui passera notamment par un meilleur partage de la richesse devra émerger. Il faut éviter que des

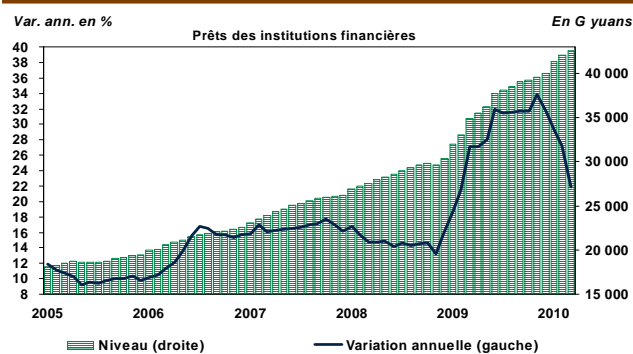
³ En 1977, la revue *The Economist* a utilisé l'expression « Dutch Disease » pour décrire le déclin du secteur manufacturier aux Pays-Bas à la suite de la découverte de gaz naturel dans les années 1960. Sans minimiser les conséquences directes du déclin du secteur manufacturier, les effets néfastes du syndrome hollandais apparaissent surtout lorsque le secteur des ressources précédemment en forte croissance subit un déclin causé soit par une chute des prix, soit par l'épuisement de la ressource. L'économie subit alors une forte baisse de revenu, laquelle ne peut être compensée par une croissance rapide du secteur manufacturier déjà affaibli.

économies, industrialisées ou en voie de l'être, ne se retrouvent cantonnées dans des positions extrêmes qui mènent à de nouveaux déséquilibres mondiaux.

La décennie 2010-2020 sera-t-elle celle du « rééquilibrage » ? Pour qu'elle le devienne, il faut dès à présent s'atteler à redéfinir les nouveaux points d'appui de l'économie mondiale et préciser ce que serait un meilleur partage des forces en présence. En outre, les pays émergents devront certainement miser davantage sur la croissance de leur demande intérieure alors que celle des États-Unis et celle d'autres pays industrialisés seront freinées par l'assainissement des bilans des ménages et des gouvernements. Les entreprises, par l'entremise de l'investissement et de l'innovation, seront appelées à accroître leur contribution à la croissance économique à court et à long terme.

Par ailleurs, d'autres déséquilibres pourraient aussi ébranler la stabilité économique mondiale. Notons, entre autres, les risques d'éclatement d'une bulle du crédit en Chine en raison de la qualité probablement douteuse du volume élevé de prêts effectués par les institutions financières (graphique 10) ou, plus près de nous, de l'intensification du mal hollandais sur l'économie canadienne due à une nouvelle poussée marquée du huard.

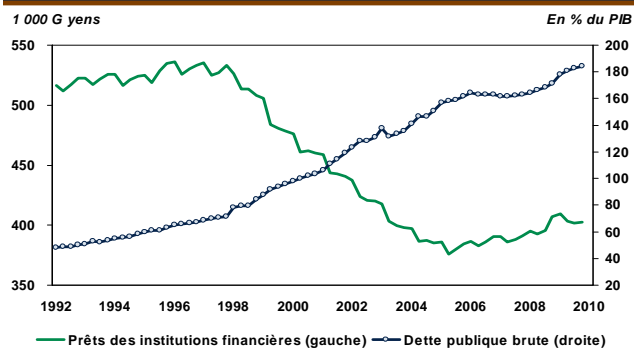
Graphique 10 – Le volume des prêts bancaires s'est fortement accéléré en Chine en 2009



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

Quoi qu'il en soit, il ne faut pas reproduire la situation qui prévalait avant la crise. L'aggravation de l'endettement des ménages se traduirait par des risques élevés d'une deuxième crise financière, ce qui nécessiterait à nouveau l'intervention des gouvernements. À l'opposé, il ne faut pas non plus que la demande privée pour le crédit sur le plan mondial demeure anémique sur une trop longue période parce que les gouvernements devraient, dans ce cas, soutenir l'économie plus longtemps que prévu, un peu à l'image du cas nippon depuis 20 ans (graphique 11). Bien utilisé, le crédit joue un rôle primordial dans le développement économique. L'allocation du capital doit cependant être davantage

Graphique 11 – La faible demande pour le crédit au Japon a nécessité un soutien plus important du gouvernement



Sources : Japan Cabinet Office, Bank of Japan et Desjardins, Études économiques

redirigée vers des éléments productifs et vers l'innovation afin que tout un chacun puisse bénéficier d'une véritable création de richesse et d'une hausse de son niveau de vie.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Hendrix Vachon

Économiste