



# ÉCONOMIE MONDIALE : DES PROGRÈS, MAIS ENCORE DES DÉFIS À RELEVÉ

Les quatre dernières années ont été particulièrement mouvementées pour l'économie mondiale. Durant une bonne partie de cette période, les États-Unis et l'Europe se sont efforcés de corriger les déséquilibres qui s'étaient développés au sein de leur économie avant et pendant la crise financière de 2008, principalement l'endettement excessif qui freinait leur croissance. Les Américains ont surtout misé sur une série d'assouplissements sans précédent de leur politique monétaire, ce qui a fait chuter le taux d'intérêt à long terme à son plus bas niveau historique et a soutenu les prix des actifs risqués, tant aux États-Unis qu'ailleurs sur la planète. Cette stratégie a bien fonctionné et leur a permis de réaliser des progrès considérables dans la résolution de leurs problèmes. Ainsi la Réserve fédérale américaine (Fed) a pu amorcer en décembre 2013 le retrait de son programme de stimulation. Les Européens, en revanche, ont privilégié une approche fondée sur l'austérité budgétaire qui, loin d'avoir eu l'effet escompté, a entraîné la zone euro dans la plus sévère récession depuis sa création et n'a donné lieu qu'à de timides améliorations sur le plan économique.

Pendant ce temps, les économies des pays en émergence, qui s'étaient relevées plus rapidement de la crise grâce entre autres au programme de relance musclé instauré par la Chine en 2009, ont pris le relais comme moteurs de la croissance mondiale, contribuant à près des trois quarts de celle-ci entre 2010 et 2013. Au cours des deux dernières années, plusieurs pays ont toutefois connu un ralentissement marqué de leur activité

économique en raison de contraintes de capacité qui ont été exacerbées par un manque de réformes structurelles. En outre, l'annonce par la Fed de la réduction à venir de son programme d'achat d'actifs, en mai 2013, a incité les investisseurs à reconsidérer leur tolérance au risque par rapport à ces marchés et a exposé la vulnérabilité de certains pays.

**Croissance mondiale modeste de 2010 à 2013**  
Près des trois quarts de celle-ci revient aux pays émergents



Sources : CDPQ – Analyse économique et stratégies de répartition de l'actif, FMI

Au total, on peut parler d'une économie mondiale en convalescence, marquée par une disparité très importante des situations selon les zones et les pays.

Dans ce contexte, nous surveillons trois thématiques qui façonneront l'économie mondiale dans les années qui viennent :

## 1. La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis

Après la récession abrupte de 2008-2009, l'économie américaine a crû à un taux annuel moyen de 2,3 % entre 2010 et 2013, une performance tout à fait raisonnable compte tenu de la nature financière de la crise qu'elle a traversée. Ce résultat illustre à quel point les mesures de relance audacieuses en matière de politique monétaire étaient appropriées. En outre, le gouvernement a su bien doser la politique budgétaire, attendant que l'économie retrouve un sentier de croissance plus solide avant de renverser l'assouplissement de la politique qui avait prévalu en 2009-2010.

Cette approche a permis de redynamiser l'économie, faire monter les prix des maisons et générer de bons rendements boursiers. Dans ce contexte, les ménages américains ont pu améliorer leur bilan, leur valeur nette surpassant de quelque 12 % le niveau d'avant-crise, ce qui s'est traduit dernièrement par une hausse de la consommation.

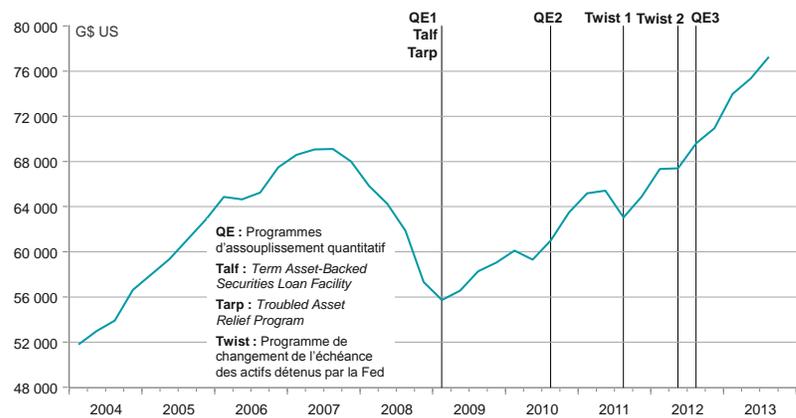
Les États-Unis ont également bénéficié de l'accroissement de la production d'énergie sur

leur territoire, grâce aux innovations technologiques, de même que de la baisse des prix de l'électricité et du gaz naturel qui en a découlé. De plus, le raffermissement de la demande intérieure privée a permis à la production du secteur privé d'enregistrer une performance de 3,1 % en moyenne ces deux dernières années, et ce, malgré le resserrement de la politique budgétaire qui, en 2013, a retranché environ 1,75 point de pourcentage à la croissance du PIB réel. Cela a néanmoins contribué à réduire le déficit du gouvernement fédéral, qui est passé de 8,5 % du PIB nominal en 2010, à 3,3 % en 2013. L'embellie de l'économie américaine a convaincu la Fed d'entamer, en décembre dernier, la normalisation de sa politique monétaire.

Ce processus, qui survient après des années d'assouplissements exceptionnels, pourrait causer des surprises à l'échelle mondiale, y compris aux États-Unis, et ce, même si la dynamique de croissance y est plus solide.

Le renforcement de la première économie mondiale est assurément une bonne nouvelle pour le Canada alors qu'il apparaît de plus en plus évident que son économie doit être réorientée vers les exportations. Entre 2010 et 2013, l'activité économique au pays a progressé à un taux annuel estimé de 2,3 %, soit le même rythme qu'aux États-Unis. Le Canada est sorti de récession plus rapidement que la plupart des autres pays développés. Cependant, au cours des deux dernières années, il est entré dans un régime de croissance plus faible, une situation attribuable aux effets sur la croissance tendancielle des faibles gains de productivité et du développement de certains déséquilibres qui ont limité la hausse de la demande intérieure. En

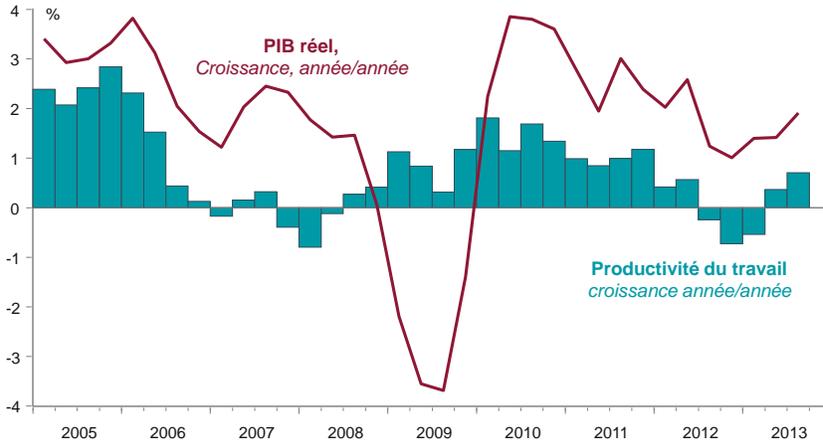
États-Unis – La richesse nette des ménages atteint de nouveaux sommets



Sources : CDPQ – Analyse économique et stratégies de répartition de l'actif, Datastream

particulier, la hausse spectaculaire de l'endettement des ménages canadiens les a contraints à diminuer la croissance de leurs dépenses.

**L'économie canadienne a ralenti depuis 2010, notamment en raison d'une progression plus lente de la productivité**

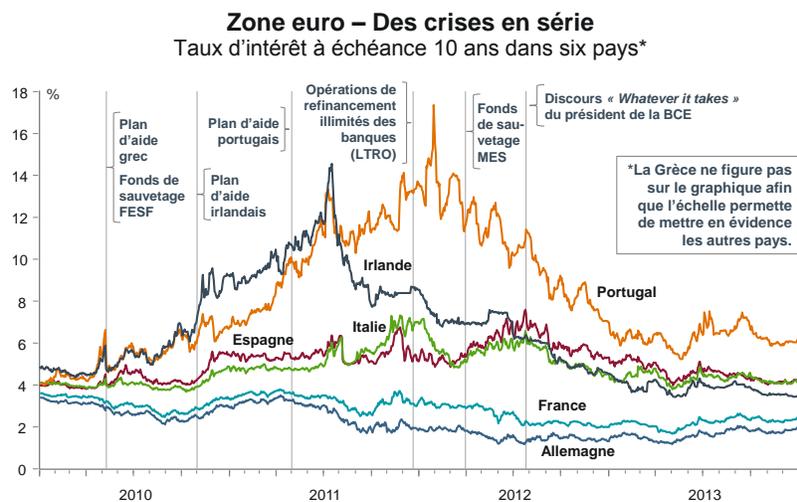


Sources : CDPQ – Analyse économique et stratégies de répartition de l'actif et Statistique Canada via Global Insight.

De plus, la stagnation des prix des matières premières a réduit la croissance des investissements dans les infrastructures. Le cours élevé du dollar canadien, qui reflétait le niveau élevé des prix des ressources, a aussi pesé sur les exportations de biens manufacturés canadiens, ce qui a engendré un fort déficit au compte courant de 3,2 % du PIB en moyenne de 2010 à 2013.

**2. L'évolution de la situation économique en Europe**

Devant les nombreuses crises qui ont secoué la zone euro entre 2010 et 2013, les dirigeants européens ont adopté une approche fondée sur l'austérité, qui a eu pour effet de rendre l'économie plus fragile, sans pour autant résoudre la plupart des problèmes fondamentaux qui l'affligent. Ils n'ont pas suffisamment réformé les institutions nécessaires au bon fonctionnement de leur union monétaire et, en général, ils n'ont pas instauré les réformes structurelles qui, combinées à un assouplissement musclé de la politique monétaire, auraient pu permettre aux pays en difficulté de mieux performer sur le plan économique et de mieux contrôler leur niveau d'endettement. La Banque centrale européenne (BCE) a inondé le système bancaire de liquidités, mais n'a pas souhaité réduire ses taux d'intérêt au minimum et a refusé de prendre des risques supplémentaires sur son bilan. Les autorités ont également misé sur un processus de dévaluation interne pour pallier le manque de compétitivité des pays confrontés à d'importants déficits au compte courant. En conséquence, la zone euro s'est enlisée dans une grave récession.



Sources : CDOQ – Analyse économique et stratégies de répartition de l'actif, Datastream

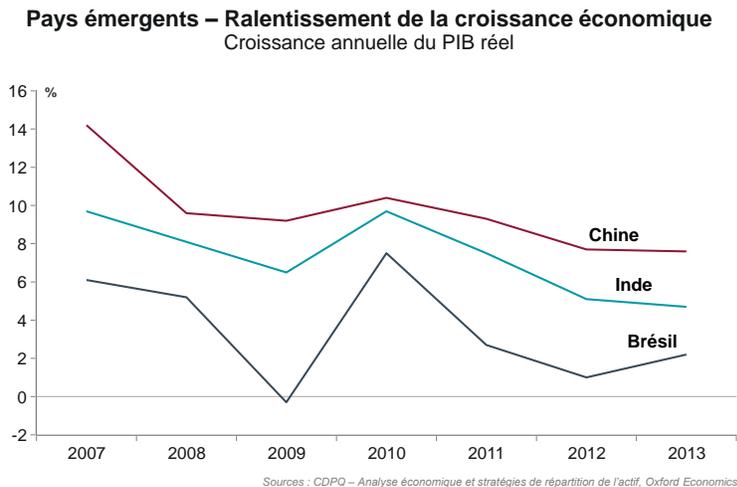
Cette dernière a pris fin au printemps 2013, après que les responsables européens eurent convenu de mettre la pédale douce en matière d'austérité et après que l'incertitude liée à la crise de la dette se fut dissipée. Le moment décisif aura sans conteste été le discours du

président de la BCE, qui a déclaré à l'été 2012 qu'il était prêt à faire tout ce qu'il fallait pour préserver la zone euro. Jusqu'à présent, c'est principalement la bonne tenue de l'économie allemande qui a permis à la zone euro de renouer avec la croissance quoique, récemment, certains indicateurs pointent vers un raffermissement de l'activité économique dans d'autres pays. La reprise demeure par contre faible et fragile, et l'on voit se profiler le spectre de la déflation.

Dans ce contexte, nous croyons que la BCE devra tôt ou tard se résigner à assouplir davantage sa politique monétaire. De plus, pour éliminer les dysfonctions qui retiennent le potentiel de la zone euro, les pays membres devront renforcer leurs institutions et mettre de l'avant des réformes. Enfin, les élections qui se profilent en Europe risquent de montrer le rejet de la construction européenne par les citoyens, rendant les réformes indispensables plus difficiles à adopter.

### 3. Les politiques dans les marchés en émergence

Les turbulences qui secouent les marchés en émergence depuis l'annonce par la Fed de la réduction à venir de son programme d'achat d'actifs, en mai 2013, montrent à quel point ces derniers ne forment pas un bloc homogène et combien il faut les considérer pays par pays. Après la récession de 2008-2009, les économies en émergence ont affiché une croissance vigoureuse en raison des politiques très expansionnistes menées à l'échelle mondiale, mais aussi grâce à un important afflux de capitaux et à l'absence de déséquilibres graves en leur sein. Cependant, dès 2011, plusieurs pays, dont la Chine, le Brésil et l'Inde, ont commencé à faire face à des contraintes de capacité tandis que des pressions inflationnistes se manifestaient. Ces derniers ont réagi en resserrant leur politique monétaire, ce qui, combiné au fait que la croissance de leur potentiel sur le plan de la production était moins forte en raison du report des réformes structurelles, a freiné leur activité économique. La faiblesse de la demande des marchés développés pour leurs exportations a compliqué davantage la situation.



Les pays aux prises avec d'importants déficits au compte courant financés par des investissements de portefeuille ont été particulièrement touchés depuis l'annonce de la Fed, et leur devise s'est beaucoup dépréciée. Pour ne pas accentuer l'inflation, les banques centrales ont réagi en relevant leurs taux d'intérêt, ce qui aura pour effet de ralentir davantage la croissance. Le fait que les marchés en émergence ont de plus en plus de liens commerciaux entre eux risque également d'amplifier la situation.

Bien que le potentiel à long terme de ces pays reste entier, leur performance dépendra de la volonté de leurs dirigeants d'entreprendre les réformes nécessaires pour améliorer le fonctionnement de leur économie. Par ailleurs, la réorientation de l'économie chinoise vers la demande intérieure aura des répercussions tant dans les autres pays émergents que dans les pays producteurs de matières premières, comme le Canada.