

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Une accélération durable de l'économie américaine est-elle possible?

La promesse de Donald Trump d'arriver à une progression de 4 % du PIB réel américain fait face à plusieurs contraintes

Lors de sa campagne électorale et même après son accession à la Maison-Blanche, Donald Trump a prédit que ses politiques amèneraient une accélération de l'économie américaine. Le site Web de la Maison-Blanche fait toujours mention d'un retour à une croissance de 4 %. Un tel résultat aiderait évidemment la nouvelle administration à limiter les conséquences budgétaires de ses promesses électorales, notamment les baisses d'impôts. Une croissance plus rapide est toujours possible à court terme, mais à moyen terme, le défi est grand. Le potentiel de croissance de l'économie américaine devrait davantage tourner aux alentours de 1,8 % au cours des prochaines années. De plus, les politiques qui seront probablement mises de l'avant par le gouvernement de Donald Trump ne suggèrent pas une accélération des principaux éléments qui soutiennent ce potentiel, soit la productivité et la croissance de la main-d'œuvre. Il serait donc étonnant qu'une croissance soutenue de 4 % soit réalisée au cours des prochaines années.

4 % de croissance... ou plus!

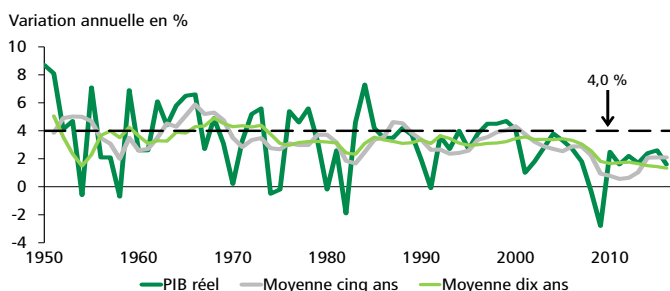
Durant la campagne électorale de 2016, Donald Trump a réitéré plusieurs fois que les États-Unis pourraient atteindre une croissance de 4 % de leur PIB réel. Maintenant président des États-Unis, cette promesse semble toujours tenir. Il est écrit sur le site Web de la Maison-Blanche que « *To get the economy back on track, President Trump has outlined a bold plan to create 25 million new American jobs in the next decade and return to 4 percent annual economic growth.* »

De plus, on peut se rappeler que cette ambitieuse cible de 4 % a quelquefois fait figure de plancher. Au troisième débat présidentiel, Donald Trump a même dit que la croissance pourrait être plus élevée que 4 %, qu'elle pourrait aller jusqu'à 5 % ou 6 %.

Une telle performance de l'économie américaine est rare (graphique 1) et l'on doit se demander si c'est possible pour les États-Unis d'atteindre un tel rythme. On peut tout de suite conclure que cela sera difficile et que plusieurs éléments, notamment la démographie, militent contre une véritable accélération. Déjà, certains membres du nouveau gouvernement américain semblent prendre subtilement leur distance avec ce qui

GRAPHIQUE 1

Une croissance de 4 % ou plus est très rare



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

est promis. Le secrétaire au Trésor, Steven Mnuchin, a récemment parlé de revenir à une « croissance plus normale de 3 % ou plus ».

L'effet Trump sur la confiance et l'économie

La promesse d'atteindre une croissance plus forte repose sur les effets positifs qu'aura la nouvelle administration sur l'économie,

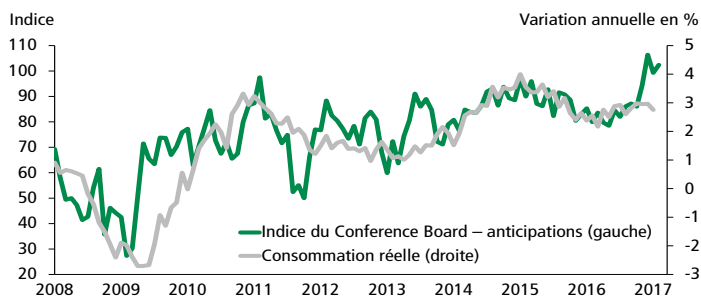
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Francis Généreux, économiste principal

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.

la confiance et les marchés financiers. Pour le moment, on peut dire que ces deux dernières cibles ont bel et bien été touchées. La confiance des consommateurs est en hausse et les derniers niveaux atteints suggèrent une bonne accélération de la consommation personnelle (graphique 2). La confiance des entreprises semble aussi meilleure. L'effet se remarque beaucoup chez les petites entreprises, mais aussi chez les plus grandes. Dans ce cas, la bonne tenue des indices ISM suggère une progression plus forte de l'investissement et de l'économie en général. Il faut aussi rappeler la bonne performance des indices boursiers depuis l'élection.

GRAPHIQUE 2
L'amélioration de la confiance des ménages pourrait entraîner une accélération de la consommation réelle



Sources : Conference Board, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Les agents économiques paraissent donc excités par les promesses de baisses d'impôts des particuliers et des entreprises. La déréglementation semble aussi un point positif, tout comme une hausse promise des investissements en infrastructures. Les conséquences d'un renouveau protectionnisme et les questions liées à l'immigration risquent cependant d'être moins positives pour l'économie.

Si le Congrès et la Maison-Blanche parviennent réellement à mettre de l'avant des politiques plus favorables, il pourrait y avoir effectivement un effet Trump sur la croissance économique américaine. Des trimestres affichant une croissance supérieure à 3 % ou 4 % ne sont pas à exclure. Mais, il y a toute une différence entre une économie stimulée à court terme et une économie qui peut générer une croissance bien plus forte de façon soutenue à plus long terme. Il faut aussi se questionner sur les coûts budgétaires de cette stimulation.

Effets sur le budget fédéral

Des hypothèses de progression plus forte du PIB réel aideraient l'administration Trump à ne pas faire trop gonfler les déficits dans ses futurs documents budgétaires. En fait, une croissance soutenue de 4 % serait une véritable panacée. Dans les documents budgétaires 2017 du gouvernement Obama, l'Office of Management and Budget estimait qu'une croissance plus élevée de 1 % chaque année sur dix ans réduirait le déficit

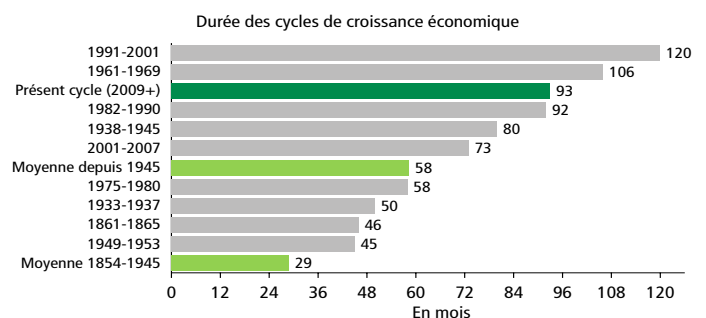
cumulé sur la période de 3 157 G\$ US. Une telle hypothèse aiderait évidemment à pallier le coût des baisses d'impôts promises par Donald Trump, ce qui pourrait faciliter leur adoption par le Congrès.

Les rumeurs récentes faisant état que l'administration voulait prendre pour hypothèse budgétaire une croissance de 3,2 % du PIB réel sur dix ans ont suscité des critiques. Il semble maintenant que la première proposition budgétaire qui devrait être publiée le jeudi 16 mars inclura une prévision de 2,4 % (on ne sait pas si c'est à court ou à moyen terme). Un budget plus étoffé, prévu pour le mois de mai et qui devrait inclure les principales promesses de Donald Trump, pourrait cependant afficher une croissance plus rapide. La dernière proposition budgétaire d'Obama (août 2016) tablait sur une croissance moyenne de 2,3 % sur dix ans (incluant l'effet des mesures de croissance jamais adoptées). Le Congressional Budget Office (CBO) prévoyait en janvier dernier une croissance moyenne de seulement 1,9 % au cours des dix prochaines années.

Le cycle économique actuel ne sera pas éternel

Le présent cycle de croissance économique a commencé à l'été 2009. La reprise a été généralement lente et il a fallu attendre à l'été 2011 pour reprendre le terrain perdu du côté du PIB réel et en mai 2014 pour l'emploi. Malgré son manque de vigueur, ce cycle commence à prendre de l'âge avec 93 mois de croissance. C'est le troisième plus long cycle depuis que le National Bureau of Economic Research compile officiellement les cycles de croissance et les récessions (graphique 3). Les deux seuls épisodes plus longs sont la croissance des années 1990 (120 mois) et celle des années 1960 (106 mois). Il serait donc étonnant que la croissance continue allègrement et sans interruption encore dix années. Une fin de cycle ou, du moins, un essoufflement naturel de la croissance viendrait contrecarrer les plans d'une progression soutenue de la croissance sur un horizon de dix ans.

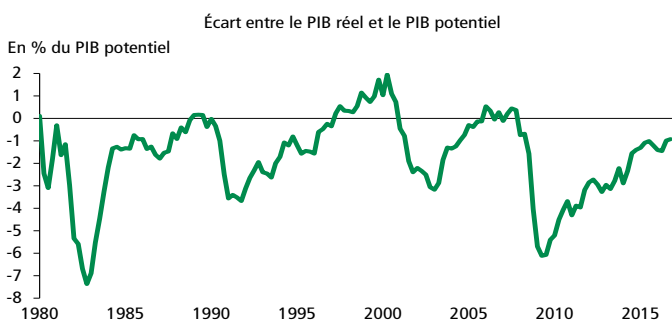
GRAPHIQUE 3
Le présent cycle de croissance est relativement long



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

La croissance cumulée pendant le cycle a permis de fermer une grande partie de l'écart entre le PIB réel et le PIB potentiel (graphique 4). Cela reflète qu'il y a maintenant moins de ressources inutilisées au sein de l'économie américaine. Toutefois, une fois fermé, l'*output gap* suggère que des politiques budgétaires stimulatrices auront, à la marge, moins d'effets sur la croissance réelle et risqueraient d'engendrer plus de pressions inflationnistes. Dans ce contexte, les politiques visant à accélérer la croissance ne seront efficaces à moyen terme que si elles sont tournées vers le potentiel de l'économie et non seulement sur une impulsion conjoncturelle.

GRAPHIQUE 4
L'*output gap* est sur le point de se refermer



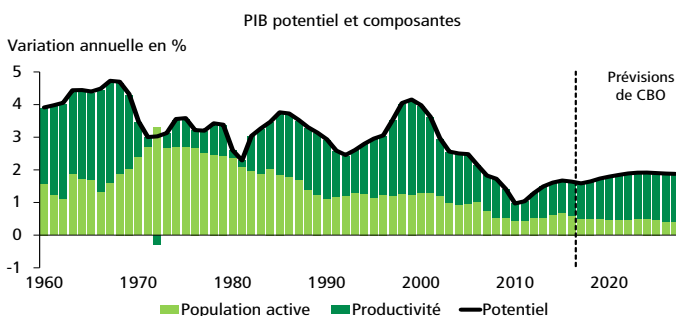
Sources : Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

La contrainte du potentiel économique

Pour évaluer la croissance d'une économie sur une longue période, il est nécessaire d'écarter les aléas de la conjoncture pour se concentrer sur le rythme normal de croissance. Pour cela, on se base sur la croissance du PIB potentiel qui se calcule par la somme de la croissance de la population active et de celle de la productivité.

Le rythme du PIB potentiel a ralenti au cours des dernières années (graphique 5). Une des raisons est la démographie :

GRAPHIQUE 5
La croissance du PIB potentiel est plus lente

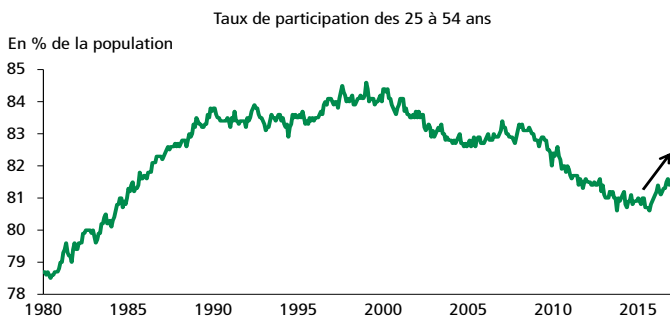


CBO : Congressional Budget Office
Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

le vieillissement de la population limitant la croissance de la population active. Parmi les récentes périodes de forte croissance économique, les États-Unis pouvaient profiter d'une forte poussée de la main-d'œuvre potentielle par l'entrée des baby-boomers et des femmes sur le marché du travail. Toutefois, les perspectives démographiques suggèrent une croissance plutôt lente de la population active au cours des prochaines années.

Cette faiblesse de l'apport de la population active à la croissance du potentiel sera difficile à résorber. Donald Trump a souvent répété qu'il y avait encore un nombre effarant de travailleurs disponibles. La baisse du taux de chômage contredit cette affirmation, mais il est vrai qu'il y a encore place à une croissance plus rapide du taux de participation, notamment chez les 25 à 54 ans (graphique 6). Toutefois, ce ne sera jamais suffisant pour contrebalancer complètement l'effet total du vieillissement de la population. Une solution pourrait passer par une immigration accrue, ce qui contrasterait avec les politiques de l'administration Trump. Pour accélérer la croissance à moyen terme, il faut donc viser une meilleure productivité.

GRAPHIQUE 6
Une augmentation du taux de participation est encore possible



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

La croissance de la productivité a aussi ralenti au cours des dernières années. Le rythme annuel de croissance de la productivité est passé de près de 3 % à la fin des années 1990 à moins de 1 %. Pour les prochaines années, cette variable est moins ancrée que la démographie. Les républicains ont souvent accusé les politiques économiques de Barack Obama d'avoir nui à l'esprit entrepreneurial. Les conseillers économiques de Donald Trump espèrent donc qu'un retour en arrière en matière de réglementation et une réforme de l'impôt des entreprises aideront à accroître le potentiel de l'économie américaine. Un effet positif est envisageable par le biais d'une accélération des investissements des entreprises et des investissements en infrastructures. Mais, il serait étonnant que l'on perçoive une multiplication par deux ou trois de la productivité, d'autant plus que sa faiblesse n'est pas unique aux États-Unis, mais s'observe également dans la plupart des pays avancés.

Somme toute, pour 2017-2027, le CBO anticipe une progression annuelle de seulement 0,5 % de la population active et de 1,3 % de la productivité pour une hausse moyenne de 1,8 % du PIB potentiel.

Il sera donc difficile d'arriver rapidement à une croissance de 4 % et de la conserver sur un grand nombre d'années. Même une cible de 3 % semble hors de portée. Sans tabler sur une accélération de la main-d'œuvre, il faudrait que la productivité progresse constamment entre 2,5 % et 3,5 % pour obtenir une croissance économique qui satisferait les promesses de Donald Trump.

De plus, il faut aussi escompter que certaines politiques envisagées par Donald Trump risquent de nuire à la croissance potentielle. Le protectionnisme a plutôt tendance à limiter la productivité. Les restrictions à l'immigration freinent la croissance de la main-d'œuvre et de l'innovation.

Une promesse qui risque de servir de baromètre électoral

Il est possible que l'économie américaine s'accélère réellement à court terme sous l'effet conjugué d'un meilleur élan conjoncturel et de politiques stimulatrices. La tendance lourde empêche cependant de facilement croire en une accélération soutenue du PIB réel. À moins de changements drastiques du côté de la productivité et de la main-d'œuvre, une croissance durable de 3 % à 4 % est difficilement envisageable sur une longue période. De plus, la durée du cycle économique actuel ne joue pas en faveur d'une telle promesse. En conclusion, celle-ci risque fort de ne pas être tenue. Comme la croissance de l'économie et la création d'emplois sont généralement au centre des préoccupations des électeurs, une incapacité à livrer la marchandise risque de revenir hanter Donald Trump lors des prochaines échéances électorales.

Francis Généreux, économiste principal