

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Récessions : pas toujours facile de les reconnaître

Par Randall Bartlett, directeur principal, économie canadienne

Alors que les banques centrales augmentent les taux d'intérêt de façon énergique pour lutter contre l'inflation, la possibilité d'une récession imminente aux États-Unis et au Canada génère de plus en plus d'attention. En effet, la baisse du PIB réel des États-Unis au premier trimestre de 2022 et la probabilité d'une autre décroissance au deuxième trimestre ont amené certains commentateurs à mentionner que la récession était déjà pratiquement commencée. Alors, les États-Unis étaient-ils réellement en récession au premier semestre de 2022? La réponse est « probablement pas », du moins selon la définition du National Bureau of Economic Research, l'arbitre américain en matière de récession. Le Canada est encore moins susceptible d'avoir été en récession jusqu'à maintenant en 2022. Cependant, quelle est la probabilité qu'un tel événement survienne? D'après les indicateurs économiques, solides jusqu'à présent cette année, les probabilités sont plutôt faibles. Toutefois, ces données ne tiennent pas compte des effets décalés des hausses de taux d'intérêt sur l'économie et, par conséquent, elles sous-estiment la probabilité d'une récession à long terme. Sur la base des prévisions de nos dernières Perspectives économiques et financières, nous estimons plutôt que la probabilité d'une récession en 2023 est élevée, mais toujours inférieure à 50 % aux États-Unis. En revanche, en raison de ses perspectives économiques plus faibles, de sa plus grande sensibilité aux taux d'intérêt et de la volatilité historique plus élevée de la croissance du PIB réel, les probabilités de récession au Canada en 2023 sont de près de 50 %.

Compte tenu de la récente contraction du PIB réel américain au début de 2022, certains observateurs ont conclu que les États-Unis étaient en récession. Est-ce le cas? Et que dire du Canada, dont l'économie est si intimement liée à celle des États-Unis? Dans ce *Point de vue économique*, nous répondrons à ces questions en décrivant ce qu'est une récession, en déterminant si les indicateurs économiques atteignent actuellement le seuil permettant d'utiliser ce terme et en évaluant la probabilité qu'une telle situation se produise.

Qu'est-ce qu'une récession?

De façon générale, pour la plupart des économistes et des observateurs, il y a récession lorsque le PIB réel connaît une décroissance pendant deux trimestres consécutifs. Cependant, bien qu'il s'agisse normalement d'une indication assez fiable, elle ne correspond pas à la véritable définition. C'est un point important, car la période actuelle n'est pas habituelle, une telle indication pourrait ne pas fonctionner aussi bien qu'auparavant.

Aux États-Unis

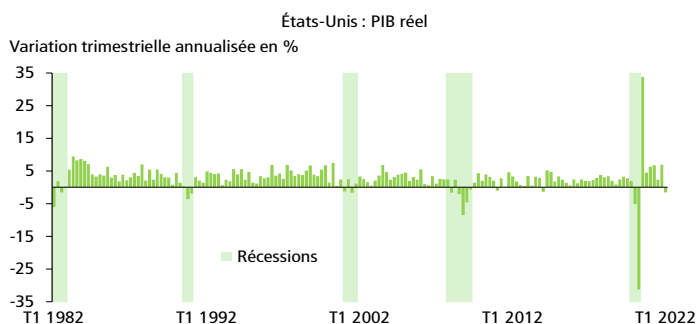
En ce qui concerne les États-Unis, c'est le Business Cycle Dating Committee (le Comité) du National Bureau of Economic Research (NBER) qui « maintient une chronologie des cycles économiques américains. Celle-ci indique les dates des sommets et des creux qui encadrent les récessions et les expansions économiques. Le

Comité adopte une approche rétrospective pour déterminer les dates des moments charnières. Lorsqu'il annonce les sommets et les creux, il attend d'avoir suffisamment de données pour éviter d'avoir à réviser de façon importante la chronologie des cycles économiques ». Ce Comité est formé de certains économistes universitaires les plus réputés aux États-Unis.

Pour déterminer la date d'entrée en récession, le Comité s'appuie sur plusieurs données disponibles. Il met l'accent sur « un ensemble de mesures mensuelles de l'activité économique réelle publiées par les organismes statistiques fédéraux. Elles comprennent, entre autres, le revenu personnel réel moins les transferts, l'emploi non agricole compilé par l'Enquête auprès des entreprises, l'emploi mesuré par l'Enquête auprès des ménages, les dépenses réelles de consommation personnelle, les ventes au détail et en gros ajustées en fonction des variations de prix et la production industrielle. Il n'y a pas de règle fixe quant aux mesures qui renseignent le processus ou à la façon dont elles sont pondérées dans ses décisions ». Toutefois, ces données mensuelles ne sont pas exhaustives, car elles n'incluent pas le PIB réel en fonction des revenus ou des dépenses (que la plupart des spécialistes considèrent comme un indicateur d'une récession). Ces mesures sont évidemment essentielles pour déterminer les sommets et les creux du cycle économique.

Le Comité a identifié 34 récessions aux États-Unis depuis 1857. Plus récemment, il y a eu la crise financière mondiale (de janvier 2008 à juin 2009) et le début de la pandémie (de mars 2020 à avril 2020). Et sans surprise, à l'exception de celle de 2001, chaque récession depuis 1980 s'est accompagnée de deux trimestres consécutifs de décroissance (graphique 1). L'aberration de 2001 est importante, car la décision n'a pas été fondée sur la croissance trimestrielle du PIB réel. Elle a plutôt reposé sur l'emploi, sur le revenu personnel réel moins les paiements de transfert, sur le volume réel des ventes du secteur manufacturier et sur la production industrielle, apparemment dans cet ordre. Par conséquent, tout comme il ne faut pas ignorer une récession qui ne s'accompagne pas de deux trimestres consécutifs de contraction du PIB réel, il faut aussi faire preuve de prudence en qualifiant de « récession » deux trimestres consécutifs de baisse du PIB réel.

GRAPHIQUE 1
Les récessions sont souvent caractérisées par deux trimestres de décroissance



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

Au Canada

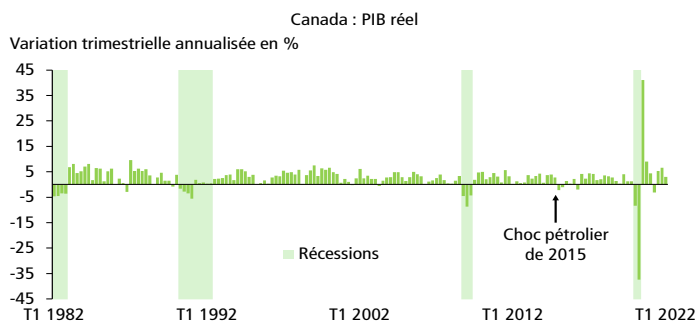
Des considérations similaires s'appliquent au Canada. Ici, nous tournons vers le C.D. Howe Institute Business Cycle Council (le Conseil), qui fixe officiellement les dates des cycles économiques. « Le Conseil exerce une fonction semblable à celle du Business Cycle Dating Committee du National Bureau of Economic Research (NBER) aux États-Unis. Il est constitué des plus grands économistes canadiens encore actifs ». « Les dates des cycles économiques sont déterminées par consensus ».

Tout comme le NBER, le Conseil se penche sur un large éventail d'indicateurs économiques pour déterminer si un ralentissement peut être qualifié de récession. De façon générale, il « recherche un déclin marqué, persistant et généralisé de l'activité économique ». Mais il y a certaines différences avec le NBER. Premièrement, le Conseil mentionne « qu'une baisse de l'activité économique globale d'une durée d'au moins un trimestre est un minimum nécessaire pour une récession. Deuxièmement, pour ce qui est de l'amplitude, une baisse trimestrielle de 0,1 % de l'activité économique globale est une condition nécessaire, mais pas suffisante. Troisièmement, la détermination de l'ampleur minimale d'une récession exige également un certain jugement.

Enfin, la définition pratique de l'activité économique change au fil du temps pour permettre aux analystes d'utiliser les meilleures données disponibles ». Le Conseil va notamment plus loin que le NBER en catégorisant la gravité d'une récession sur une échelle de 1 à 5, 1 étant la plus légère et 5 étant la plus grave.

De façon générale, les dates de récession avancées par le Conseil ne prêtent pas à controverse et correspondent étroitement à celles du NBER. La seule exception à cet égard concerne celle de 2001, ce qui reflète qu'aucun critère de récession énoncé par le Conseil n'a été rempli ici au Canada. Toutefois, la déclaration de récession (ou son absence, en fait) la plus controversée est liée aux deux contractions trimestrielles consécutives du PIB réel au premier semestre de 2015 (graphique 2). La décision de ne pas annoncer une récession a divisé le Conseil. Certains de ses membres soutiennent qu'il s'agissait d'une récession de catégorie 1, « caractérisée par une baisse brève, légère, mais assez généralisée du PIB réel et aucune baisse de l'emploi trimestriel », tandis que d'autres ont souligné que l'ampleur limitée du ralentissement a été le facteur déterminant. Ceux qui ne croyaient pas à une récession en 2015 l'ont emporté, ce qui constitue une leçon claire pour les gens qui considèrent que l'économie américaine a été en récession au premier semestre de 2022.

GRAPHIQUE 2
Deux trimestres de décroissance ne suffisent pas pour annoncer une récession



Sources : Institut C. D. Howe et Desjardins, Études économiques

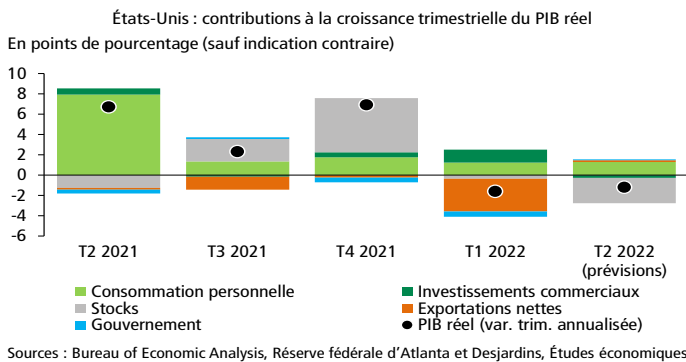
Sommes-nous actuellement en récession?

Maintenant que nous savons comment les récessions sont déterminées, la question la plus importante est la suivante : en traversons-nous une maintenant? La réponse à cette question dépend essentiellement de l'endroit où l'on se situe, car les critères diffèrent quelque peu d'un pays à l'autre, et de ce que les données nous révèlent.

Commençons par les États-Unis, où le PIB réel s'est contracté au premier trimestre de 2022 et est en voie de reculer au deuxième trimestre également, selon le modèle GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta. Si cette deuxième contraction trimestrielle consécutive se produisait, cela correspondrait à la définition « standard » d'une récession.

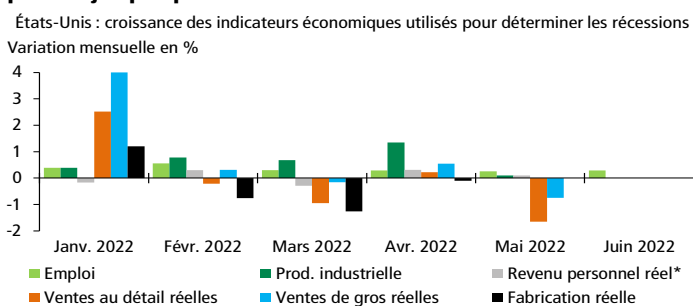
Serait-ce toutefois suffisant pour que le NBER l'annonce? Probablement pas. Premièrement, la baisse du PIB réel observée au T1 2022 est en grande partie attribuable à une hausse marquée des importations alors que les exportations ont fléchi (graphique 3). Les exportations nettes ont donc pesé lourdement sur la croissance. Parallèlement, la demande intérieure finale a augmenté de 2,0 % au premier trimestre de l'année. Le deuxième trimestre semble également être une anomalie dans le calcul du PIB. Les stocks ont causé un ralentissement, les entreprises ayant cessé de les accumuler au rythme effréné que nous avons connu au second semestre de 2021.

GRAPHIQUE 3 Les échanges commerciaux et les stocks sont à l'origine de la faiblesse du PIB réel en 2022



Sur une base mensuelle, les développements économiques sont beaucoup moins contradictoires (graphique 4). Les gains d'emplois restent très élevés, dépassant les 300 000 pour chaque mois de 2022 jusqu'à présent. La production industrielle a également augmenté chaque mois cette année. À l'exception de janvier et de mars, la croissance du revenu personnel réel moins les paiements de transfert a également été positive. La croissance réelle du commerce de détail et de gros a été plus mitigée, augmentant pendant environ la moitié des mois pour lesquels il existe des données jusqu'à présent en 2022. Les ventes

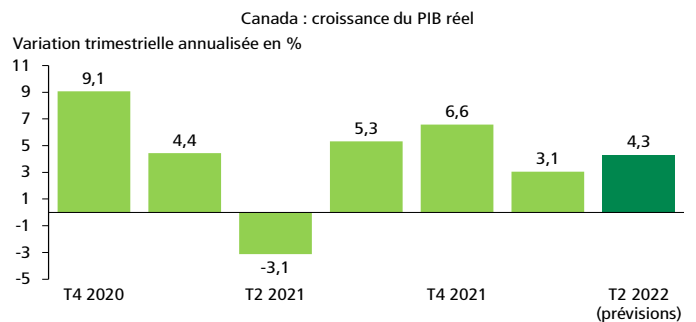
GRAPHIQUE 4 Les indicateurs mensuels sont mitigés, mais généralement positifs jusqu'à présent en 2022



réelles du secteur manufacturier, qui se sont contractées chaque mois depuis janvier 2022, ont été l'un des rares points faibles clairement identifiables. Par conséquent, si l'on tient compte de l'ensemble des données, il semble que les États-Unis ne soient pas en récession, malgré une croissance probablement négative du PIB réel pendant deux trimestres consécutifs.

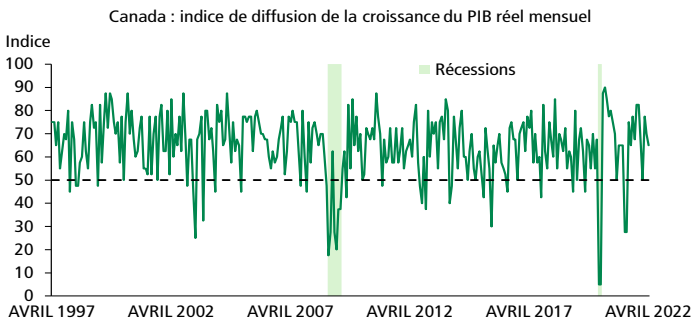
Qu'en est-il du Canada? Nous sommes encore moins susceptibles d'être en récession en ce moment que nos voisins du Sud. La croissance a progressé à un rythme annualisé de 3,1 % au premier trimestre de 2022 et est en voie de surpasser cette performance au deuxième trimestre (graphique 5). Par conséquent, l'économie canadienne ne satisfait pas encore au premier critère de la méthodologie du Conseil pour la datation de la récession, et encore moins à toute autre forme de seuil.

GRAPHIQUE 5 En ce moment, la croissance du PIB réel au Canada ne laisse pas présager de récession



Au Canada, nous profitons également d'estimations mensuelles du PIB réel par industrie qui donnent un aperçu plus à jour de l'ampleur du ralentissement économique dans tous les secteurs de l'économie. En s'appuyant notamment sur ces données, le Conseil a déterminé que le ralentissement économique de 2015 ne pouvait être qualifié de récession, plaçant ainsi la barre haute pour l'annonce de futures récessions. Le Conseil a utilisé deux approches pour étayer cette décision. La première est un indice de diffusion, « pour lequel une note supérieure à 50 indique une expansion supérieure à celle des industries contractantes, et une note inférieure à 50 signifie le contraire ». Le graphique 6 à la page 4 montre une version simplifiée de l'indice de diffusion non pondéré, qui tient compte des 20 principaux groupes d'industries¹. Cette valeur est déterminée à l'aide de la moyenne simple du pointage de chaque secteur : 100 si l'activité dans le secteur est en expansion, 0 si elle se contracte et 50 si elle

¹ L'indice de diffusion non pondéré simple présenté dans ce billet utilise la ventilation à deux chiffres du SCIAN des données sectorielles pondérées en chaîne par opposition à la ventilation à trois chiffres du SCIAN privilégiée par le Conseil. En effet, on considère que la répartition à trois chiffres du SCIAN accorde trop de poids aux sous-secteurs de la fabrication (qui sont au nombre de 18 comparativement, par exemple, à 4 pour la construction et à 3 pour l'extraction minière, l'exploitation en carrière et l'extraction de pétrole et de gaz).

GRAPHIQUE 6
Le Canada est-il en récession? Vraiment pas!


Sources : Institut C. D. Howe et Desjardins, Études économiques

demeure essentiellement inchangée. Cet indice de diffusion signale que l'économie canadienne se porte bien, avec une expansion générale qui se poursuit jusqu'en avril 2022. La deuxième approche est un modèle de composantes principales, qui ne sera pas examiné dans le présent document pour en assurer la concision.

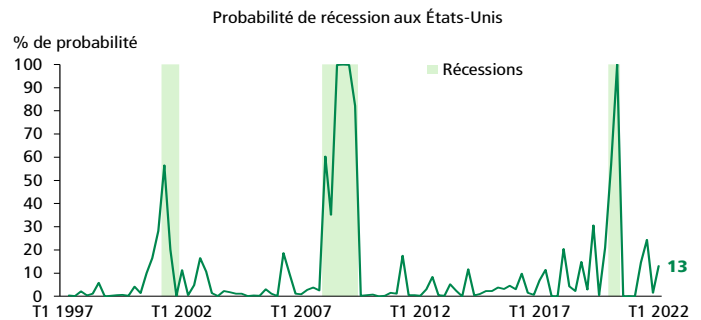
Nous dirigeons-nous vers une récession?

Il est plus important de déterminer si nous fonçons tête baissée vers une récession que de savoir si nous en vivons actuellement une. Les hausses énergiques des taux d'intérêt par les banques centrales à l'échelle mondiale signifient que la demande intérieure sera comprimée. On le voit déjà sur le marché du logement des deux côtés du 49^e parallèle. Et on craint que les consommateurs et les entreprises soient les prochains à être touchés, car les effets de la politique monétaire auront tendance à être ressentis plus fortement dans un an ou plus. En fait, les principes qui définissent une récession, à savoir un déclin marqué, persistant et généralisé de l'activité économique réelle, laissent présager que les bases d'une récession future se présente différemment qu'en 2001 aux États-Unis ou en 2015 au Canada.

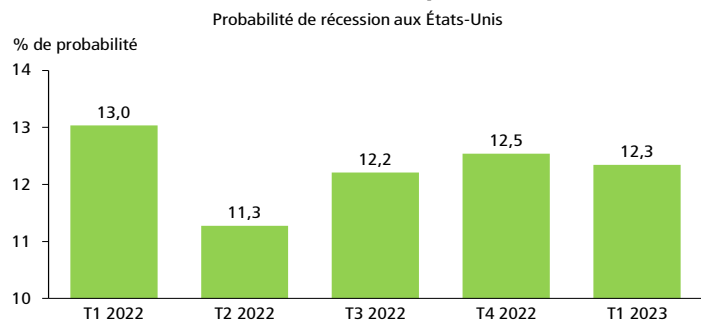
Que nous disent les modèles?

Pour déterminer si nous nous dirigeons vers une récession, les économistes utilisent des modèles qui intègrent aujourd'hui des indicateurs économiques et financiers censés estimer la probabilité de récessions futures. On les appelle « modèles probits ». Des recherches menées aux États-Unis démontrent que, historiquement, les indicateurs économiques permettent de mieux prédire les récessions futures que les indicateurs des marchés financiers (Fossati, 2015). De plus, la combinaison d'indicateurs économiques en un seul facteur macroéconomique est encore plus efficace pour prédire les récessions, car elle atténue l'incidence des révisions de données et des chocs sectoriels idiosyncrasiques.

Pour entreprendre cette analyse, nous nous tournons vers les indicateurs économiques utilisés par le NBER pour identifier les récessions. Ils comprennent notamment la production industrielle, le revenu personnel réel moins les paiements de transfert, les échanges commerciaux et les ventes réelles des fabricants, l'emploi privé ainsi que le commerce de détail et de gros réel. La relation entre les dates historiques de récession du NBER et ces indicateurs économiques jusqu'à la fin de 2021 laisse croire qu'il existe une probabilité de moins de 15 % qu'une récession ait commencé au premier trimestre de cette année aux États-Unis (graphique 7). Fait tout aussi important, ces mêmes données laissent entrevoir une probabilité encore plus faible de récession pour tous les trimestres subséquents jusqu'au premier trimestre de 2023 (graphique 8). À une fréquence mensuelle, les indicateurs économiques jusqu'à présent en 2022 suggèrent qu'une récession au cours des 12 prochains mois est encore moins probable qu'au premier trimestre. L'utilisation de ces mêmes indicateurs économiques pour le Canada jusqu'à maintenant cette année laisse entrevoir une probabilité de récession encore plus faible ici qu'aux États-Unis.

GRAPHIQUE 7
Les indicateurs économiques ne suggèrent pas que l'économie américaine était en récession au premier trimestre de 2022


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

GRAPHIQUE 8
Les indicateurs économiques ne laissent pas présager de récession aux États-Unis au cours de la prochaine année


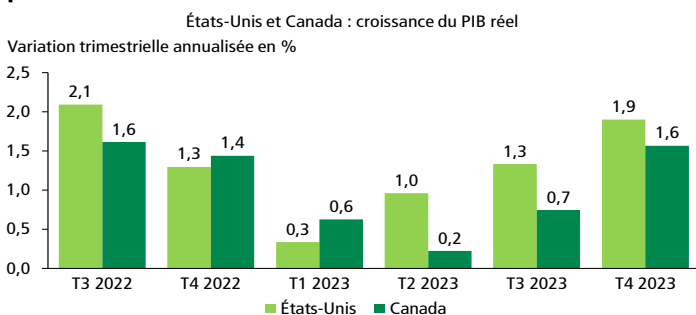
Sources : National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

Que disent nos prévisions?

Toutefois, aucun de ces modèles ne tient compte de la trajectoire future des taux d'intérêt et de leurs conséquences économiques. Pour mieux comprendre si nous nous dirigeons vers une récession, il est possible de se référer à nos plus récentes [Perspectives économiques et financières](#). Nous y prévoyons que la croissance du PIB réel en 2023 sera de 1,2 % aux États-Unis et de 1,1 % au Canada. En les regardant de plus près, ces chiffres semblent pires. Sur une base trimestrielle, la croissance du PIB réel des États-Unis devrait passer sous 1 % sur une base annualisée au premier trimestre de 2023 (graphique 9). Au Canada, on s'attend à une croissance du PIB réel aussi faible au cours de trois trimestres de l'an prochain.

GRAPHIQUE 9

La croissance du PIB réel devrait être extrêmement faible en première moitié de 2023

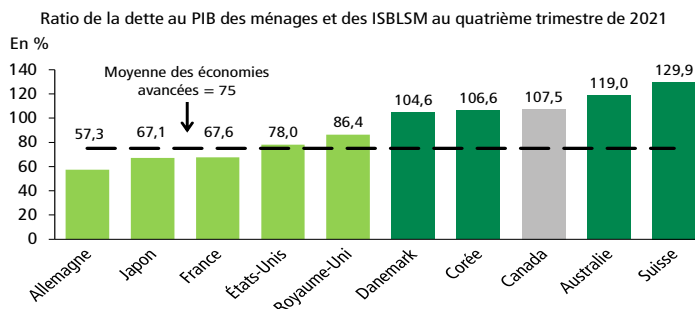


Source : Desjardins, Études économiques

Mettons cela dans le contexte de la définition « ordinaire » d'une récession, soit deux trimestres consécutifs de décroissance du PIB réel. L'écart-type de la croissance trimestrielle du PIB réel au cours de la décennie qui a précédé la pandémie était de 1,4 % sur une base annualisée aux États-Unis, le risque d'une récession au sud de la frontière est bien réel, mais probablement inférieur à 50 %. En revanche, la croissance du PIB réel au Canada est plus volatile en raison du rôle plus important que joue le secteur de l'énergie dans l'économie. Ainsi, l'écart-type de la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel canadien au cours de la décennie précédant la pandémie était de 1,8 %. Combiné à une croissance trimestrielle du PIB réel plus faible prévue au Canada en 2023, nous pourrions entrer en récession plus facilement qu'aux États-Unis. L'économie canadienne est également beaucoup plus sensible aux hausses de taux d'intérêt que celle du sud de la frontière en raison du niveau d'endettement élevé des ménages (graphique 10). Par conséquent, la distribution des résultats possibles autour de notre scénario de base est orientée à la baisse. Cela comprend le risque que la Banque du Canada surestime l'ampleur du resserrement nécessaire pour freiner la demande intérieure et l'inflation. Par conséquent, nous sommes d'avis que le Canada a environ 50 % de risque de tomber en récession en 2023. Évidemment, si l'économie américaine entre dans une récession telle que la définit le NBER, l'économie canadienne suivrait presque certainement la même voie.

GRAPHIQUE 10

Les ménages canadiens sont parmi les plus endettés au monde



ISBLSM : Institutions sans but lucratif au service des ménages

Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

Pour obtenir la confirmation finale de la récession, il faudrait constater la détérioration d'un large éventail d'indicateurs économiques qui capturent la totalité de l'activité économique réelle. L'indice de diffusion examiné précédemment sera au cœur de cette évaluation au Canada. Pour les États-Unis, cela nécessiterait au minimum un repli significatif du marché du travail, qui demeure extrêmement serré et qui continue de dépasser les attentes mois après mois.

Conclusion

Bien que ni les États-Unis ni le Canada ne semblent être en récession à l'heure actuelle, la probabilité continue d'augmenter parallèlement aux hausses des taux d'intérêt et aux positions de plus en plus fermes adoptées par les banques centrales pour tenter de défendre leur crédibilité. Le Canada est particulièrement à risque en raison de son niveau élevé d'endettement des ménages, et nous considérons que les probabilités d'une récession seront près de 50 % en 2023. Les risques de récession sont également élevés aux États-Unis, mais moins qu'au Canada. Cependant, toute récession sera unique, comme ce fut le cas au début de 2020 ainsi que lors de la reprise postpandémique qui a suivi. Récession ou non, la hausse rapide des taux d'intérêt aura pour effet de réduire considérablement la croissance de la demande intérieure. Cela contribuera à freiner l'inflation intérieure. Nous croyons que cette situation incitera les banques centrales à réduire les taux d'intérêt, probablement avant la fin de 2023.