

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Les risques de récession, revus et corrigés : Qu'est-ce qu'une récession? Le Canada est-il à risque?

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège, et Randall Bartlett, directeur principal de l'économie canadienne

Faits saillants

- ▶ À la suite des baisses trimestrielles du PIB réel canadien en 2023, nous avons sans surprise reçu beaucoup de questions de la part de nos membres et clients sur les risques de récession.
- ▶ D'abord, qu'est-ce qu'une récession? Il s'agit d'une « baisse marquée, persistante et généralisée de l'activité économique globale » ([Institut C.D. Howe, 2017](#)). Ce que ce n'est pas? Seulement deux baisses trimestrielles consécutives du PIB réel. Il existe beaucoup d'exemples où une croissance négative du PIB réel pendant deux trimestres n'a pas été considérée comme une récession, car elle était fortement concentrée dans quelques secteurs. De plus, une récession aux États-Unis n'en entraîne pas nécessairement une au Canada. Loin de là, en fait.
- ▶ Alors, le Canada est-il en récession? À la fin du troisième trimestre de 2023, le Canada n'était probablement pas encore en récession. Les données étaient particulièrement susceptibles de faire l'objet d'une révision l'an dernier. Ainsi, la chute du PIB réel du deuxième trimestre de 2023 s'est finalement transformée en une augmentation respectable. Nous croyons qu'une révision positive de même ampleur pourrait survenir au résultat du troisième trimestre. Même si les données mensuelles ont été partagées au second semestre de l'année dernière, la croissance du PIB réel au quatrième trimestre devrait être modestement positive. Cela dit, la tendance est plutôt vers un ralentissement de l'ensemble des indicateurs économiques. En effet, le PIB réel mensuel affiche une faiblesse généralisée et la baisse constante du PIB réel par habitant s'est amplifiée au cours des derniers mois.
- ▶ Le Canada risque-t-il d'être en récession en 2024? Nous pensons que oui, probablement à partir du premier semestre. Les ménages canadiens sont très endettés, surtout en ce qui concerne le logement. L'investissement résidentiel représente aussi une part disproportionnée de l'activité économique du pays. Ainsi, l'économie du Canada est particulièrement sensible aux taux d'intérêt. De plus, comme les effets des politiques monétaires se manifestent après des délais à la fois longs et variables, les temps difficiles ne sont pas terminés, même si les baisses de taux débutent vers le milieu de l'année. Par conséquent, la consommation devrait aussi être faible cette année.

Peu après que les banques centrales eurent entamé une hausse marquée des taux d'intérêt au début de 2022, nous avons publié un [Point de vue économique](#) portant sur la définition d'une récession aux États-Unis et au Canada. À l'époque, les États-Unis venaient d'enregistrer une contraction du PIB réel trimestriel et étaient sur la « bonne » voie pour en connaître une autre.

Nous ne reviendrons pas sur cette analyse exhaustive, mais nous discuterons brièvement des critères qui définissent une récession au Canada, nous déterminerons si le pays en traverse actuellement une et nous examinerons les raisons pour lesquelles nous croyons que notre économie risque de devoir composer avec ce phénomène au début de 2024.

Qu'est-ce qu'une récession?

Aux États-Unis, l'arbitre officiel des dates de récession est le Business Cycle Dating Committee du National Bureau of Economic Research (NBER). Nous n'avons pas d'organisme semblable au Canada. Toutefois, le Business Cycle Council de l'Institut C.D. Howe (« le Conseil ») assume ce rôle de façon officieuse, mais compétente.

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 manière générale, il recherche une « baisse marquée, persistante et généralisée de l'activité économique globale » (Institut C.D. Howe, 2017). Ces trois critères doivent être respectés pour qu'un ralentissement économique soit considéré comme une récession. La récession qui a accompagné la crise financière mondiale de 2008-2009 correspondait à cette définition. C'était aussi le cas pour la récession profonde causée par les confinements au début de la pandémie. Même chose pour les récessions du début des années 1980 et 1990.

Cependant, la plupart des commentaires généraux ne portent que sur les deux premiers critères de la définition de récession. En fait, les récessions sont souvent encore plus étroitement définies comme étant deux trimestres consécutifs de décroissance du PIB réel. C'est ce qu'on appelle une « récession technique » dans la culture populaire. Ce terme fait frémir la plupart des économistes. Pourquoi? Parce qu'il ne reflète pas l'étendue de la faiblesse d'une économie et, de ce fait, ne suffit pas en lui-même pour respecter la définition de récession.

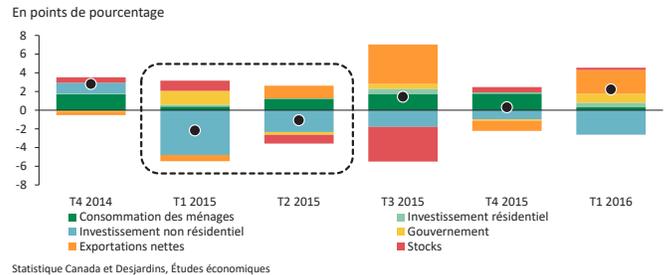
On trouve des exemples de situations où deux baisses trimestrielles consécutives du PIB réel n'ont pas été considérées comme une récession. Prenons par exemple les États-Unis au premier semestre de 2022. Le NBER n'a pas décrété de récession. Cela est normal, car le revers s'expliquait en partie par la réduction des stocks, qui s'étaient accumulés à un niveau inédit pendant la pandémie, et non par une faiblesse généralisée. En effet, pendant cette même période, le PIB réel de l'industrie a connu des hausses trimestrielles consécutives et la création d'emplois a bondi. Plus près de nous, nous avons la forte baisse des prix du pétrole en 2014, qui a précipité deux chutes trimestrielles consécutives du PIB réel canadien au premier semestre de 2015. Cependant, cette baisse était fortement concentrée dans le secteur de l'énergie, le recul causé par les investissements dans les structures non résidentielles ayant surpassé les gains généralisés dans le reste de l'économie et au sein du marché du travail (graphique 1). Par conséquent, l'Institut C.D. Howe a déterminé qu'il ne s'agissait pas d'une récession.

Autre fausse perception : une récession aux États-Unis en entraîne aussi une au Canada. Par exemple, le NBER a conclu que l'économie américaine avait subi une récession en 2001 même en ayant évité deux baisses trimestrielles consécutives du PIB réel. Cela s'expliquait par la nature globale de la faiblesse économique (NBER, 2003). À l'inverse, le Conseil a déterminé que le Canada n'était pas en récession (graphique 2).

Graphique 1

Le ralentissement économique qu'a connu le Canada en 2015 était fortement concentré

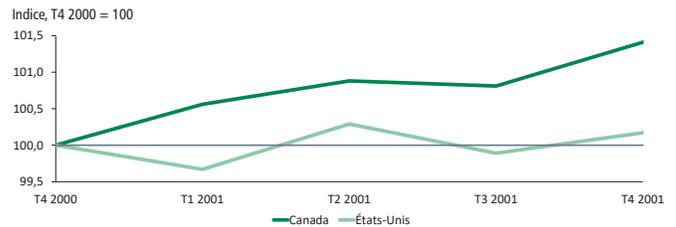
Contributions à la variation trimestrielle annualisée du PIB réel



Graphique 2

L'économie du Canada a mieux performé que celle des États-Unis en 2001, évitant une récession

PIB réel du Canada et des États-Unis



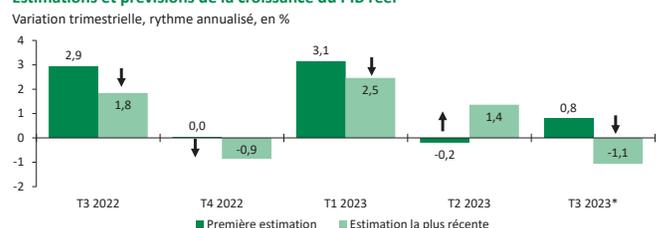
Le Canada est-il actuellement en récession?

À la fin du troisième trimestre de 2023, le Canada n'était probablement pas encore en récession. Malgré une baisse annualisée du PIB réel par dépenses de 1,1 % au troisième trimestre, le léger fléchissement de 0,2 % au trimestre précédent a été révisé (étant plutôt estimé comme une hausse de 1,4 %) (graphique 3). De plus, selon notre analyse, une révision à la hausse similaire est également possible pour le troisième trimestre lorsque les données définitives de 2023 seront publiées. En effet, le risque de révision est en partie la raison pour laquelle les arbitres des récessions attendront longtemps après la fin d'un

Graphique 3

Les révisions récentes de la croissance du PIB réel ont été importantes

Estimations et prévisions de la croissance du PIB réel



* La prévision du Rapport sur la politique monétaire d'octobre 2023 de la Banque du Canada remplace la « première estimation ». Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

ralentissement avant de se prononcer officiellement. Ils peuvent aussi revoir leurs décisions par la suite.

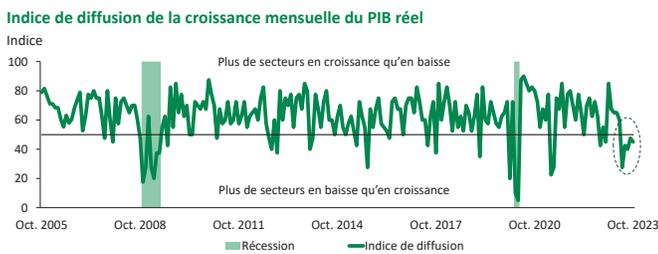
Sur la base du PIB par industrie, l'activité économique n'a pas été tout à fait stagnante au troisième trimestre. Après le sommet atteint en mai 2023, le PIB réel mensuel par industrie ne s'est pas encore remis des baisses de juin et de juillet. Et cette récente faiblesse était assez généralisée. Justement, pour mesurer le caractère généralisé d'une diminution de l'activité économique globale, nous utilisons un indice de diffusion où « un pointage de plus de 50 indique qu'il y a plus de secteurs en croissance que de secteurs en baisse et un pointage inférieur à 50 indique l'inverse » ([Institut C.D. Howe, 2017](#)). Cet indice révèle que plus de la moitié des principaux secteurs du PIB réel ont subi des baisses mensuelles depuis mai 2023 (graphique 4). Cette tendance est plutôt représentative d'une récession. Effectivement, la dernière faiblesse persistante remonte à la récession qui a accompagné la crise financière mondiale de 2008-2009.

La faiblesse généralisée actuelle survient malgré le rythme de croissance de la population le plus élevé depuis les années 1950. Par habitant, l'activité économique a été encore beaucoup plus faible que ce que laissait voir le résultat global, déjà morose (graphique 5). Elle a diminué chaque mois depuis mai, mais la tendance est encore plus marquée depuis septembre 2022. Depuis avril 2023, la variation mensuelle de la croissance

de la population a dépassé les embauches mensuelles, ce qui a entraîné une hausse graduelle du taux de chômage, lequel demeure toutefois assez bas par rapport aux données historiques.

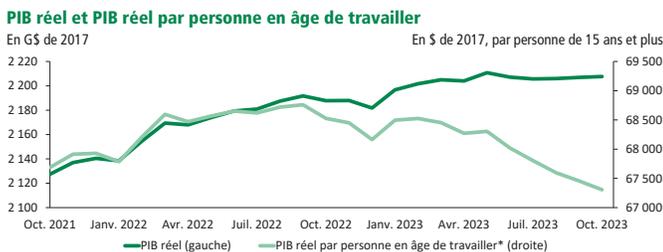
D'autres indicateurs économiques mensuels récents ont été plus partagés, mais demeurent généralement plus faibles (graphique 6). Depuis juin, les ventes de maisons existantes ont baissé chaque mois en raison des hausses de taux, tandis que la vigueur imprévue des mises en chantier observée en 2023 s'est récemment résorbée. Les expéditions manufacturières réelles ont atteint un sommet en janvier 2023 et leur tendance est à la baisse depuis, culminant avec trois chutes mensuelles consécutives depuis août. Le commerce de gros réel à l'exclusion des aliments et du carburant a fléchi pendant deux mois consécutifs, mais a fortement augmenté en octobre si l'on inclut ces deux composantes plus volatiles. Les volumes du commerce de détail ont aussi repris de la vigueur en octobre grâce à des gains dans la plupart des secteurs de détail. De plus, l'emploi a progressé chaque mois depuis juillet 2023. Dans l'ensemble, le PIB réel du Canada devrait avoir légèrement progressé au dernier trimestre de l'année, ce qui porte à croire que la baisse du troisième trimestre ne marquera peut-être pas le début d'une récession au Canada. Il faut néanmoins souligner que la croissance que nous prévoyons actuellement est très faible et qu'il reste encore beaucoup de données à venir concernant le quatrième trimestre. Il est donc possible que nos prévisions se détériorent davantage, laissant la porte ouverte à une deuxième baisse trimestrielle généralisée du PIB réel.

Graphique 4
Récemment, le ralentissement économique est généralisé au Canada



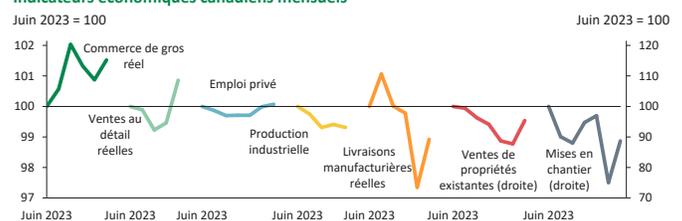
Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 5
Canada : le PIB réel par habitant a chuté plus vite en 2023



* Population de 15 ans et plus selon l'Enquête sur la population active.
Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 6
Les indicateurs économiques sont partagés, mais la tendance est à la baisse depuis le deuxième trimestre



Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

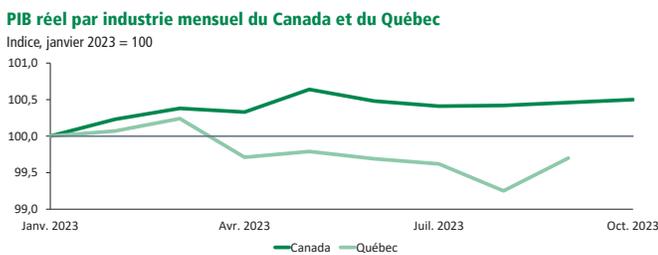
Pendant ce temps, le PIB réel du Québec a accusé un deuxième recul trimestriel consécutif au troisième trimestre. La faiblesse est en grande partie attribuable aux ponctions provenant de la variation des stocks et des exportations nettes, tandis que la demande intérieure a rebondi dans la province durant ce même trimestre. Cela dit, le portrait global a été plutôt terne, la demande intérieure ou le PIB réel étant presque inchangés par rapport à l'année précédente. Et le PIB réel mensuel par industrie s'est contracté au cours de quatre des cinq mois

depuis avril 2023, ce qui est pire encore que le rendement médiocre observé à l'échelle nationale (graphique 7). Le PIB réel a fortement augmenté en septembre, venant solidifier le dernier trimestre de 2023, mais la grève du secteur public qui a commencé en novembre risque de faire basculer la croissance en territoire négatif pour un troisième trimestre consécutif. En définitive, l'information dont nous disposons laisse présager qu'une récession pourrait avoir débuté en 2023 au Québec, même si la décision reste très serrée.

et ce, même si la croissance rebondit après les baisses de taux du second semestre.

Certains auront remarqué que nous anticipons une récession depuis un certain temps déjà. Quelques éléments nous ont surpris depuis notre première prévision en ce sens au milieu de 2022. Le premier est la forte croissance de la population, qui devrait commencer à fléchir en 2024. Le second est la vigueur imprévue de la consommation de biens durables qui, en règle générale, est seulement devancée par les investissements résidentiels pour ce qui est de la sensibilité aux taux d'intérêt ([Banque du Canada, 2018](#)). Cette situation s'explique à la fois par la demande refoulée en matière d'automobiles à la suite de la pandémie et par les achats des nouveaux arrivants au Canada, des vents favorables qui retombent rapidement. Enfin, comme l'a si bien dit Milton Friedman, la politique monétaire fonctionne avec des délais longs et variables. L'économie canadienne sera de plus en plus affectée par les hausses de taux de 2022 et de 2023, comme elle n'en a pas encore pleinement ressenti les effets (graphique 9). Dans une moindre mesure, nous nous attendons à ce que cette dynamique se manifeste également aux États-Unis, réduisant ainsi la demande d'exportations canadiennes. Ensemble, ces facteurs nous indiquent qu'une légère récession est probable à court terme. Ce contexte, combiné à la tendance baissière de l'inflation, devrait mener à des baisses de taux, probablement à compter du printemps au Canada.

Graphique 7
L'économie du Québec, moins performante que celle du reste du Canada

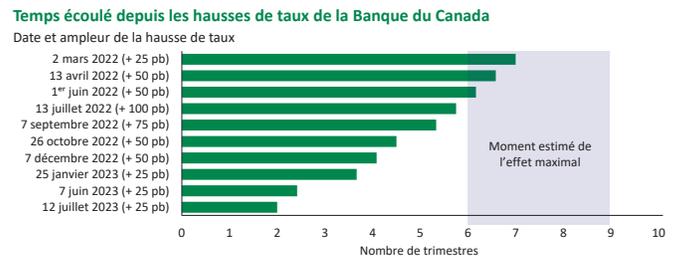


Statistique Canada, Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

Le Canada pourrait-il subir une récession en 2024?

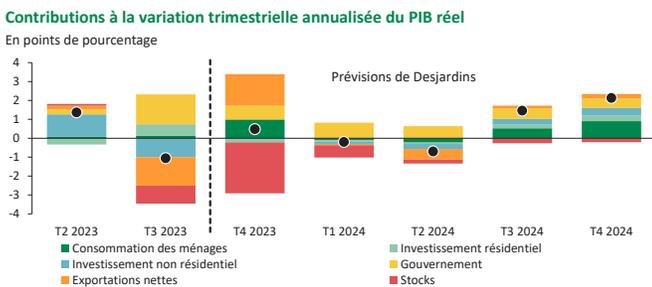
Même si nous déterminons que le Canada dans son ensemble n'était pas en récession en 2023, nous pensons qu'il le sera bientôt. Comme nous l'avons indiqué dans nos plus récentes [Prévisions économiques et financières](#), nous nous attendons à ce que l'économie canadienne entre en récession au premier semestre de 2024. Bien que courte et peu profonde, la baisse de l'économie devrait être généralisée et exacerbée par la consommation, l'investissement et le commerce extérieur (graphique 8). Les taux d'intérêt encore élevés joueront un rôle central : ils mettent à mal le budget des ménages et les obligent à réduire leurs dépenses pour respecter leurs paiements hypothécaires. Le taux de chômage devrait lui aussi augmenter,

Graphique 9
Les effets des hausses de taux ne sont pas encore pleinement ressentis dans l'économie



Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 8
La faiblesse généralisée de l'économie devrait mener à une récession



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Conclusion

Lorsqu'il s'agit de juger rapidement s'il y a une récession, il est toujours préférable d'évaluer la situation de façon plus méthodique. Le terme « récession technique » n'est pas utile, car il tend à semer la confusion, surtout dans un cycle aussi atypique que celui-ci. Cela ne veut pas dire qu'il faut ignorer complètement ces deux trimestres consécutifs de contraction puisqu'il est vrai qu'il s'agit souvent d'un signe de récession. Il faut plutôt voir cette conjoncture comme un point de départ pertinent pour déterminer si un ralentissement économique constitue bel et bien une récession. Selon notre évaluation,

bien que les indicateurs économiques ne permettent pas de conclure de façon décisive que le Canada était en récession au troisième trimestre de 2023, ils témoignent tout de même d'un affaiblissement généralisé de l'économie. Nous sommes d'avis que cette tendance se poursuivra, poussant l'économie canadienne en récession dès le premier semestre de 2024.

Mais comme il faut un certain temps aux officiels de la LNH pour vérifier si la rondelle a franchi la ligne lorsqu'un but est contesté, les arbitres des récessions ne rendront pas leur décision de sitôt. Ce n'est pas la pandémie, où les signaux étaient plus qu'évidents, mais plutôt une dynamique aussi complexe qu'inhabituelle qui se manifeste dans un contexte d'incertitude exceptionnelle. Pour rendre le bon verdict, il faudra faire bien attention à tous les détails.

Nous espérons que les discussions quotidiennes sur la récession seront perçues pour ce qu'elles sont vraiment, à savoir un débat plutôt futile entre puristes. L'économie canadienne est en processus de rééquilibrage et il reste encore du chemin à parcourir. C'est ça qu'il faut retenir. Nous ne voyons pas de raisons d'être trop pessimistes. En fait, nos arguments en faveur d'un épisode court et peu profond tiennent encore en grande partie la route. Il y a toujours des pénuries de main-d'œuvre structurelles, le manque de logements continue d'empêcher une érosion importante du patrimoine immobilier et l'épargne des consommateurs est élevée. La Banque du Canada dispose donc d'une bonne marge de manœuvre pour réagir en cas de plus grandes difficultés. Il serait toutefois irresponsable de prétendre que le pire est derrière nous en ce qui concerne l'économie.