

PERSPECTIVES

3 octobre 2023

Le pessimisme risque de nous plonger dans une récession

KEVIN MORAN

Professeur agrégé, Département d'économique, Université Laval
Chercheur et Fellow CIRANO

DALIBOR STEVANOVIC

Professeur titulaire, Département des sciences économiques,
ESG UQAM
Chercheur et Fellow CIRANO

Depuis plus d'un an, différentes enquêtes rapportent que les entreprises et consommateurs canadiens sont plutôt pessimistes quant à la situation économique. Évaluer dans quelle mesure cette vague de pessimisme peut causer un ralentissement économique représente un défi méthodologique auquel les auteurs s'attaquent dans une récente étude CIRANO. À partir de données historiques canadiennes et américaines et d'analyses de causalité basées sur des modèles vectoriels autorégressifs, les auteurs suggèrent que les *corrélations* entre confiance et activité économique contiennent effectivement une composante *causale*.

ADAM KADER TOURÉ

Doctorant, Département des sciences économiques, ESG UQAM

L'évolution de la conjoncture économique des deux dernières années est marquée par des signaux souvent incompatibles les uns avec les autres, rendant la tâche de ceux qui font des prévisions économiques particulièrement difficile. La disponibilité grandissante de données d'enquêtes sur la confiance a favorisé l'émergence d'une littérature empirique importante mettant en lien les données sur la confiance et la conjoncture macroéconomique et s'articulant autour de deux thèmes principaux : la prévision économique et les analyses de causalité.

Les données sur la confiance sont un élément important du coffre à outils des prévisionnistes

Différentes institutions du Canada et d'ailleurs mènent régulièrement des enquêtes auprès des consommateurs, des entreprises ou des acteurs des marchés financiers pour connaître leurs perceptions à propos de la situation

économique actuelle, ou de celle qu'ils anticipent dans le futur. Au Canada, les enquêtes du *Conference Board* sur la confiance des consommateurs et sur la confiance des entreprises sont les enquêtes les plus reconnues et pour lesquelles la période de collecte est la plus longue.

Depuis 1977, le *Conference Board* sonde les entreprises tous les trimestres en questionnant un échantillon représentatif de dirigeants et dirigeantes d'entreprises. Cette enquête contient dix questions portant sur leurs perceptions à propos de la situation économique actuelle et future, que ce soit pour leur propre entreprise, pour l'industrie dans laquelle ils évoluent ou pour l'ensemble de l'économie. On interroge les répondants sur les intentions d'investissement en leur demandant par exemple « diriez-vous que maintenant est un *bon* ou un *mauvais* moment pour effectuer des dépenses pour agrandir votre usine ou votre stock de machines et d'équipement ? » Ou encore « prévoyez-vous que la conjoncture économique globale au Canada dans six mois sera *meilleure*, *pire* ou *inchangée* ? » ou « au cours des six prochains mois, vous attendez-vous à ce que la situation financière de votre entreprise s'améliore, se détériore ou demeure inchangée ? » Un *indice de confiance des entreprises* basé sur les réponses agrégées à trois des dix questions est ensuite construit.

L'enquête du *Conference Board* sur la confiance des consommateurs a débuté en 1980. D'abord menée sur une base trimestrielle, l'enquête est maintenant faite une fois par mois. Elle s'intéresse aux perceptions des consommateurs à propos de leur propre situation ou de

celle de l'activité économique en général. L'enquête compte quatre questions : « Pensez-vous que le moment est *bon* ou *mauvais* pour une personne moyenne de faire une dépense importante pour des articles comme une maison, une voiture ou d'autres articles majeurs ? » « Compte tenu de votre situation générale, diriez-vous que votre famille est financièrement en meilleure position, dans une situation *équivalente*, ou en *pire* position relativement à il y a six mois ? » « Diriez-vous que votre famille sera financièrement en *meilleure* position, dans une situation *équivalente*, ou en *pire* position dans six mois ? » « Comment pensez-vous que la situation de l'emploi aura évolué dans six mois : *meilleure*, *équivalente* ou *pire* ? » La moyenne des réponses permet de construire un *indice de confiance des consommateurs*.

Aux États-Unis, l'Université du Michigan gère depuis 1978 une enquête mensuelle qui est à la source des données de confiance les plus utilisées dans la littérature empirique. Comme pour les enquêtes canadiennes, on s'intéresse aux perceptions des consommateurs concernant les conditions économiques actuelles et futures et à leurs anticipations par rapport à l'inflation. Les résultats des enquêtes sont synthétisés par un indice de confiance des consommateurs. L'indice des responsables d'achats produit par l'*Institute of Supply Management* est généralement utilisé pour rendre compte de la confiance des entreprises. Il est calculé en agrégeant les réponses d'enquêtes mensuelles auprès des responsables des achats d'importantes entreprises manufacturières américaines.

Autres enquêtes sur les perceptions et perspectives

La Banque du Canada gère deux principales enquêtes. Depuis 1997, l'Enquête sur les perspectives des entreprises est une consultation trimestrielle menée auprès des responsables d'une centaine d'entreprises dont la composition par région, secteur d'activité et taille reflète celle de l'économie canadienne. Cette enquête permet de connaître l'opinion de ces entreprises sur des sujets d'intérêt particulier ainsi que sur l'évolution future de l'activité économique. L'Enquête sur les attentes des consommateurs au Canada a débuté en 2014. Elle rejoint quelque 2000 ménages canadiens chaque trimestre dans le but de connaître leurs opinions à propos de divers sujets incluant leur situation financière et autres sujets ponctuels qui intéressent la Banque du Canada au moment de l'enquête.

Le Baromètre CIRANO sur la perception des risques au Québec compile et analyse les résultats d'enquêtes menées auprès d'un échantillon représentatif de la population du Québec. Le Baromètre questionne les répondants sur leurs préoccupations et les perceptions envers plusieurs grands enjeux de société. Pour la première fois depuis la première collecte du Baromètre CIRANO en 2011, les enjeux économiques et financiers ont pris la tête des préoccupations personnelles des Québécois en 2022, détrônant ainsi les enjeux reliés au système de santé (de Marcellis-Warin et al., 2022).

La Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) a développé le Baromètre des affaires^{MD}, un indice de confiance des petites et moyennes entreprises calculé à partir de données recueillies auprès d'un échantillon aléatoire stratifié de membres de la FCEI.

La littérature empirique sur l'impact causal des chocs à la confiance n'est pas concluante

Pour bien comprendre la littérature économique sur le sujet, il est utile de définir certains concepts clés. Dans un contexte de modélisation économique, la notion de « choc » renvoie à un événement causant un changement non anticipé dans une des variables d'un modèle, événement dont l'origine est postulée comme étant *exogène* et pouvant avoir des effets subséquents sur les autres variables du modèle. Dans l'analyse de séries chronologiques, on désigne comme un « choc de nouvelles » — ou *news shock* en anglais — une variation exogène dans la valeur future anticipée d'une variable économique. Autrement dit, il s'agit d'un signal que les agents reçoivent à l'avance au sujet de ce qui se passera dans le futur.

Jusqu'à présent, les analyses de l'impact macroéconomique causal des « chocs à la confiance » n'ont pas mené à un consensus. Certains auteurs suggèrent que les chocs de confiance contribuent effectivement à générer des fluctuations économiques. Leduc et Sill (2013) rapportent qu'une baisse du taux de chômage anticipé par les agents économiques a un effet immédiat sur l'activité économique, menant à une réduction du taux de chômage réel à court terme, une hausse du taux d'inflation et un resserrement des conditions monétaires. Ces résultats sont cohérents avec l'idée que les autorités monétaires augmentent graduellement les taux d'intérêt pour stabiliser une économie affectée par une vague d'optimisme. Khan *et al.* (2020) montrent qu'une amélioration soudaine et non anticipée de la confiance entraîne des augmentations dans les investissements résidentiels et la consommation de biens durables et une hausse du PIB. Les résultats de Barsky et Sims (2012) vont dans le même sens.

Les résultats d'autres études suggèrent toutefois que ces conclusions sont fragiles et que les chocs de confiance doivent être interprétés avec prudence. Fève et Guay (2018) utilisent une méthodologie leur permettant de faire une distinction entre les chocs de nouvelles d'une part et

les fluctuations intrinsèquement liées à la confiance d'autre part. Ils montrent que les chocs de confiance à proprement parler n'ont que peu d'impacts macroéconomiques réels.

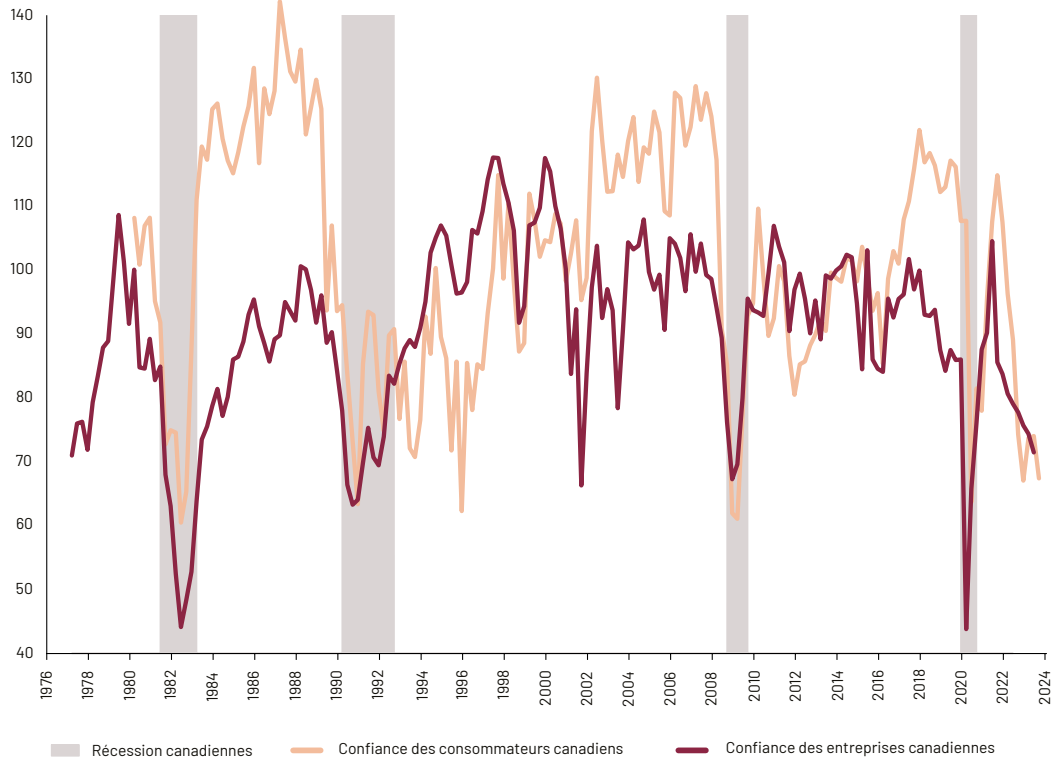
Il existe très peu d'analyses utilisant des données canadiennes. L'étude de Levchenko et Pandalai-Nayar (2020) est une exception. Ces auteurs montrent que les chocs de confiance qui surviennent aux États-Unis ont des effets macroéconomiques substantiels sur l'économie canadienne au sens causal, mais ils n'examinent pas la possibilité que des chocs de confiance spécifiquement canadiens aient aussi des effets macroéconomiques substantiels au Canada. Notre étude comble un vide puisqu'il existe très peu d'études qui s'intéressent aux effets des fluctuations dans la confiance canadienne spécifiquement.

Les fluctuations dans la confiance précèdent les fluctuations dans l'activité économique canadienne

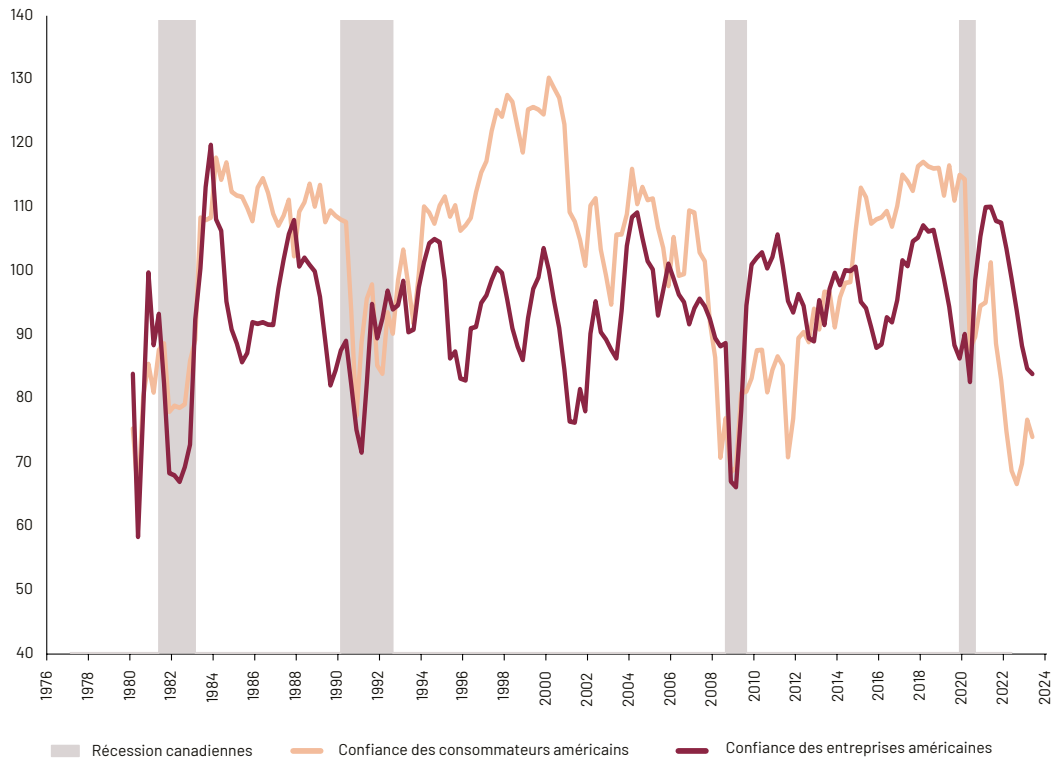
De simples analyses de l'évolution des indices de confiance des consommateurs et des entreprises révèlent une première indication quant au fait que la confiance est liée au cycle économique et qu'elle pourrait effectivement permettre de prédire l'évolution de la situation macroéconomique au Canada.

Il est possible d'illustrer ceci en examinant simplement les séries chronologiques sur plusieurs décennies. Dans les deux figures suivantes, les indices de confiance sont fixés à la valeur 100 pour l'année de référence 2014 et les fluctuations dans la confiance de 1977 à 2022 sont mesurées par des indices oscillant autour de 100.

Entre 1976 et 2022, on constate que les chutes dans la confiance des entreprises et consommateurs canadiens précèdent le début des récessions de 1991 et de 2008 au Canada. Des chutes dans la confiance des entreprises et consommateurs américains semblent aussi coïncider avec le début des récessions de 1991 et de 2008 au Canada. Ces constats sont largement corroborés par nos analyses économétriques comme nous le montrons plus loin.



Évolution des indices de confiance des Canadiens et périodes de récession au Canada



Évolution des indices de confiance des Américains et périodes de récession au Canada

Évaluer l'aspect causal de la corrélation entre confiance et activité économique représente un défi

La méthode des modèles vectoriels autorégressifs, désignés par l'acronyme VARs en anglais, est une méthodologie couramment utilisée pour schématiser l'évolution d'un ensemble de séries chronologiques et pour identifier, au sens économétrique du terme, les impacts dynamiques liant les diverses séries entre elles et les causes de leurs fluctuations. Dans le contexte de notre étude, l'estimation d'un modèle VAR permet d'analyser l'aspect causal du lien entre confiance et activité économique en estimant les effets des chocs de confiance sur les grands agrégats de l'activité économique au Canada, comme le produit intérieur brut (PIB), l'investissement, les taux d'intérêt, le taux d'inflation et la valeur du dollar canadien.

Plus précisément, nous estimons deux modèles VAR : un VAR américain et un VAR canadien. Le premier sert à identifier et estimer le choc à la confiance des agents économiques américains, et ne contient que les variables américaines. Ce choc est ensuite ajouté dans l'estimation du VAR canadien. Autrement dit, nous utilisons le VAR américain comme un « intrant » du VAR canadien.

Ce qui rend difficile l'identification des chocs de confiance dans le modèle VAR c'est que les innovations statistiques dans les variables d'un VAR peuvent provenir d'un choc véritable à cette variable, mais peuvent également être une réponse de celle-ci à un choc ayant affecté une autre composante du modèle. À ce titre, les calculs des effets dynamiques d'un choc dépendent toujours de la stratégie d'identification retenue et des hypothèses sous-jacentes.

D'une part, on pourrait postuler que les fluctuations dans les mesures de confiance ne font que refléter de l'information à propos du futur. Même si cette information peut être considérée comme complémentaire à celle contenue dans d'autres variables prédictives, les variables de confiance pourraient néanmoins améliorer notre capacité à

anticiper les fluctuations macroéconomiques futures. Cette interprétation des données de confiance donne à celles-ci un rôle uniquement lié aux anticipations, interprétation s'apparentant à celles connues dans la littérature comme étant les chocs de nouvelles.

D'autre part, les fluctuations observées dans les données de confiance pourraient ne pas trouver leur origine dans une information spécifique à propos de ce qui se passera dans le futur, mais bien résulter de simples « vagues d'optimisme » ou « vagues de pessimisme » sans ancrage direct dans les capacités de production fondamentales de l'économie. En retour, les fluctuations dans les « vagues d'optimisme » ou « vagues de pessimisme » pourraient avoir des effets macroéconomiques importants et ainsi être à la source des corrélations entre confiance et activité économique.

Les fluctuations dans la confiance causent les fluctuations dans l'activité économique canadienne

Nos résultats montrent que les corrélations entre confiance et activité économique contiennent effectivement une composante causale. Un choc positif dans la confiance a des effets s'apparentant à une expansion de l'activité économique : hausses substantielles et persistantes du PIB et de l'investissement, hausse du taux d'inflation et des taux d'intérêt et appréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain. En raison de la symétrie du cadre d'analyse, ces résultats peuvent également être interprétés en termes de chocs de confiance négatifs : une détérioration soudaine de la confiance des agents économiques est susceptible de provoquer un ralentissement économique au Canada.

Une analyse de décomposition de la variance des variables qui découle de l'estimation du modèle vectoriel autorégressif nous permet de quantifier à quel point chacun des chocs de confiance examinés dans notre analyse contribue à la volatilité observée de chaque variable. C'est ce qui est présenté dans le tableau. Plusieurs constats se dégagent.

	Produit intérieur brut	Investissements	Inflation	Taux d'intérêt	Taux de change
Horizon de 4 trimestres					
Confiance des consommateurs canadiens	7,63	11,44	7,77	4,63	8,71
Confiance des consommateurs américains	3,13	0,49	2,28	3,16	0,27
Confiance des entreprises canadiennes	12,69	11,44	7,79	2,70	8,48
Confiance des entreprises américaines	4,00	3,96	3,65	1,46	4,75
Horizon de 8 trimestres					
Confiance des consommateurs canadiens	12,44	14,79	7,74	14,18	10,41
Confiance des consommateurs américains	4,56	2,30	2,16	6,35	0,62
Confiance des entreprises canadiennes	16,11	16,24	8,04	9,59	7,03
Confiance des entreprises américaines	5,16	4,50	3,60	0,46	5,03
Horizon de 12 trimestres					
Confiance des consommateurs canadiens	9,45	14,22	7,96	19,46	14,30
Confiance des consommateurs américains	3,34	1,89	2,14	5,86	0,66
Confiance des entreprises canadiennes	12,30	14,17	7,97	10,54	5,47
Confiance des entreprises américaines	4,28	4,77	3,69	0,50	4,75

Décomposition de la variance des indicateurs clés de l'économie (en %) à la suite de chocs de confiance

Les chocs de confiance des entreprises canadiennes ont plus d'impact sur la volatilité du PIB que les chocs à la confiance des consommateurs canadiens. Les chocs à la confiance des consommateurs canadiens sont responsables de 7,63 % des fluctuations du PIB dans un horizon de 4 trimestres, 12,44 % dans un horizon de 8 trimestres, soit 2 ans, puis 9,45 % dans un horizon plus lointain de trois ans. Les chocs de confiance des entreprises canadiennes ont plus d'impact : 12,69 % des fluctuations du PIB dans un horizon de 4 trimestres, 16,11 % dans un horizon de 8 trimestres et 12,30 % dans un horizon de 12 trimestres.

Par contre, ce sont les chocs à la confiance des consommateurs qui expliquent une plus grande part de la variabilité des indicateurs financiers comme le taux d'intérêt et le taux de change. C'est particulièrement le cas lorsqu'on examine les impacts sur un horizon de 12 trimestres. Les chocs à la confiance des consommateurs canadiens sont responsables de 19,46 % des fluctuations du taux d'intérêt, comparé à 10,54 % pour les chocs de confiance des entreprises. Les chocs à la confiance des consommateurs canadiens sont responsables de 14,30 % des fluctuations du taux de change, comparé à 5,47 % pour les chocs de confiance des entreprises. Même constat pour les chocs américains.

Les chocs de confiance canadiens ont plus d'impact que les chocs de confiance américains. Les chocs de confiance canadiens, tant ceux affectant la confiance des consommateurs que celle des entreprises, ont plus d'impact sur la volatilité de l'ensemble des variables analysées que les chocs de confiance américains, d'où l'importance d'une analyse mettant l'accent sur les mesures canadiennes de confiance. Pour le PIB par exemple, les impacts vont presque du simple au triple pour la confiance des consommateurs et même plus pour la confiance des entreprises. Dans un horizon de 8 trimestres par exemple, les chocs à la confiance des consommateurs canadiens sont responsables de 12,44 % des fluctuations du PIB comparé à 4,56 % pour les chocs américains. Les chocs à la confiance des entreprises canadiennes sont responsables de 16,11 % des fluctuations du PIB comparé à 5,16 % pour les chocs américains.

Les écarts pour ce qui est des impacts des chocs sur la variabilité des niveaux d'investissement sont encore plus grands. Les chocs à la confiance des consommateurs canadiens sont responsables de 14,79 % des fluctuations des investissements dans un horizon de 8 trimestres comparé à seulement 2,30 % pour les chocs américains. Pour le taux d'inflation, l'impact des chocs à la confiance

des consommateurs canadiens est de l'ordre de 8 % dans un horizon de 4, 8 ou 12 trimestres, comparé à 2 % pour les chocs à la confiance des consommateurs américains. Concernant la valeur du dollar canadien, les chocs à la confiance des consommateurs canadiens sont responsables de 8,71 % des fluctuations du taux de change dans un horizon de 4 trimestres comparé à seulement 0,27 % pour les chocs américains. À noter : les impacts des chocs à la confiance des entreprises canadiennes et des entreprises américaines sur le taux de change sont assez comparables, soit de l'ordre de 6 à 8 % dans le premier cas comparé à 5 % pour le second.

Le contexte macroéconomique actuel est particulièrement difficile à interpréter

Certains signaux semblent annoncer un ralentissement à venir pendant que d'autres suggèrent une résilience s'installant dans la durée. Les données d'enquête sur la confiance qui mesurent les perceptions des ménages et entreprises à propos du futur constituent, dans ce contexte, une source précieuse d'information additionnelle. Ces données affichent des tendances baissières depuis plusieurs mois et à ce titre, reflètent un pessimisme grandissant à propos du futur.

Cette étude montre qu'historiquement, les vagues de pessimisme ont été associées à des ralentissements économiques, si bien que la déprime actuelle dans la confiance des ménages et des entreprises constitue un facteur ajoutant au risque de récession dans les prochains mois. Elle souligne également l'importance de mettre à profit le plus large éventail de données disponibles et ne pas se limiter aux seules variables macroéconomiques standard.

Références

Barsky, R. B. & Sims, E.R. (2012). Information, animal spirits, and the meaning of innovations in consumer confidence, *American Economic Review*, 102 (4): 1343-77.

Conference Board of Canada, Index of Consumer Confidence, disponible sur : <https://edata.conferenceboard.ca/e-data/data/business-confidence.aspx>

Conference Board of Canada, Index of Business Confidence, disponible sur : <https://edata.conferenceboard.ca/e-data/browsedirectories.aspx?did=23>

de Marcellis-Warin, N., Peignier, I., & Gleize, T. (2022). BAROMÈTRE CIRANO 2022 : La perception des risques au Québec (2022LI-02, CIRANO.) <https://www.cirano.qc.ca/fr/sommaires/2022LI-02>

Institute of Supply Management, Manufacturing Purchasing Managers Index (PMI), disponible sur: <https://www.ismworld.org/supply-management-news-and-reports/reports/ism-report-on-business/pmi/july/>

Fève, P. & Guay, A. (2018). Sentiments in SVARs, *The Economic Journal*, 129: 877–896.

Khan, H., Rouillard, J.-F., & Upadhayaya, S. (2020). Consumer confidence and household investment, *Cahier de recherche 20-15*, Département d'économique de l'École de gestion à l'Université de Sherbrooke.

Moran, K., Stevanovic, D., & Touré, A. K. (2023). Confiance et activité économique : analyse d'impact sur l'économie canadienne (2023RP-10, Rapports de projets, CIRANO.) <https://doi.org/10.54932/PAMP8753>

Leduc, S., & Sill, K. (2013). Expectations and economic fluctuations: an analysis using survey data, *Review of Economics and Statistics*, 95(4): 1352–1367.

Levchenko, A. A., & Pandalai-Nayar, N. (2020). TFP, news and 'sentiments': The international transmission of business cycles, *Journal of the European Economic Association*, (18): 302–341.

University of Michigan, Survey of consumers, disponible sur: <https://data.sca.isr.umich.edu/surveys>

Pour citer cet article:

Moran, K., Stevanovic, D., & Touré, A. K. (2023). Le pessimisme risque de nous plonger dans une récession (2023PJ-09, Revue PERSPECTIVES, CIRANO.) <https://doi.org/10.54932/HTMW1091>

PERSPECTIVES est la revue de diffusion et de valorisation de la recherche au CIRANO. Rédigés dans une forme accessible à un auditoire élargi, les articles de la revue PERSPECTIVES assurent une visibilité aux travaux et à l'expertise de la communauté de recherche du CIRANO. Comme toute publication CIRANO, les articles sont fondés sur une analyse rigoureusement documentée, réalisée par des chercheuses, chercheurs et Fellows CIRANO.

Les articles publiés dans PERSPECTIVES n'engagent que la seule responsabilité de leurs auteurs.

ISSN 2563-7258 (version en ligne)

Directrice de la publication :
Nathalie de Marcellis-Warin, Présidente-directrice générale
Rédactrice en chef :
Carole Vincent, Directrice de la mobilisation des connaissances

www.cirano.qc.ca