

Incertitude et effets macroéconomiques : mise à jour dans le contexte de la pandémie COVID-19

KEVIN MORAN
ADAM KADER TOURÉ
DALIBOR STEVANOVIĆ

2020PE-33
PERSPECTIVES / INSIGHTS



[24 juin 2020]

Impacts macroéconomiques de l'incertitude : mise à jour dans le contexte de la pandémie COVID-19

KEVIN MORAN

PROFESSEUR, DÉPARTEMENT D'ÉCONOMIQUE UNIVERSITÉ LAVAL
FELLOW CIRANO

ADAM KADER TOURÉ

DOCTORANT, DÉPARTEMENT DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ESG UQAM

DALIBOR STEVANOVIC

PROFESSEUR, DÉPARTEMENT DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ESG UQAM
CHAIRE EN MACROÉCONOMIE ET PRÉVISIONS ESG UQAM
FELLOW, CHERCHEUR PRINCIPAL POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET BUDGÉTAIRES ET CHERCHEUR RESPONSABLE PÔLE MODÉLISATION, CIRANO

Résumé

La mesure d'incertitude macroéconomique canadienne développée dans le rapport CIRANO « [Incertainitude macroéconomique canadienne : mesure, évaluation et effets sur l'investissement](#) » (Moran, Stevanovic et Touré, 2019) est mise à jour dans le contexte des événements liés à la pandémie COVID-19. Les données disponibles les plus récentes montrent que l'incertitude macroéconomique a brusquement augmenté depuis le début de 2020 et affiche présentement son niveau le plus élevé depuis les 40 dernières années. Notre modèle statistique suggère qu'un choc de cette ampleur aura des effets négatifs importants sur l'investissement et l'activité économique canadienne.

Introduction

Le rapport CIRANO « [Incertainitude macroéconomique canadienne : mesure, évaluation et effets sur l'investissement](#) » (Moran, Stevanovic et Touré, 2019) développe une mesure de l'incertitude macroéconomique et identifie les effets négatifs qu'une hausse soudaine dans cette incertitude peut avoir sur l'investissement et l'activité économique au Canada.

Notre mesure de l'incertitude utilise la méthodologie proposée par JLN (Jurado, Ludvigson et Ng 2015) et associe l'incertitude à la difficulté de prévoir l'avenir macroéconomique : on mesure donc l'incertitude par la capacité prédictive d'un modèle de prévision statistique ayant été appliqué à une grande base de données composée de centaines de séries

chronologiques¹. D'autres auteurs proposent des mesures différentes de l'incertitude, liées notamment à la volatilité sur les marchés financiers ou à des recherches textuelles dans les médias. Le fait que l'incertitude à la JLN origine d'un modèle statistique, neutre politiquement, et qu'elle utilise une base d'information riche et diversifiée représentent des avantages importants de cette mesure.

Le rapport CIRANO sur l'incertitude macroéconomique canadienne (Moran, Stevanovic et Touré, 2019) décrit ensuite comment un contexte d'incertitude exacerbé peut amener des entreprises à reporter des projets, des consommateurs à retarder des achats ou des institutions financières à refuser certains financements. Dans ce contexte, on s'attend à ce que des hausses soudaines dans l'incertitude soient associées à des ralentissements de l'investissement et de l'activité économique générale et le rapport utilise un modèle statistique pour quantifier ces impacts des chocs d'incertitude.

Cette note met à jour les résultats du rapport CIRANO de Moran, Stevanovic et Touré (2019) dans le contexte des événements récents liés à la pandémie COVID-19. Nous montrons d'abord que l'incertitude a fait un bond à la hausse sans précédent dans les premiers mois de 2020 et nous quantifions comment ces hausses importantes pourraient affecter de manière très substantielle l'investissement et l'activité économique au Canada dans les prochains mois. Nos résultats corroborent ceux obtenus dans le contexte de l'économie des États-Unis et qui utilisent des mesures différentes de l'incertitude (Leduc et Liu 2020).

Hausse de l'incertitude macroéconomique

La Figure 1 met à jour celles contenues dans Moran, Stevanovic et Touré (2019). Comme l'indiquait le rapport, la figure démontre que cette mesure a subi des fluctuations importantes au cours des années et que les périodes de hausses marquées et soudaines dans l'incertitude ont été historiquement associées aux récessions ayant affecté le Canada.

L'évolution la plus récente de l'incertitude est toutefois l'élément le plus frappant de la figure. En effet, la figure démontre que l'incertitude a bondi dans les derniers mois et affiche, pour avril 2020, un niveau sans précédent depuis les quarante dernières années. Cette hausse, aussi soudaine qu'elle est importante, dépasse nettement les hausses survenues pendant la crise financière de 2008-2009 ou lors de la longue récession de 1990-1991².

¹ Les données utilisées proviennent de la [base de données développée par Fortin-Gagnon et al. \(2020\)](#). Celle-ci contient près de 300 séries chronologiques relatives à l'activité économique canadienne et est régulièrement mise à jour; les dernières données disponibles couvrent la période jusqu'à la fin avril 2020.

² Notre mesure de l'incertitude peut être déployée selon différents horizons de prédiction et le rapport 2019RP-15 analyse des mesures liées à la prévision 1 mois, 3 mois, et 12 mois (un an) à l'avance. La présente note met l'accent sur la mesure liée à la prévision 1 mois à l'avance pour des raisons de concision; le rapport 2019RP-15 révèle toutefois que les différentes mesures sont étroitement corrélées les unes avec les autres.

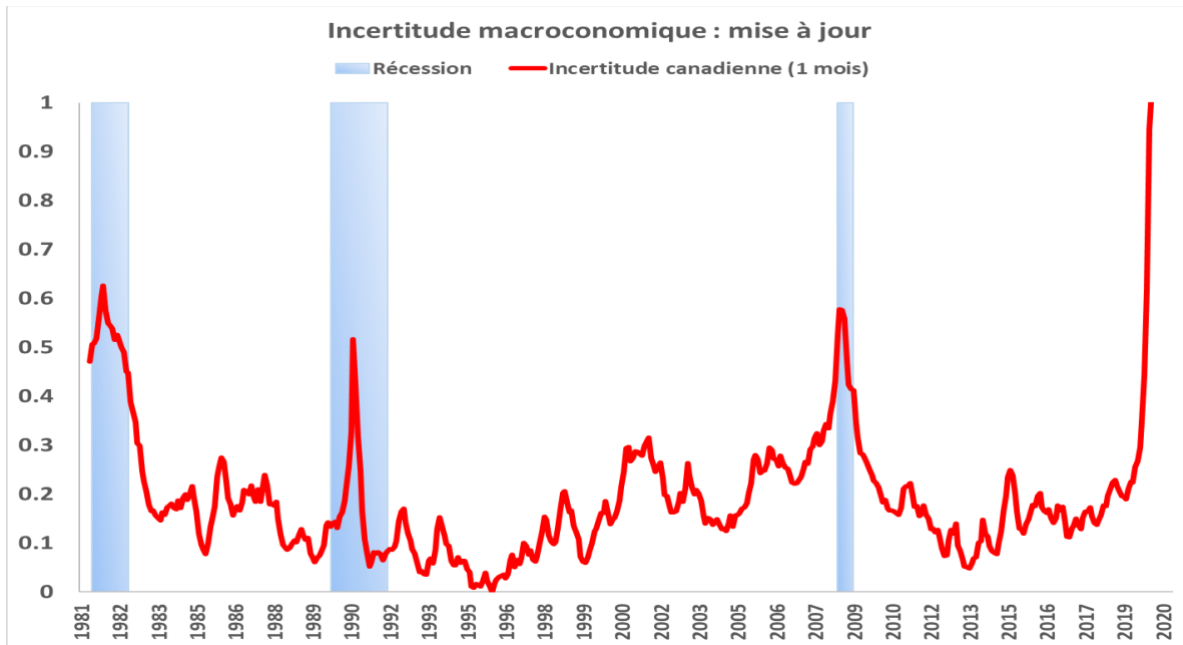


Figure 1 : Incertitude macroéconomique canadienne

La Figure 2 rapporte quant à elle l'évolution de l'incertitude macroéconomique américaine, mesurée avec la même approche mais appliquée à des séries chronologiques liées à l'économie des États-Unis. À nouveau, les mois de mars et avril 2020 affichent des niveaux sans précédent, dépassant les records atteints lors de la crise financière de 2008-2009. Notons de plus que les mesures alternatives de l'incertitude, que ce soit celles liées à la volatilité des marchés financiers (Leduc et Liu 2020) ou aux analyses textuelles des médias (Baker, et autres 2020) corroborent ces résultats. Dans l'ensemble, les données empiriques confirment donc l'intuition de plusieurs commentateurs de l'actualité économique selon laquelle l'incertitude est présentement à un niveau exacerbé et sans précédent.

Effets potentiels de la hausse d'incertitude

Nous utilisons l'approche statistique des *modèles vectoriels auto-régressifs* pour quantifier les impacts potentiels de cette forte hausse dans l'incertitude sur l'économie canadienne. Un des défis majeurs de cette méthodologie a trait à l'identification de la source des hausses soudaines dans l'incertitude. On pourrait notamment penser que les hausses récentes de l'incertitude américaine et canadienne sont liées au même choc sous-jacent, puisque la pandémie a affecté les deux économies simultanément. D'un autre côté, il est également raisonnable de penser que l'évolution de l'incertitude dans les deux pays n'est pas semblable partout et tout point et que des différences dans les politiques suivies dans les deux pays ou dans les caractéristiques des deux économies (notamment le fait que le Canada est une petite économie ouverte) puissent engendrer de variations différentes

d'incertitude. Cette note utilise donc l'approche suivie dans le rapport de Moran, Stevanovic et Touré (2019) et fait l'hypothèse que l'incertitude américaine peut causer un effet contemporain sur sa contrepartie canadienne, mais pas l'inverse³.

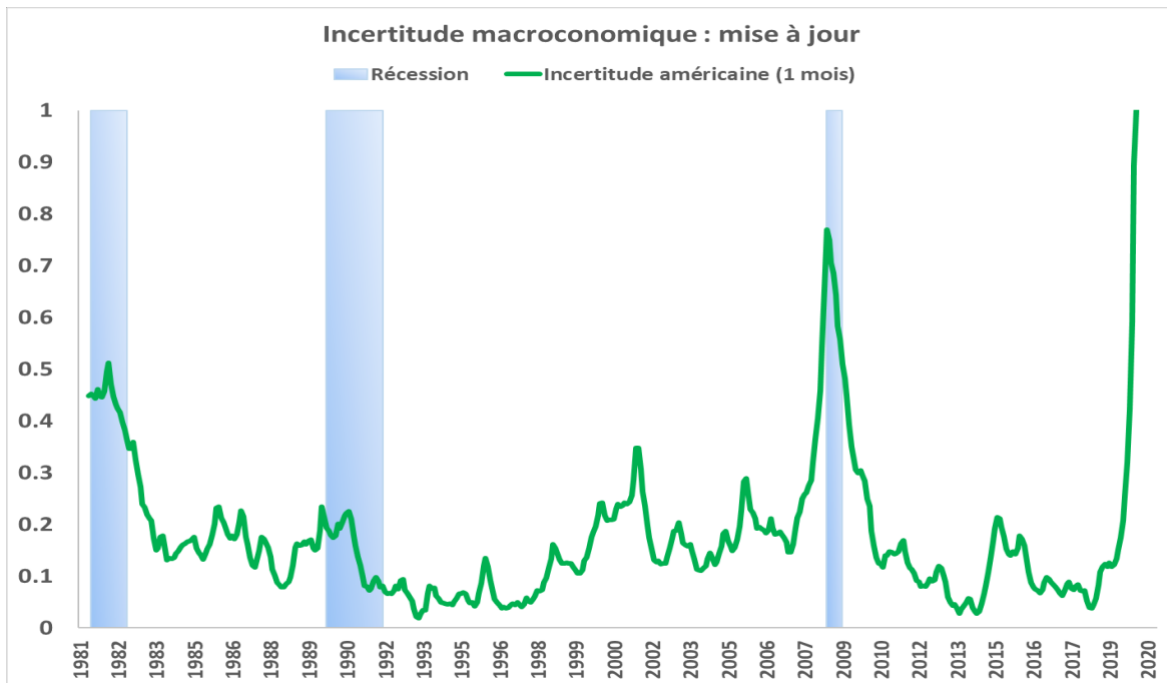


Figure 2 : Incertitude macroéconomique américaine

La Figure 3 et la Figure 4 présentent les résultats et rapportent les impacts du choc d'incertitude sur le PIB et l'investissement au Canada : on présente d'abord les effets du choc à l'incertitude américaine (Figure 3) et ensuite ceux du choc canadien (Figure 4). Dans les deux cas, l'amplitude initiale du choc est calibrée de manière à reproduire les hausses récentes dans l'incertitude analysées ci-dessus: le choc initial d'incertitude américaine est donc de +0.47 et celui affectant l'incertitude canadienne est +0.50. Les réponses macroéconomiques affichées dans les figures sont mesurées en points annualisés de croissance⁴, si bien qu'une lecture de -3.7 par exemple (l'impact initial sur le PIB dans la Figure 3 par exemple) signifie qu'un choc d'incertitude américaine d'amplitude similaire à celle observée présentement mène à une baisse de 3.7% du PIB annualisé au cours du trimestre suivant.

³ Voir le rapport 2019RP-15 pour une description détaillée de la méthodologie

⁴ Une réponse annualisée du PIB signifie que l'on fait l'hypothèse que l'effet trimestriel se poursuit une année complète; cette manière de faire est celle appliquée dans la plupart des analyses de l'activité économique.

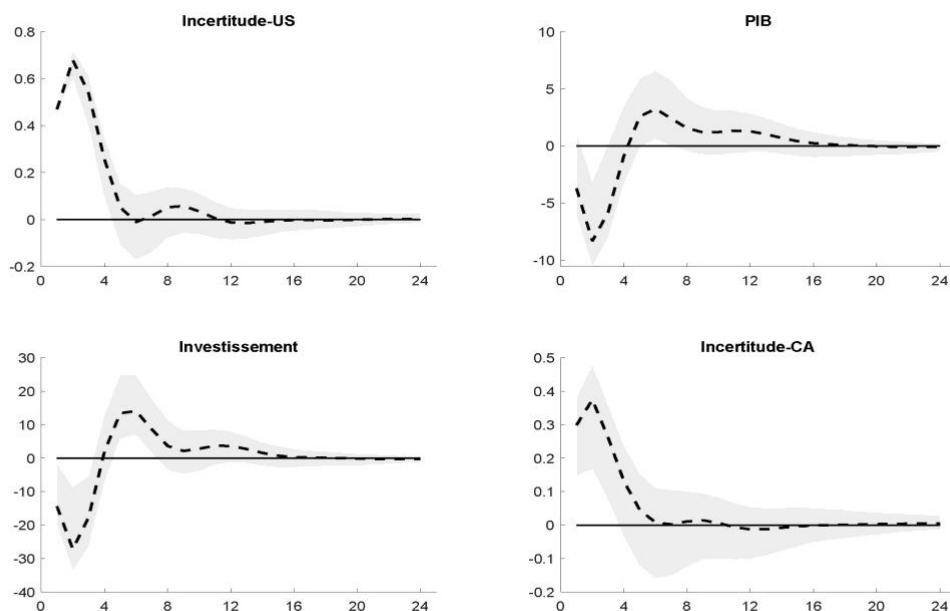


Figure 3 : Effets d'un choc d'incertitude américaine sur l'économie canadienne

La Figure 3 révèle que le choc américain d'incertitude produit une baisse très substantielle du PIB et de l'investissement : la baisse maximale du PIB s'établit à -8.3% un trimestre après le choc alors que l'investissement plonge lui de -27% pendant la même période. Le graphique montre également que ces effets sont toutefois *relativement* passagers et un retour à la normale est envisagé quatre trimestres (un an) après le choc. Ces résultats sont compatibles avec et complètent ceux obtenus pour les États-Unis (Leduc et Liu 2020) : ces auteurs analysent que la situation présente d'incertitude exacerbée ressemble à un épisode de forte baisse dans la demande agrégée qui fera augmenter le chômage et baisser l'inflation.

La Figure 4 rapporte quant à elle les effets du choc canadien. Rappelons que selon notre approche d'identification, cette hausse de l'incertitude canadienne contrôle pour l'effet d'entraînement que l'incertitude américaine a eu sur sa contrepartie canadienne; le choc évalué par la figure est donc spécifiquement canadien. De plus, les variables macroéconomiques ne répondent pas, par construction, de manière contemporaine à l'impact au choc canadien; c'est donc seulement à partir du trimestre suivant le choc que les impacts de celui-ci commencent à se faire sentir.

La figure démontre que le choc provoque des baisses également très substantielles dans le PIB (-6.8% un trimestre après le choc) et dans l'investissement (-18%). Bien que ces baisses soient moins drastiques que celles affichées dans la figure précédente, elles semblent

s'estomper plus graduellement, si bien que le retour à la normale s'annonce seulement 6 trimestres après le choc initial. Dans l'ensemble donc, nos résultats suggèrent que la hausse soudaine de l'incertitude aura des effets importants à la baisse sur l'activité économique canadienne et que ces effets délétères pourraient facilement se poursuivre jusqu'à 2021.

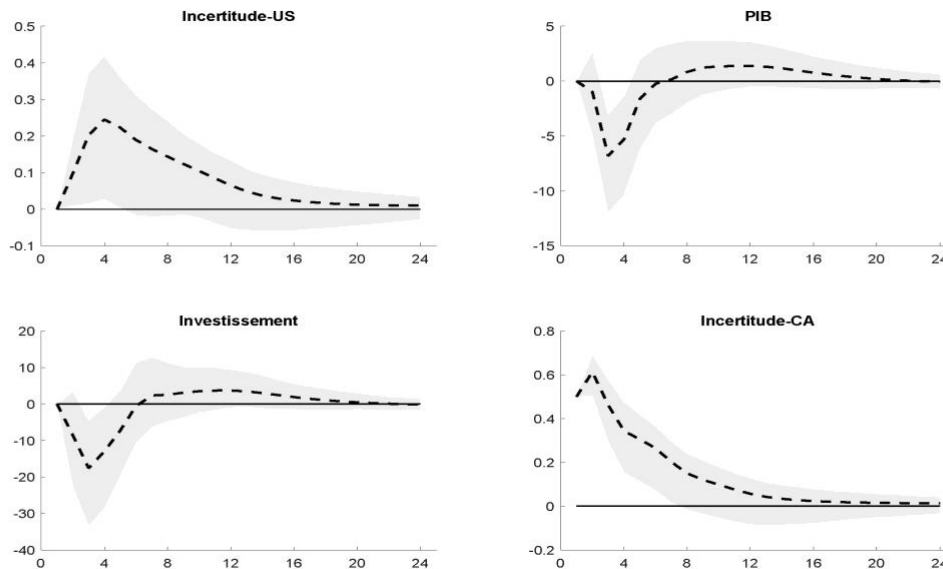


Figure 4 : Effets d'un choc d'incertitude canadienne sur l'économie canadienne

Conclusion

Beaucoup d'analystes et commentateurs de la situation actuelle liée à la pandémie jugent que l'incertitude est présentement très élevée et pourrait retarder ou freiner la relance post-pandémie. Cette note met à jour les résultats du rapport CIRANO de Moran, Stevanovic et Touré (2019) et confirme ces impressions, en montrant que notre mesure quantitative de l'incertitude macroéconomique est présentement à un niveau sans précédent depuis les quarante dernières années.

La note calcule de plus les effets potentiels de ces hausses importantes d'incertitude sur le PIB et l'investissement au Canada et montre que des baisses très substantielles sont à prévoir, avec un retour à la normale qui pourrait prendre jusqu'à 18 mois. Ces résultats suggèrent que les différentes mesures fiscales et monétaires envisagées par les gouvernements provinciaux et fédéral ou les autorités monétaires demeurent plus que jamais pertinentes.



Bibliographie

- Baker, S. R., N. Bloom, S. J. Davis, et S. J. Terry. *Covid-Induced Economic Uncertainty*. Working Paper No. 26983, NBER, 2020.
- Fortin-Gagnon, O., M. Leroux, D. Stevanovic, et S. Surprenant. *A Large Canadian Database for Macroeconomic Analysis*. Cahier de recherche 2020-07, Chaire en macroéconomie et prévisions, 2020.
- Jurado, K, S.C. Ludvigson, et S Ng. «Measuring Uncertainty.» *The American Economic Review*, 2015: 1017-1216.
- Leduc, S., et S. Liu. *The Uncertainty Channel of the Coronavirus*. FRBSF Economic Letter 2020-07, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2020.
- Moran, K., Stevanovic, D. et Touré, A.K., (2019), *Incertitude macroéconomique canadienne : mesure, évaluation et effets sur l'investissement*, Rapport de projet CIRANO, 2019RP-15