

## Où en sommes-nous avec la récession américaine? La conjoncture actuelle semble atypique par rapport aux cycles des dernières décennies

En février dernier, un *Point de vue économique*<sup>1</sup> a été publié pour vérifier, à l'aide d'une série d'indicateurs économiques et financiers, si les États-Unis étaient à l'aube ou non d'une récession. Trois mois plus tard, et après plusieurs rebondissements sur les marchés financiers, qu'en est-il de l'état de l'économie américaine?

L'économie américaine semble connaître une phase de contraction qui, même si elle n'a pas encore été officialisée, a probablement commencé au début de l'année 2008 et peut-être même un peu avant. Plusieurs observateurs font un portrait extrêmement sombre de la conjoncture actuelle. Pourtant, jusqu'à maintenant, cette phase de contraction est d'une si faible amplitude que plusieurs indicateurs se contredisent quant à sa réelle existence. Certains de ces indicateurs signalent que la production de biens et services stagne ou diminue alors que d'autres continuent de montrer qu'une certaine croissance, bien souvent anémique, persiste. Le plus important de ces derniers signes provient de la première estimation des comptes nationaux américains du premier trimestre de 2008 alors que le PIB réel a affiché une légère progression. Cette mesure (la plus large) de l'activité économique aux États-Unis montre donc que la croissance est encore au rendez-vous. D'autres indicateurs comme les indices ISM signalent aussi une conjoncture plus solide.

Si l'on estime qu'une récession a bel et bien commencé, on peut, pour le moment, la qualifier de *pale recession* pour reprendre l'expression d'Alan Greenspan. Les prochains mois demeurent toutefois bien incertains. Est-ce que le plan fiscal de stimulation économique et les interventions de la Réserve fédérale américaine (Fed) parviendront à leurs fins en coupant

court à la déprime ambiante? Ou encore, est-ce que la hausse des prix de l'énergie, la débâcle du marché de l'habitation et le resserrement des conditions de crédit mineront davantage l'économie américaine?

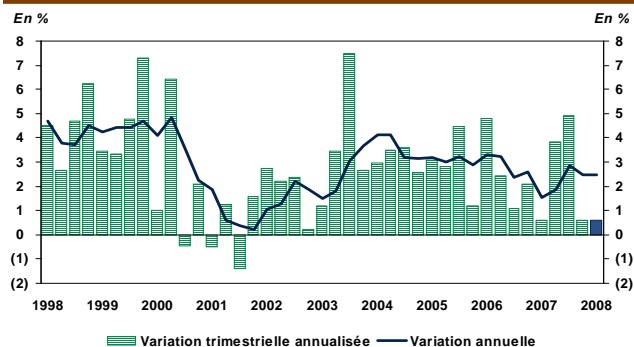
### LA RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS A-T-ELLE DÉJÀ DÉBUTÉ?

Deux définitions d'une récession circulent souvent sur la place publique. La première consiste à enregistrer un minimum de deux trimestres consécutifs de décroissance du PIB réel. La seconde est celle du National Bureau of Economic Research (NBER) qui, depuis 1929, officialise les dates de début et de fin des cycles économiques aux États-Unis selon le recul de quatre variables économiques : l'emploi, le revenu réel, la production industrielle et les ventes totales.

### Au moins deux trimestres consécutifs de décroissance

Selon ce critère, il n'y a pas encore de récession aux États-Unis. La première version des comptes nationaux du premier trimestre affiche une croissance de 0,6 % du PIB réel (graphique 1). Cette performance est similaire à la croissance enregistrée au dernier trimestre de 2007. L'économie continue

Graphique 1 – Le PIB réel a continué de croître  
au premier trimestre de 2008



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

<sup>1</sup> Voir le *Point de vue économique* « L'économie américaine en récession? Quels sont les signes? », 14 février 2008.

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint

**François Généreux**  
Économiste senior

**Hendrix Vachon**  
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

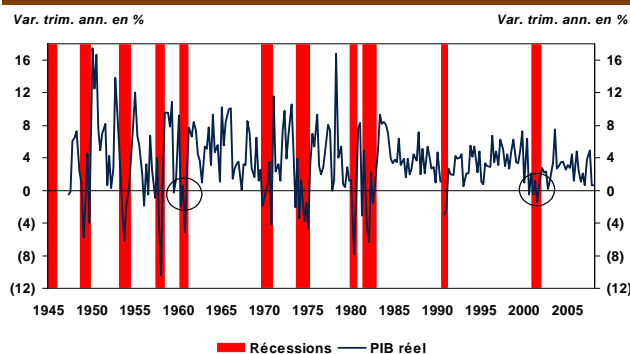
de progresser, bien que très faiblement. Ce gain est également fragile : la composante principale qui a le plus contribué à la croissance du PIB réel est celle liée à la variation des stocks. Sans celle-ci, le PIB réel aurait connu un recul annualisé de 0,2 %. Il est encore possible que le second trimestre de 2008 affiche une diminution du PIB réel. Certes, les chèques de rabais d'impôts issus du plan fiscal de stimulation économique du gouvernement fédéral ont déjà commencé à être envoyés aux ménages américains, mais l'effet sur la consommation devrait se faire sentir surtout à partir du troisième trimestre.

### Les récessions officialisées par le NBER

Les critères utilisés par le NBER pour officialiser les dates d'entrée et de sortie d'une récession aux États-Unis vont au-delà de la condition unique d'un minimum de deux décroissances successives du PIB réel. Le NBER s'appuie bien entendu sur les données des comptes nationaux, mais pas exclusivement sur celles-ci. Il établit une chronologie mensuelle des cycles économiques, mais les chiffres du PIB n'ont qu'une fréquence trimestrielle. Pour préciser les dates de récession, le NBER utilise donc des indicateurs mensuels dont les quatre principaux sont : l'emploi, la production industrielle, les ventes réelles et le revenu réel.

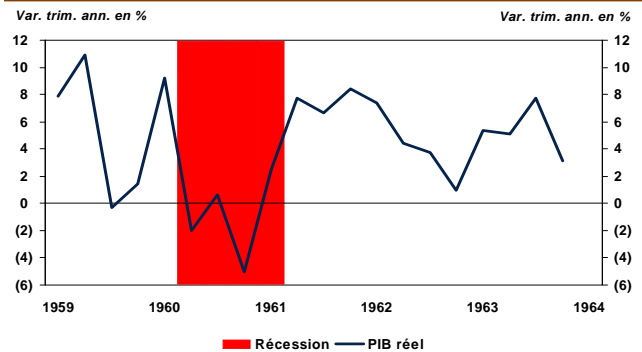
En pratique, le NBER peut donc officialiser une récession sans avoir deux reculs trimestriels consécutifs du PIB réel. Depuis que des données sur le PIB américain sont disponibles, il y a eu deux épisodes de ce genre : la récession de 1960 et celle de 2001 où les trimestres de recul du PIB n'ont pas été consécutifs (graphiques 2 à 4). La situation inverse existe aussi : les deuxième et troisième trimestres de 1947 ont été négatifs, mais le NBER n'y a pas vu de récession. Il n'est pas non plus nécessaire d'avoir une décroissance du PIB réel dès le début de la récession. Les récessions de 1980 et de 1990 ont débuté même si le PIB réel était encore en hausse.

**Graphique 2 – Selon le NBER, une récession peut avoir lieu sans obtenir deux trimestres consécutifs de décroissance du PIB réel**



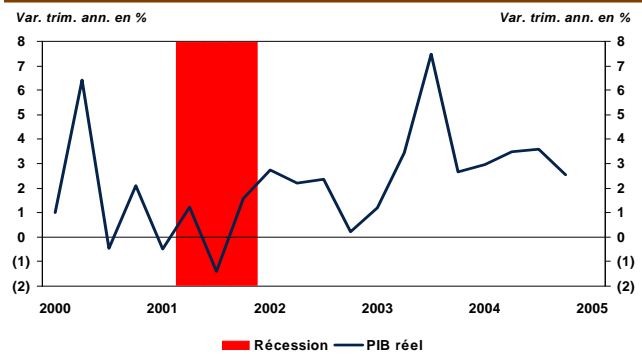
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 3 – La récession de 1960 n'affiche pas deux baisses trimestrielles consécutives du PIB réel**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – Il n'y a pas eu deux trimestres consécutifs de baisse du PIB réel en 2001**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Normalement, entre 6 et 18 mois peuvent s'écouler avant que le NBER ne déclare officiellement le début d'une récession. Le commencement de la récession de 2001 (mars) a été annoncé en novembre de la même année. Celui de la récession de 1990 (juillet) a été annoncé en avril 1991. Le début de la récession de 1981 (juillet) a été officialisé en janvier 1982 et le début de la récession de 1980 (janvier) a été signalé en juin 1980. Comme le NBER se base sur une panoplie d'indicateurs économiques, souvent sujets à de multiples révisions mensuelles, cette approche se veut prudente afin de ne pas, par la suite, modifier les dates déjà annoncées. Le changement le plus récent d'une période de contraction déjà annoncée date de 1975.

Lorsque le NBER a officialisé le début de la récession de 2001, le 26 novembre de la même année, les résultats des comptes nationaux des trois premiers trimestres étaient connus (le troisième en étant à sa première estimation). À ce moment, les deux premiers trimestres montraient une croissance annualisée de 1,3 % et de 0,3 % respectivement, alors que le troisième trimestre affichait un premier résultat négatif à -0,4 %. Le NBER a donc signalé le début de la récession avec une seule décroissance (assez minime) trimestrielle de l'activité. Le

## Tableau 1 Estimation de l'évolution du PIB réel

*Variations trimestrielles annualisées en %*

	T1 2001	T2 2001	T3 2001	T4 2001
<b>Date de l'estimation</b>				
27 avril 2001	2,0			
25 mai 2001	1,3			
29 juin 2001	1,2			
27 juillet 2001	1,3	0,7		
29 août 2001	1,3	0,2		
28 septembre 2001	1,3	0,3		
31 octobre 2001	1,3	0,3	(0,4)	
30 novembre 2001	1,3	0,3	(1,1)	
21 décembre 2001	1,3	0,3	(1,3)	
30 janvier 2002	1,3	0,3	(1,3)	0,2
28 février 2002	1,3	0,3	(1,3)	1,4
28 mars 2002	1,3	0,3	(1,3)	1,7
<b>Révisions annuelles</b>				
31 juillet 2002	(0,6)	(1,6)	(0,3)	2,7
10 décembre 2003	(0,2)	(0,6)	(1,3)	2,0
30 juillet 2004	(0,5)	1,2	(1,4)	1,6

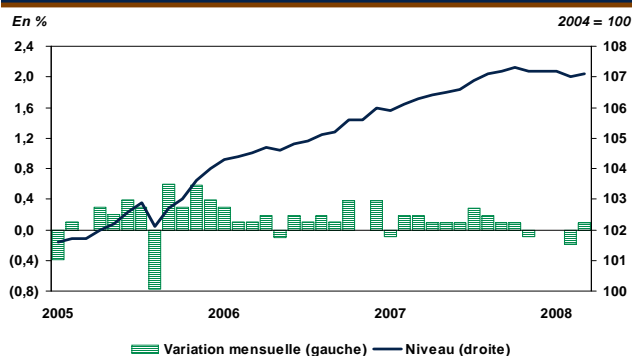
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

temps et les révisions aux chiffres des comptes nationaux ont toutefois donné raison à l'organisme. Lors de la révision annuelle de l'été 2002, les trois premiers trimestres sont « devenus » négatifs. Ce constat a duré deux ans : la révision de 2004 (la dernière pour les résultats de l'année 2001) a ramené le second trimestre en territoire positif avec un gain de 1,2 % du PIB réel. Le tableau 1 présente les différentes estimations pour la croissance du PIB des quatre trimestres de 2001.

Donc, étant donné l'approche adoptée par le NBER, une récession a pu débuter au cours des premiers mois de 2008 même si la variation du PIB réel est demeurée positive au premier trimestre. Une analyse de l'évolution récente des principales statistiques utilisées par le NBER peut être utilisée pour déceler le début d'une nouvelle récession. Les graphiques 5 à 8 à la page suivante présentent les récents mouvements de ces indicateurs.

L'analyse de ces quatre variables signale effectivement qu'un recul de l'activité économique est en cours, quoique très modeste jusqu'à maintenant. Ces quatre variables composent également l'indicateur coïncident du Conference Board qui est publié chaque mois en même temps que l'indicateur avancé. Le graphique 9 montre le niveau de l'indicateur coïncident depuis le début de 2007. On observe ainsi qu'un sommet de l'activité, selon cet indicateur, a été atteint à l'automne. Est-ce toutefois assez pour conclure que la récession a débuté avant le début de l'année 2008? Si l'on utilise les quatre données pour construire un modèle de

**Graphique 9 – L'indicateur coïncident a connu un sommet l'automne dernier**

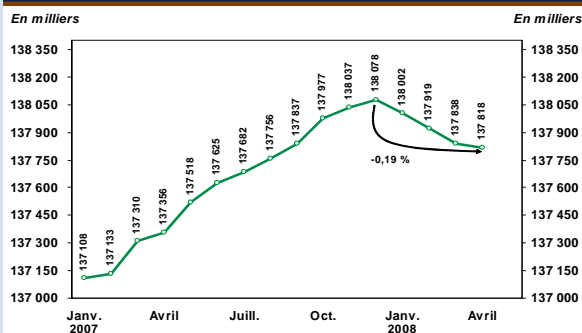


Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

probabilité de récession<sup>2</sup>, on constate que les probabilités sont demeurées faibles jusqu'en janvier, pour passer au-dessus de la barre de 50 en février. Le graphique 10 montre les fluctuations de ce modèle comparativement aux récessions officialisées par le NBER depuis 1970. La montée des probabilités de récession en janvier 2008 concorde avec les premiers reculs de l'emploi total. Nous utiliserons cette

<sup>2</sup> À partir de la variation trois mois en pourcentage des variables analysées par le NBER, un modèle à variable binaire a été estimé pour obtenir les probabilités d'être en récession. Les résultats montrent que depuis novembre les probabilités augmentent et elles dépassent 30 % en janvier et 50 % en février. En s'appuyant sur les résultats obtenus durant les récessions passées, il est raisonnable de supposer un point de départ en janvier. Par exemple, des probabilités de 21 % seulement ont été obtenues lors du premier mois de la récession de 1990 et, le mois suivant, ces probabilités ont grimpé à 50 %.

**Graphique 5 – Évolution récente de l'emploi**

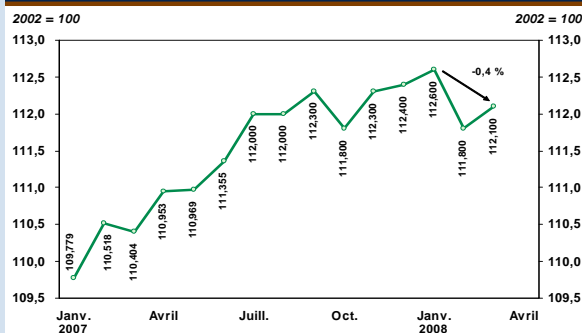


Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**L'emploi**

L'emploi selon l'enquête auprès des entreprises a connu un sommet en décembre 2007. Depuis, il s'est perdu 260 000 emplois aux États-Unis. Cette baisse demeure cependant assez minime, ne représentant que 0,19 % du nombre de travailleurs à la fin de 2007. Le sens des récentes fluctuations du marché du travail est compatible avec une récession, mais l'ampleur est insuffisante. Par ailleurs, il faut mentionner que, depuis 1945, il n'y a jamais eu quatre déclin mensuels consécutifs de l'emploi sans une éventuelle récession.

**Graphique 6 – Évolution récente de la production industrielle**

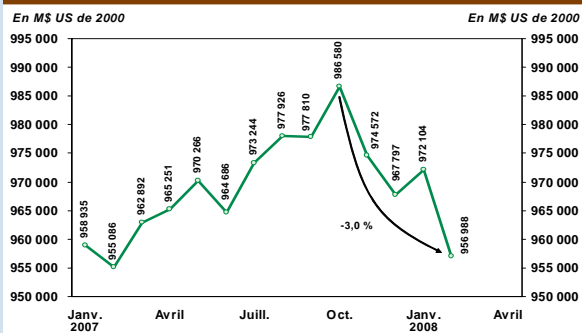


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

**La production industrielle**

La baisse de la production industrielle est plus récente. Le volume de production a atteint un sommet en janvier dernier. Une forte baisse (-0,7 %) a eu lieu en février, puis une légère hausse a été observée en mars. La production demeure 0,4 % sous son niveau de janvier. La production profite toutefois d'un apport de la part des fournisseurs d'énergie. De son côté, la composante manufacturière a connu son récent sommet en juillet 2007 et a reculé de 0,6 % depuis.

**Graphique 7 – Évolution récente des ventes réelles**

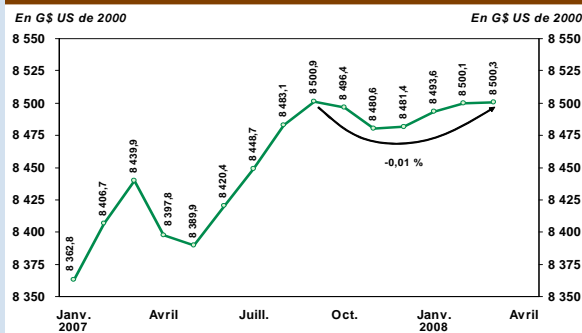


Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

**Les ventes réelles**

Parmi les statistiques utilisées par le NBER, la baisse la plus significative provient des ventes réelles (manufacturiers, grossistes et détaillants). La plus récente donnée (février) montre une baisse de 3,0 % depuis le sommet enregistré en octobre 2007. La hausse des prix de l'énergie et un recul notable de la consommation de biens sont au cœur de cette diminution des ventes totales.

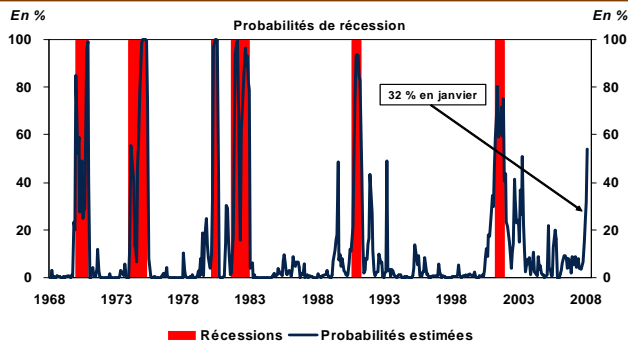
**Graphique 8 – Évolution récente du revenu réel (excluant les transferts)**



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Le revenu réel moins les transferts**

Le revenu est la statistique utilisée par le NBER qui a le moins reculé jusqu'à présent. En fait, la dernière baisse date du mois de novembre 2007. Depuis, le revenu réel affiche une tendance légèrement à la hausse, et la diminution totale par rapport au sommet de septembre est maintenant d'à peine 0,01 %.

**Graphique 10 – Probabilités d'être en récession selon les quatre variables analysées par le NBER\***


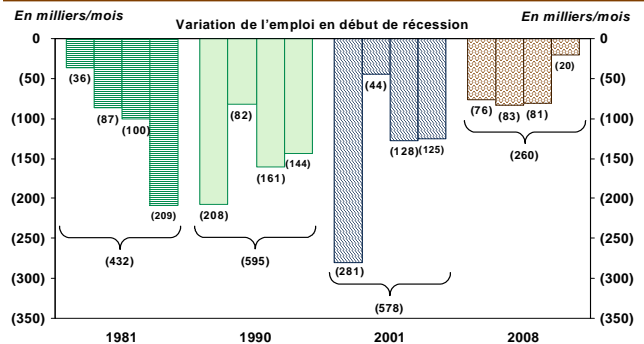
date comme entrée en récession. Selon cette hypothèse, le sommet du précédent cycle économique qui a commencé en décembre 2001 s'est donc terminé en décembre 2007. Ce cycle de croissance d'une durée de 72 mois aura été bien plus court que celui de 92 mois des années 80 ou que celui de 120 mois des années 90. La date choisie de janvier reste toutefois une approximation. Le NBER pourrait choisir un autre mois. Dans ce cas, février serait aussi une autre bonne option, puisque c'est le premier mois où les quatre indicateurs montrent une baisse par rapport à un sommet récent. Le président du NBER, Martin Feldstein, a affirmé récemment que le sommet économique avait probablement été atteint en décembre ou en janvier.

### LES PREMIERS MOIS DE LA RÉCESSION

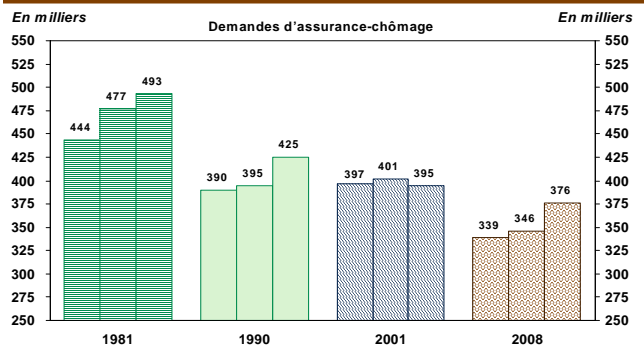
En supposant qu'une phase de contraction de l'économie américaine a bel et bien débuté en janvier dernier, il est intéressant de voir dans quelle mesure certaines variables économiques ont évolué par rapport à ce qui a été observé au début des précédentes récessions. Le principal constat qui ressort de cette analyse est que le début de la phase de contraction actuelle semble être de plus faible amplitude que celui des récessions passées.

Au risque de se répéter, une baisse de l'emploi est un indice clé d'un état de récession. Lorsqu'on compare les pertes d'emplois enregistrées depuis janvier à celles observées durant les premiers mois des trois précédentes récessions, on constate que celles-là sont beaucoup moins importantes. Les pertes d'emplois cumulées entre janvier et avril atteignent 260 000 (graphique 11). En moyenne, pour les récessions de 1981, de 1990 et de 2001, les pertes d'emplois pour les quatre premiers mois se sont chiffrées à 535 000, soit plus du double des pertes actuelles.

La résistance du marché du travail est également perceptible dans les données sur les nouvelles demandes d'assurance-chômage. Bien qu'elles soient en hausse, les nouvelles

**Graphique 11 – Les pertes d'emplois des derniers mois sont mineures comparativement aux précédentes récessions**


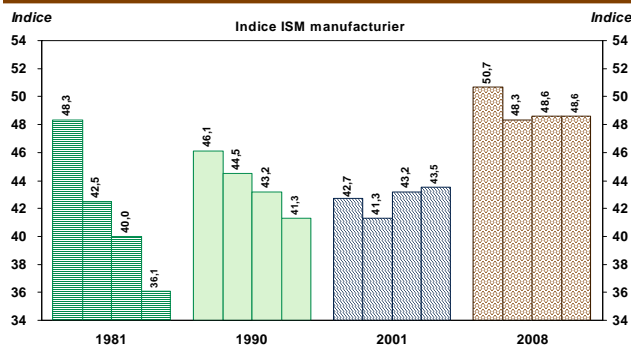
demandes demeurent en dessous des niveaux observés lors des précédentes récessions. Elles ont grimpé à 376 000 en mars et, en moyenne, elles ont été de 354 000 depuis le début de l'année, soit 50 000 de moins environ que ce qui a été observé au début des récessions de 1990 et de 2001 (graphique 12).

**Graphique 12 – Les demandes d'assurance-chômage augmentent, mais elles sont moins élevées que par les récessions passées**


Les données de l'indice ISM manufacturier, un indicateur très prisé pour suivre les cycles économiques américains, témoignent aussi d'un début de contraction de faible ampleur. En mars et en avril, l'indice est demeuré inchangé à 48,6. Lors des précédentes récessions, l'indice ISM a affiché une tendance baissière et a atteint des niveaux beaucoup plus faibles que ce qui est actuellement observé (graphique 13). Historiquement, une valeur de l'indice inférieure à 48,5 est compatible avec un début de récession, et une valeur de près de 41 est compatible avec un état avancé de récession.

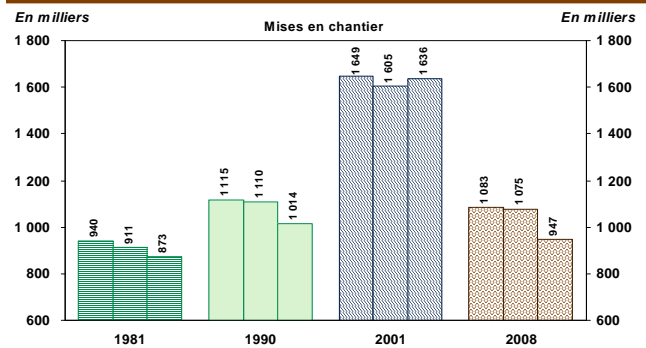
Depuis le début de l'année, bien qu'elle soit très volatile, la Bourse américaine semble moins frileuse par rapport à ce qui a été observé lors des précédentes récessions. En moyenne, les pertes, en variation annuelle de l'indice S&P 500, ont atteint -6,4 % en mars et en avril. Habituellement, comme le

**Graphique 13 – L'évolution récente de l'ISM témoigne d'une faible récession**



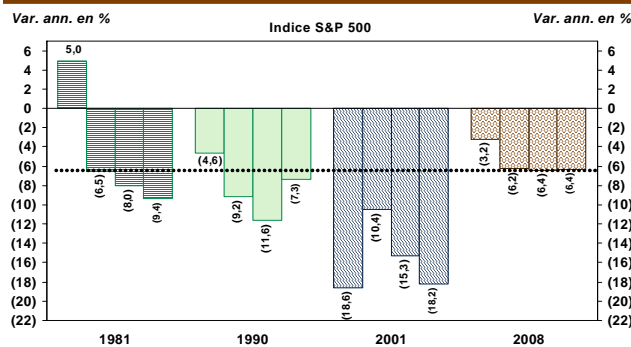
Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

**Graphique 15 – Baisse des mises en chantier : le signal le plus clair que l'économie américaine est en récession**



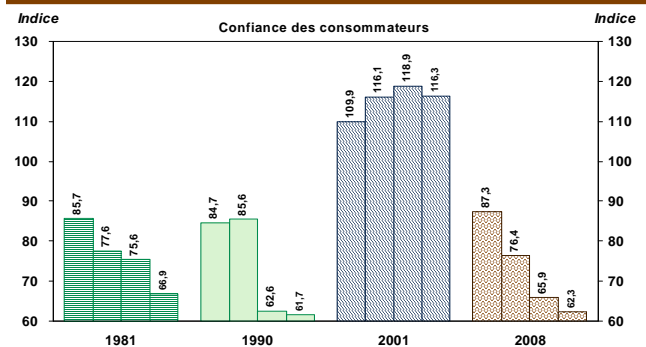
Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

**Graphique 14 – Des rendements boursiers moins négatifs que lors des récessions précédentes**



Sources : Standard and Poors et Desjardins, Études économiques

**Graphique 16 – L'évolution de la confiance des consommateurs est similaire à celle observée en 1981 et en 1990**



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

montrent les expériences passées, les pertes boursières se rapprochent davantage des -10 % au cours des quatre premiers mois d'une récession (graphique 14).

Ce ne sont toutefois pas tous les indicateurs qui suggèrent une contraction de faible ampleur. La baisse des mises en chantier s'apparente très bien avec les données des récessions de 1981 et de 1990 (graphique 15). L'évolution de la confiance des consommateurs s'apparente elle aussi à un état de récession conventionnelle. En avril, l'indice de confiance a chuté pour atteindre un creux de 62,3, ce qui est comparable aux valeurs observées durant les premiers mois des récessions de 1981 et de 1990 (graphique 16). La baisse de l'indice de confiance des ménages pourrait toutefois sous-estimer la consommation au cours des prochains mois puisqu'elle est beaucoup attribuable à la forte montée du prix de l'essence qui mine le revenu disponible réel. Une diminution attendue des prix du pétrole<sup>3</sup> et l'effet des rabais d'impôts qui ont déjà commencé à être envoyés devraient minimiser le ralentissement de la consommation réelle.

<sup>3</sup> Voir le *Point de vue économique* « Les prix actuels du pétrole sont-ils justifiés? », 30 avril 2008.

## CE QUE NOUS RÉSERVE NORMALEMENT UNE RÉCESSION

Comme nous avons vu, l'ampleur du ralentissement actuel est jusqu'à maintenant assez faible par rapport à ce qui a été observé lors des récessions précédentes. Mais à quoi peut-on s'attendre pour l'étendue complète de la phase de recul si la situation actuelle s'apparente effectivement à une récession moyenne? Pour effectuer cette analyse, nous pouvons revenir aux variables utilisées par le NBER pour officialiser les périodes de récession. Le tableau 2 présente les variations moyennes en pourcentage entre le sommet atteint par chaque variable et son creux lors des précédentes récessions (depuis 1960).

Du côté de l'emploi, les dernières récessions ont montré un recul se situant entre 1,2 % (1970) et 3,1 % (2001). En moyenne, cela équivaut à 1 755 000 emplois perdus (1,9 %). Si la période actuelle s'avère véritablement une récession de type normal, il pourrait donc se perdre encore environ 1 500 000 postes au-delà des 260 000 mises à pied déjà effectuées. Il est à noter que, lors de la récession de 2001, le recul de l'emploi a été particulièrement douloureux par son am-

**Tableau 2**  
**Écart en pourcentage entre le creux et le sommet\***

	Variables analysées par le NBER			
	Emploi	Production	Ventes	Revenu
<b>Récessions</b>				
1960	(1,8)	(8,6)	(6,2)	(1,2)
1970	(1,2)	(7,0)	(5,6)	(0,2)
1973	(2,8)	(12,9)	(12,9)	(5,3)
1980	(1,3)	(6,6)	(6,8)	(2,6)
1981	(3,1)	(8,8)	(8,1)	(0,9)
1990	(1,5)	(3,9)	(5,1)	(2,5)
2001	(2,0)	(6,2)	(3,9)	(1,8)
Moyenne	(1,9)	(7,7)	(6,9)	(2,1)
Médiane	(1,8)	(7,0)	(6,2)	(1,8)
Min	(1,2)	(3,9)	(3,9)	(0,2)
Max	(3,1)	(12,9)	(12,9)	(5,3)

\* Le sommet peut devancer l'entrée officielle en récession, et le creux peut suivre après la fin officielle d'une récession.

Sources : Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Board, U.S. Census Bureau, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

pleur (-2 708 000 emplois) mais aussi par sa longueur alors que la période de suppression de postes s'est étirée pendant 30 mois et que la récession, elle, n'a duré que 8 mois. Cette restructuration du marché a été nourrie par l'ajustement des entreprises aux nouvelles technologies, par la croissance de la productivité, par les changements structurels mondiaux ayant lieu dans le secteur de la fabrication et par une vague de délocalisation d'une partie de plus en plus grande de la production vers les pays en émergence, incluant la Chine et l'Inde. Il est cependant possible que la présente phase de recul de l'emploi puisse être, en tout, moins difficile. C'est que le gain du marché du travail durant le dernier cycle de croissance a été relativement modeste<sup>4</sup>. Une forte correction de ce marché est donc moins nécessaire.

Lors des précédentes récessions, la production industrielle a connu un repli de 7,7 % en moyenne. Le pire déclin a été subi en 1973 (-12,9 %), tandis que la production n'a diminué que de 3,9 % en 1990. En 2001, la baisse était de 6,2 %, mais avait commencé, avec la chute des technos, bien avant le début de la récession. La baisse de 0,4 % enregistrée jusqu'à maintenant pourrait donc s'amplifier.

Le recul des ventes réelles des derniers mois est assez considérable. Presque la moitié de la baisse moyenne de 6,9 % enregistrée lors des dernières récessions a déjà été effectuée. En fait, on se rapproche de la baisse des ventes de 3,9 % observée en 2001. Il faut signaler que les ventes exprimées

en dollars courants ont augmenté jusqu'en janvier pour reculer de 1,1 % en février; la baisse des ventes réelles provient donc surtout de l'effet prix qui est exacerbé par la hausse des coûts de l'énergie.

À l'image de l'emploi, le revenu tend à moins chuter que la production ou les ventes lors d'une récession. La baisse moyenne est de 2,1 %. Les deux dernières récessions ont connu un repli du revenu assez proche de cette moyenne. Pour le moment, le revenu réel des ménages (excluant les transferts) a très peu diminué. Une récession en bonne et due forme impliquerait donc une réduction importante du revenu au cours des prochains mois<sup>5</sup>. Rappelons que les chèques provenant du plan fiscal de stimulation économique sont considérés comme des rabais d'impôts, le revenu personnel ne devrait donc pas être touché. Il y aura cependant une hausse considérable du revenu disponible.

#### LE POINT SUR LA RÉCESSION AMÉRICAINE ET PERSPECTIVES POUR LES MOIS À VENIR

Un certain nombre de conclusions peuvent être tirées de cette analyse. Premièrement, même si le PIB réel a continué d'augmenter durant le premier trimestre de 2008, une récession pourrait tout de même avoir commencé en début d'année. Deuxièmement, à partir de l'analyse des variables traitées par le NBER pour déterminer la datation des récessions aux États-Unis, c'est-à-dire l'emploi, la production

<sup>4</sup> Durant le cycle de croissance économique qui a pris fin en 2001, la moyenne mensuelle de la création d'emplois était de 209 000, et le taux de chômage avait diminué jusqu'à 3,8 % en avril 2000. Au cours du dernier cycle de croissance, la création mensuelle d'emplois a été de 159 000 en moyenne, et le taux de chômage a atteint un creux de 4,4 % en mars 2007.

<sup>5</sup> Le NBER tend à officialiser un début de récession très rapproché du sommet du revenu. Si le sommet enregistré en octobre persiste, si la phase actuelle est vraiment qualifiée de récession et si le NBER garde cette tendance à faire concorder les sommets cycliques de l'économie et du revenu réel, la récession pourrait avoir commencé au début de l'automne dernier!

industrielle, les ventes réelles et le revenu réel, on convient que le sommet du cycle économique a sans doute été atteint en décembre dernier et qu'une phase de contraction est probablement en cours depuis janvier. Troisièmement, si l'on compare l'évolution d'un certain nombre d'indicateurs économiques, on constate que le degré de sévérité de cette nouvelle phase de contraction de l'économie américaine est moins élevé que celui des récessions précédentes. Enfin, en se basant sur les expériences passées, pour connaître une récession dite « moyenne », il faut s'attendre encore à d'importantes pertes d'emplois, et à des baisses plus significatives de la production industrielle et du revenu réel.

Depuis le début du mois de mai, les Américains ont commencé à recevoir les chèques tirés du plan fiscal de stimulation économique adopté par le Congrès des États-Unis et signé par le président Bush le 13 février. Ce stimulus économique est d'autant important qu'il devrait amener une impulsion supplémentaire de 0,5 % à la croissance annuelle de la consommation réelle en 2008. Dans notre scénario économique, nous prévoyons un rebond au troisième trimestre et une fin d'année un peu plus faible, la véritable reprise n'étant attendue qu'en 2009. Le plan d'aide devrait aussi contribuer à limiter les pertes d'emplois ainsi que la baisse de la production et du revenu. En d'autres mots, dans l'éventualité où l'épisode actuel se qualifierait vraiment de récession, celle-ci pourrait être moins sévère qu'en moyenne.

Toutefois, les développements des dernières semaines ajoutent de l'ombre à ce scénario. Le prix du baril de pétrole fracasse des records, et les prix de plusieurs denrées

alimentaires enregistrent des hausses impressionnantes. Au bout du compte, une part des montants versés aux Américains ne servira qu'à compenser un gallon d'essence et un panier d'épicerie plus chers. Par conséquent, le rebond attendu pourrait être en grande partie contrebalancé, et son effet d'entraînement sur l'activité, atténué. Ainsi, dans ce scénario alternatif, la phase de contraction de l'économie américaine pourrait être prolongée et amplifiée, et ce, jusqu'à ressembler à une récession beaucoup plus classique. Dans ce cas, les statistiques économiques pourraient afficher une nette détérioration par rapport aux baisses plutôt timides enregistrées jusqu'à maintenant.

Dans ce contexte, il est clair que les risques demeurent importants et l'incertitude bien présente. Il n'est donc pas exclu que les marchés financiers escomptent trop vite la fin des difficultés conjoncturelles. Si le ralentissement actuel se mettait à ressembler de plus en plus à une récession en bonne et due forme, la Fed pourrait devoir réagir de nouveau en diminuant davantage ses taux d'intérêt directeurs. Les intervenants des marchés monétaires, obligataires, boursiers ainsi que des devises pourraient aussi devoir réviser leurs attentes à court terme.

**Francis Généreux**  
Économiste senior

**Hendrix Vachon**  
Économiste