

PERSPECTIVES

23 février 2026

Les finances publiques face aux aléas de la conjoncture macroéconomique

Évidence empirique pour le Canada et le Québec

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

Au cours des dernières décennies, l'économie canadienne a été confrontée à une succession de chocs macroéconomiques d'origines et de natures variées : crise financière mondiale de 2008-2009, fluctuations des prix des matières premières, pandémie de COVID-19, périodes de forte incertitude géopolitique et resserrement monétaire rapide visant à contenir l'inflation. Ces épisodes ont profondément affecté les conditions macroéconomiques et posé d'importants défis aux finances publiques.

Dans une étude CIRANO (Moran et Stevanovic, 2025), les auteurs proposent une évaluation empirique des effets d'une série de chocs

macroéconomiques sur les principaux agrégats économiques et budgétaires au Canada. Leurs analyses soulignent la nécessité d'une stratégie de gestion budgétaire sensible aux conditions macroéconomiques externes et aux sources d'incertitude.

Les fluctuations de l'activité économique, des prix et de l'emploi causées par des chocs macroéconomiques ont des répercussions directes sur les recettes fiscales et les dépenses publiques. Comprendre la dynamique de ces effets est essentiel pour les décideurs, en particulier dans le contexte actuel d'incertitude accrue, de resserrement monétaire global et d'évolution aléatoire dans les prix des matières premières. 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.

Nous avons cherché à quantifier les effets de cinq types de chocs macroéconomiques sur les principaux agrégats économiques et budgétaires au Canada : 1. Choc de politique monétaire ; 2. Choc technologique national ; 3. Choc technologique étranger ; 4. Choc pétrolier et 5. Choc affectant les marchés financiers.

On s'est intéressés aux effets de ces chocs sur les agrégats économiques suivants : 1. Produit intérieur brut (PIB), nominal et réel ; 2. Consommation finale des ménages ; 3. Formation brute de capital des entreprises ; 4. Emploi total ; 5. Indice des prix à la consommation ;

6. Salaires et traitements des ménages ; 7. Profits des sociétés ; 8. Dépenses publiques de consommation et 9. Dépenses publiques d'investissement.

En plus des impacts des chocs sur ces agrégats économiques, nous avons accordé une attention particulière aux implications pour les finances publiques.

La méthode des projections locales

Le cadre d'analyse que nous avons retenu est celui des projections locales. La méthode des projections locales est un outil d'analyse macroéconomique permettant d'estimer les effets dynamiques d'un choc – ou d'une intervention – sur l'évolution d'une variable d'intérêt. Développée au cours des deux dernières décennies, cette méthode est devenue un élément important du coffre à outils des macroéconomistes.

Les projections locales trouvent leur origine dans la contribution de Dufour et Renault (1998), mais leur spécialisation à l'analyse des effets causals de chocs a été popularisée par Jordà (2005). Cette méthodologie a fait depuis l'objet de nombreuses contributions et l'état actuel des connaissances est présenté par Jordà et Taylor (2025).

Un exercice d'estimation en projections locales débute avec l'expression suivante :

$$y_{t+h} - y_{t-1} = \alpha + \beta_h S_t + \delta X_{t-1} + u_{t+h}$$

où y_t dénote la variable d'intérêt, S_t est le choc dont on étudie les effets causals sur y_t , et le vecteur X_{t-1} inclut des variables de contrôle datées de $t-1$ ou avant. L'expression est estimée séparément pour chaque valeur de $h = 0, \dots, H$. Dans chacune de ces estimations, le paramètre β_h représente l'impact de S_t sur la valeur de la variable d'intérêt au temps $t+h$ relativement à sa valeur de contrôle au temps $t-1$.

En colligeant toutes les valeurs estimées des β_h , on obtient la trajectoire qu'empruntera la variable y en réponse au choc S . Cette trajectoire est souvent dénotée comme étant la fonction de réponse impulsionnelle, ou *impulse response function* en anglais.

Les résultats d'estimations sont généralement rapportés au moyen d'un graphique avec h en abscisse et l'effet sur $y_{t+h} - y_{t-1}$ en ordonnée. Par exemple, si y est le logarithme du PIB réel et S est un choc de politique monétaire, le graphique mesure l'effet cumulé qu'un choc de politique monétaire au temps t aura sur le PIB réel h périodes après l'impact initial du choc.

Puisque les projections locales consistent en une série de régressions univariées distinctes pour chaque horizon temporel $h = 0, \dots, H$, l'estimation est simple et s'effectue par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). De plus, le fait d'estimer une régression pour chaque horizon h permet de prendre en compte des effets non linéaires de S sur y_{t+h} le cas échéant. Cette simplicité et flexibilité font des projections locales une approche complémentaire intéressante à l'approche des modèles vectoriels autorégressifs couramment utilisée par les macroéconomistes. Les résultats obtenus par les deux approches sont asymptotiquement équivalents. Montiel Olea et coll. (2025) offrent des outils pour choisir entre ces deux méthodes.

Des hausses exogènes et non anticipées du taux directeur engendrent une contraction graduelle et persistante de l'activité économique

Les chocs de politique monétaire surviennent lorsque la banque centrale modifie de manière non anticipée le taux d'intérêt qu'elle contrôle. Au Canada, il s'agit du taux directeur. L'analyse des effets d'un choc monétaire s'avère particulièrement pertinente pour plusieurs raisons. D'une part, les variations inattendues des taux d'intérêt influencent directement les conditions de financement des gouvernements, notamment à travers le coût du service de la dette publique. D'autre part, les ajustements à la politique monétaire exercent des effets indirects sur les recettes fiscales et les dépenses discrétionnaires, en affectant l'activité économique, l'emploi ou encore l'inflation. Étudier les effets d'un choc monétaire permet de mieux comprendre dans quelle mesure les finances publiques réagissent aux conditions monétaires de façon *passive* via l'activité économique, ou de façon *active* par des choix budgétaires.

Le principal défi empirique pour estimer l'effet des chocs monétaires réside dans l'identification de la composante *non anticipée* et *exogène* de la politique monétaire. Autrement dit, le défi est d'identifier les variations du taux directeur qui ne sont pas des réactions aux conditions macroéconomiques contemporaines, mais qui reflètent plutôt des décisions autonomes de la banque centrale.

Nos estimations indiquent qu'à la suite d'une hausse du taux directeur — c'est-à-dire un resserrement de la politique monétaire — le PIB réel canadien recule de manière significative après quelques trimestres, atteignant un creux environ deux ans après le choc. La consommation et l'emploi suivent une trajectoire similaire, quoique d'ampleur plus modérée, tandis que l'investissement privé réagit de façon plus marquée et plus rapide, confirmant sa forte sensibilité aux conditions de financement. Les composantes du revenu agrégé, en particulier la masse salariale et les profits des entreprises, se contractent également de manière notable, ce qui reflète la combinaison d'une baisse de l'emploi, d'un ralentissement des salaires et d'une diminution des marges bénéficiaires.

Cette évolution défavorable des agrégats macroéconomiques se traduit par une nette détérioration des finances publiques. Les revenus fiscaux des gouvernements diminuent sous l'effet de la contraction de l'assiette fiscale, tandis que les dépenses publiques réagissent peu à court terme, voire reculent légèrement dans un contexte déflationniste de sorte que le solde budgétaire se détériore de manière nette.

Ces constats illustrent la vulnérabilité des finances publiques aux resserrements monétaires et soulignent le rôle contracyclique implicite de la politique budgétaire, même en l'absence de mesures discrétionnaires.

Une hausse de la productivité au Canada est une source significative de gains économiques et budgétaires

Les chocs technologiques correspondent à des variations imprévues de la capacité de production d'une économie. Un concept couramment utilisé pour quantifier ces variations est celui de la productivité totale des facteurs (PTF), qui reflète l'efficacité avec laquelle les intrants sont transformés en extrants dans une fonction de production.

De la même façon que pour l'estimation des effets des chocs monétaires, l'estimation des effets des chocs à la PTF représente un défi, car la productivité mesurée peut être influencée par des variations conjoncturelles dans l'utilisation des facteurs de production, indépendamment de toute véritable innovation technologique. Nous nous appuyons sur la méthode de Fernald (2014) appliquée aux données canadiennes afin d'identifier les innovations technologiques proprement dites, en écartant les fluctuations cycliques de l'effort des travailleurs ou de l'intensité d'utilisation du capital (Moran et coll., 2025).

Nos résultats indiquent que les hausses de productivité spécifiquement canadiennes soutiennent l'activité économique tout en exerçant une pression limitée sur les dépenses publiques. À l'échelle nationale, le PIB réel et l'emploi augmentent rapidement et de manière soutenue.

L'investissement privé réagit fortement dès les premiers trimestres, traduisant l'importance des anticipations de rendements futurs et la rapidité de la transmission du choc. La consommation progresse plus graduellement, soutenue par la hausse des revenus. Les chocs de productivité produisent des effets expansionnistes marqués et durables et contribuent ainsi à renforcer les marges de manœuvre budgétaires à moyen terme.

Les salaires et les profits augmentent sensiblement, ce qui alimente la croissance de la consommation et renforce les recettes fiscales. En revanche, les dépenses publiques de consommation et d'investissement réagissent peu à court terme, probablement en raison d'une certaine inertie institutionnelle. À moyen terme, elles augmentent, mais dans une proportion inférieure à celle des revenus, ce qui conduit à une amélioration nette du solde budgétaire.

Ces constats mettent en lumière les retombées budgétaires positives de l'innovation et appuient la pertinence de politiques visant à stimuler la croissance de la productivité à l'échelle nationale.

Les effets initiaux d'une hausse de la productivité aux États-Unis sont plus modestes

Les chocs de productivité en provenance des États-Unis permettent d'évaluer la transmission internationale des gains technologiques vers une petite économie ouverte comme le Canada. Comparativement à une hausse de productivité spécifiquement canadienne, nos analyses montrent que les effets initiaux d'une hausse de la productivité aux États-Unis sont plus modestes et se matérialisent de manière progressive. Le PIB réel canadien augmente graduellement, avec un impact maximal observé environ trois ans après le choc.

L'investissement privé réagit fortement, ce qui suggère que la transmission s'effectue principalement par le canal des anticipations et celui des marchés financiers et des échanges commerciaux plutôt que par une amélioration directe de la productivité des entreprises canadiennes. La consommation et l'emploi réagissent plus lentement, mais enregistrent à terme des hausses significatives.

Les dépenses publiques de consommation et d'investissement réagissent également de manière graduelle, avec des effets maximaux observés à plus long terme. Cette dynamique s'interprète comme une réponse endogène des finances publiques à l'amélioration de la conjoncture induite par le choc étranger. La remontée progressive de l'activité et des recettes fiscales permet un ajustement haussier des dépenses qui contribue à soutenir la croissance.

Ces constats soulignent l'importance des canaux indirects dans la transmission internationale des chocs réels.

Des hausses du prix du pétrole ou de la demande mondiale de matières premières produisent des effets positifs sur l'économie canadienne dans son ensemble

Les chocs pétroliers constituent des déterminants majeurs de la conjoncture macroéconomique canadienne en raison du rôle central que joue le secteur énergétique dans l'économie nationale. En tant que producteur et exportateur net de pétrole, le Canada est particulièrement sensible aux fluctuations des prix mondiaux du pétrole, qui engendrent des effets macroéconomiques considérables.

Nous avons retenu deux mesures de chocs pétroliers. La première utilise directement le prix du baril de pétrole brut West Texas Intermediate (WTI), une référence internationale largement utilisée. Ce prix est généralement considéré comme exogène pour l'économie canadienne en raison de la taille relativement modeste du Canada sur le marché mondial du pétrole.

L'utilisation des variations dans le prix WTI comme mesure des chocs pétroliers permet de saisir de manière directe et intuitive l'effet d'un changement des prix de l'énergie sur l'économie canadienne. Toutefois, elle ne permet pas de distinguer les sources des fluctuations dans le prix du pétrole qui découleraient de *chocs d'offre* reflétant des variations exogènes dans la production mondiale, ou de *chocs de demande* reflétant une évolution de l'activité économique mondiale.

Afin de mieux cerner l'incidence de la demande globale, nous utilisons une autre mesure pour les chocs pétroliers, soit l'indice d'activité réelle mondiale, désigné par l'acronyme GREA en anglais pour *Global Real Economic Activity Index*. Cet indice a été développé par Kilian (2009) et est régulièrement mis à jour par la Federal Reserve Bank of Dallas. Les effets des chocs pétroliers basés sur l'indice GREA sont globalement semblables aux effets des chocs pétroliers basés sur le prix WTI, ce qui appuie l'hypothèse d'un canal de transmission fondé sur la demande mondiale de matières premières.

Nos estimations montrent qu'une variation exogène du prix du pétrole brut engendre une réponse initiale forte et positive du PIB réel canadien, suivie d'un repli progressif à moyen terme et à long terme. Cette expansion à court terme suivie d'un ralentissement prolongé s'observe aussi dans les trajectoires de l'emploi, de l'investissement, de la consommation et des profits des entreprises. Les agrégats nominaux suivent une dynamique similaire : le PIB nominal et les profits augmentent fortement à l'échelle nationale. L'emploi, les salaires et les dépenses publiques affichent également une progression, quoique plus diffuse.

Les finances publiques réagissent principalement via les revenus fiscaux, qui augmentent grâce aux revenus générés par les secteurs liés aux ressources naturelles et à la demande mondiale. Les dépenses publiques demeurent relativement stables, ce qui conduit à une amélioration temporaire du solde budgétaire.

L'économie canadienne réagit fortement aux hausses de la demande mondiale de pétrole et de matières premières, mais les effets varient selon les régions.

Ces constats soulignent l'importance d'intégrer la composition sectorielle régionale dans l'évaluation des impacts des chocs liés aux ressources naturelles.

Un resserrement exogène des conditions de crédit figure parmi les chocs les plus défavorables pour l'économie et les finances publiques

La crise financière de 2007-2008 a mis en évidence l'importance des chocs financiers comme source autonome de fluctuations macroéconomiques. Les tensions aiguës observées durant cet épisode, notamment sur les marchés du crédit, le resserrement

des conditions de financement et la détérioration de la liquidité des bilans ont eu des répercussions majeures sur l'investissement, l'emploi et la production, indépendamment des effets induits par les chocs réels ou de politique monétaire.

Nous avons estimé les effets d'un choc de type financier correspondant à un resserrement exogène des conditions de crédit, mesuré par une hausse de la prime de risque excédentaire des obligations (ou *excess bond premium* (EBP) en anglais), une mesure construite par Gilchrist et Zakrajšek (2012). La prime de risque excédentaire des obligations quantifie la partie des écarts de taux entre obligations d'entreprises qui ne s'explique pas par les fondamentaux observables de risque de crédit. Cet indicateur capte deux sources de fluctuations : les fluctuations du degré de stress potentiellement liées à l'aversion au risque des investisseurs et les fluctuations des contraintes financières dans l'économie potentiellement liées à des frictions sur les marchés du crédit.

On trouve qu'un resserrement exogène des conditions de crédit entraîne une contraction rapide et significative du PIB, de l'investissement et de l'emploi. La consommation recule également, reflétant la détérioration des conditions financières et la montée de l'incertitude. Les revenus agrégés, notamment les salaires et les profits, chutent fortement, ce qui affecte directement les recettes fiscales. En revanche, les dépenses publiques tendent à augmenter, en particulier à moyen terme, sous l'effet des stabilisateurs automatiques. Cette combinaison de baisse des revenus et de hausse des dépenses entraîne une détérioration marquée du solde budgétaire.

Ces constats illustrent le rôle crucial des chocs financiers dans les épisodes de stress budgétaire et la nécessité de marges de manœuvre suffisantes pour absorber ce type de perturbation.

La nécessité d'analyses régionales fines

Nos analyses mettent en évidence une asymétrie régionale non négligeable.

D'abord, bien que la politique monétaire soit uniforme à l'échelle nationale, ses effets économiques et budgétaires peuvent être modulés par des caractéristiques régionales telles que la structure sectorielle, le poids relatif des industries cycliques ou les comportements de crédit. Nos résultats indiquent que les réponses de l'économie québécoise aux chocs monétaires sont qualitativement comparables à celles de l'ensemble du Canada, mais certaines variables, notamment l'investissement, présentent des réactions plus prononcées. La consommation semble notamment réagir plus rapidement que sa contrepartie nationale, tandis que les effets sur les profits des entreprises sont plus modérés. Cette sensibilité accrue peut s'expliquer par des différences de structure sectorielle ou par une dépendance plus importante au crédit bancaire.

Pour ce qui est des effets des chocs technologiques spécifiquement canadiens, le Québec présente une dynamique très proche de celle observée pour l'ensemble du Canada, bien que l'ampleur des réponses soit légèrement plus faible. Cette différence pourrait refléter une diffusion incomplète des gains de productivité ou une exposition sectorielle moindre aux industries à forte intensité technologique. Néanmoins, la synchronisation des réponses demeure élevée, ce qui témoigne de l'intégration étroite de l'économie québécoise à l'ensemble canadien. En ce qui concerne les effets des chocs technologiques en provenance des États-Unis, les provinces plus exposées aux exportations vers les États-Unis ou à l'industrie manufacturière réagissent plus fortement tandis que d'autres, comme le Québec, bénéficient de retombées plus limitées.

On s'attendait à ce que les effets de chocs pétroliers aient des aspects hétérogènes marqués selon les provinces. Nos résultats le confirment. L'Alberta bénéficie fortement des chocs pétroliers, tandis que les provinces consommatrices d'énergie, comme le Québec, enregistrent des gains plus limités, voire des effets ambigus. Les hausses de prix de l'énergie peuvent même exercer une pression négative sur le pouvoir d'achat et les coûts de production au Québec, atténuant les retombées positives observées au niveau national.

Pour ce qui est des effets d'un resserrement des conditions de crédit, les effets sur l'économie québécoise sont globalement similaires à ceux observés à l'échelle du Canada, mais de moindre amplitude. Le PIB réel, l'emploi et l'investissement y réagissent négativement, mais de façon plus contenue, ce qui pourrait refléter une exposition moindre du Québec aux marchés financiers internationaux ou une spécialisation sectorielle davantage orientée vers des activités moins cycliques.

En somme, alors que le Canada bénéficie pleinement des chocs positifs (technologie, demande externe, pétrole), le Québec est plus exposé aux effets adverses, notamment en période de resserrement monétaire ou de hausse des prix de l'énergie. Cette asymétrie s'explique par des structures économiques distinctes : intégration au marché mondial, exposition sectorielle et marges de manœuvre budgétaires différenciées.

Ces constats suggèrent que les politiques de stabilisation devraient être différenciées régionalement, en tenant compte de la nature du choc et de la sensibilité propre de chaque économie locale.

Quelles implications pour les finances publiques ?

substantiels, mais hétérogènes. Le tableau ci-dessous synthétise ces effets et illustre la vulnérabilité des finances publiques aux aléas de la conjoncture macroéconomique.

Les effets induits des différents chocs macroéconomiques sur les finances publiques sont

Type de choc	Variable fiscale	Court terme	Moyen terme	Interprétation
Politique monétaire	Revenus publics	↓	↓	Contraction de l'activité
	Dépenses publiques	↓ / stable	↓	Effet déflationniste
	Solde budgétaire	↓	↓	Détérioration nette
Technologique (CAN)	Revenus publics	↑	↑	Croissance de l'assiette fiscale
	Dépenses publiques	stable	stable / ↓	Effet modéré
	Solde budgétaire	↑	↑	Amélioration nette
Technologique (É.-U.)	Revenus publics	↑	↑	Via commerce et demande externe
	Dépenses publiques	stable	stable	Faible réaction
	Solde budgétaire	↑	↑	Amélioration
Prix du pétrole	Revenus publics	↑	↑ / stable	Revenus des secteurs liés
	Dépenses publiques	stable	stable	Peu d'effet
	Solde budgétaire	↑	stable	Gain temporaire
Demande globale	Revenus publics	↑	↑	Par transmission externe
	Dépenses publiques	stable	stable	Faible effet
	Solde budgétaire	↑	↑	Amélioration nette
Choc financier	Revenus publics	↓	↓	Retrait du crédit et de l'activité
	Dépenses publiques	stable / ↑	↑	Stabilisation économique
	Solde budgétaire	↓	↓	Détérioration

Les finances publiques face aux chocs macroéconomiques

Notre approche par projections locales offre une base empirique précieuse pour orienter la planification budgétaire dans un environnement macroéconomique incertain. Dans l'ensemble, nos résultats plaident en faveur d'une stratégie de prévision et de gestion budgétaires sensible aux conditions

macroéconomiques externes et aux sources d'incertitude, avec une attention particulière aux mécanismes automatiques de stabilisation et aux marges de manœuvre budgétaires en période de stress.

Références

Dufour, J.-M. & E. Renault. 1998, « Short Run and Long Run Causality in Time Series: Theory », *Econometrica*, vol. 66, no 5, p. 1099-1125.

Fernald, J. 2014, « A Quarterly, Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity », Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2012-19.

Gilchrist, S. & E. Zakrajšek. 2012, « Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations », *American Economic Review*, vol. 102, no 4, p. 1692-1720, doi : 10.1257/aer.10

Jordà, O. 2005, « Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections », *American Economic Review*, vol. 95, p. 161-182.

Jordà, O. & A. M. Taylor. 2025, « Local projections », *Journal of Economic Literature*, vol. 63, p. 59-110.

Kilian, L. 2009, « Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market », *American Economic Review*, vol. 99, no 3, p. 1053-1069, doi: 10.1257/aer.99.3.1053.

Moran, K., D. Stevanovic & S. Surprenant. 2025, « Confidence and the (Small Open) Macroeconomy: Evidence from Canada », Work in progress.

Moran, K. & D. Stevanovic. 2025, Chocs macroéconomiques et finances publiques au Canada et au Québec (2025RP-29, Rapports de projets, CIRANO.) <https://doi.org/10.54932/TPWR7272>

Montiel Olea, J. L., M. Plagborg-Møller, E. Qian & C. K. Wolf. 2025, *Local Projections or VARs? A Primer for Macroeconomists*, rapport technique 33871, National Bureau of Economic Research Working Paper.

Pour citer cet article:

Moran, K. & Stevanovic, D. (2026). Les finances publiques face aux aléas de la conjoncture macroéconomique, (2026PJ-03, Revue PERSPECTIVES, CIRANO.) <https://doi.org/10.54932/YBMU8825>

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