

Conjoncture économique (Septembre 2008)

L'économie du Québec connaît présentement une phase de léthargie, surtout du fait que le secteur des exportations est en panne à cause du ralentissement de l'économie américaine. Comme cette dernière prendra encore un certain temps à se remettre de l'indigestion financière consécutive à la gloutonnerie des spéculateurs dans le marché immobilier, il est à prévoir que la situation perdurera quelque temps, avant qu'une véritable reprise ne s'enclenche.

Bloc PIB

La récession au Canada a été évitée de justesse jusqu'à présent, mais le ralentissement économique se prolonge. En effet, une récession est définie comme une baisse de la production pendant deux trimestres consécutifs. L'économie canadienne a reculé de 0,2 % au 1^{er} trimestre de 2008, mais elle a progressé de 0,1 % au deuxième trimestre. En réalité, la discussion sur l'existence ou non d'une récession a quelque chose de byzantin. Le fait est que, depuis la fin de l'année dernière, l'économie canadienne fait du surplace. (Voir graphique 1)

La performance atone d'ensemble couvre des évolutions régionales et sectorielles contrastées. Les régions centrales comme l'Ontario et le Québec subissent plus sévèrement le contrecoup du ralentissement de l'économie américaine à cause de la baisse des exportations de produits manufacturés, alors que les régions plus orientées vers les ressources se tirent d'affaire plutôt bien, à cause de la forte demande internationale pour l'énergie, les minéraux, les céréales.

Les perspectives pour l'avenir semblent plus réjouissantes. Dans sa Mise à jour de juillet dernier, la Banque du Canada prévoit que le taux d'accroissement du PIB réel au Canada devrait remonter au deuxième semestre de 2008 et dépasser 3,0 % entre le milieu de 2009 et la fin de 2010¹. La Banque s'attend à une croissance du PIB réel canadien de 1,0 % en 2008, 2,3 % en 2009 et 3,3 % en 2010.

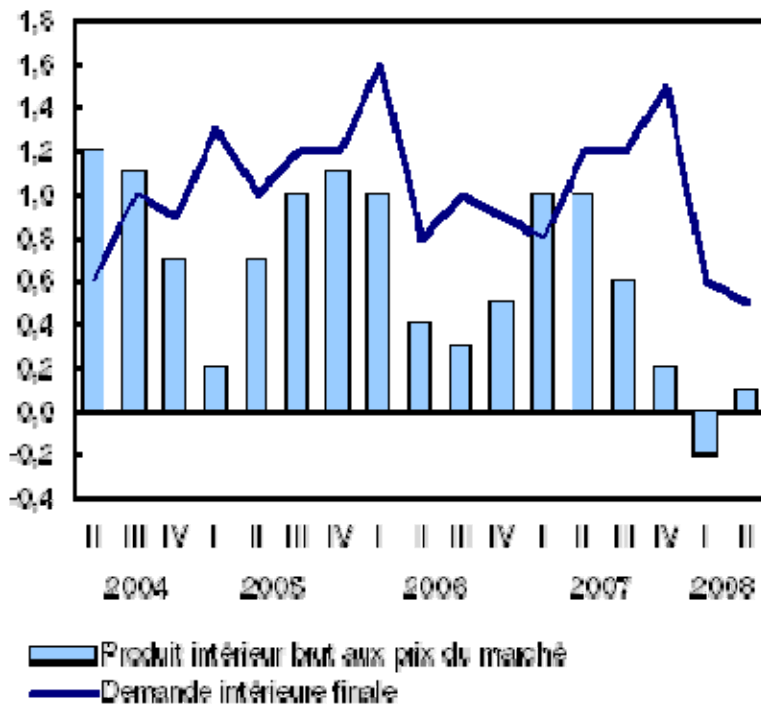
Au Québec, l'affaiblissement de l'économie ne tient pas tant à la demande intérieure, qui demeure solide, qu'aux déboires du secteur extérieur. Le solde de la balance commerciale continue à être fortement déficitaire. Les projections économiques suivent le même *pattern* que pour le Canada dans l'ensemble, mais à un niveau plus faible. Desjardins, par exemple, prévoit une croissance du PIB de 1,0 % en 2008 et de 1,7 % en 2009².

¹ Banque du Canada, *Mise à jour du rapport sur la politique monétaire*, juillet 2008.

² Desjardins, *Prévisions économiques et financières*, Volume 13, été 2008.

La croissance de la demande intérieure finale continue à dépasser celle du produit intérieur brut

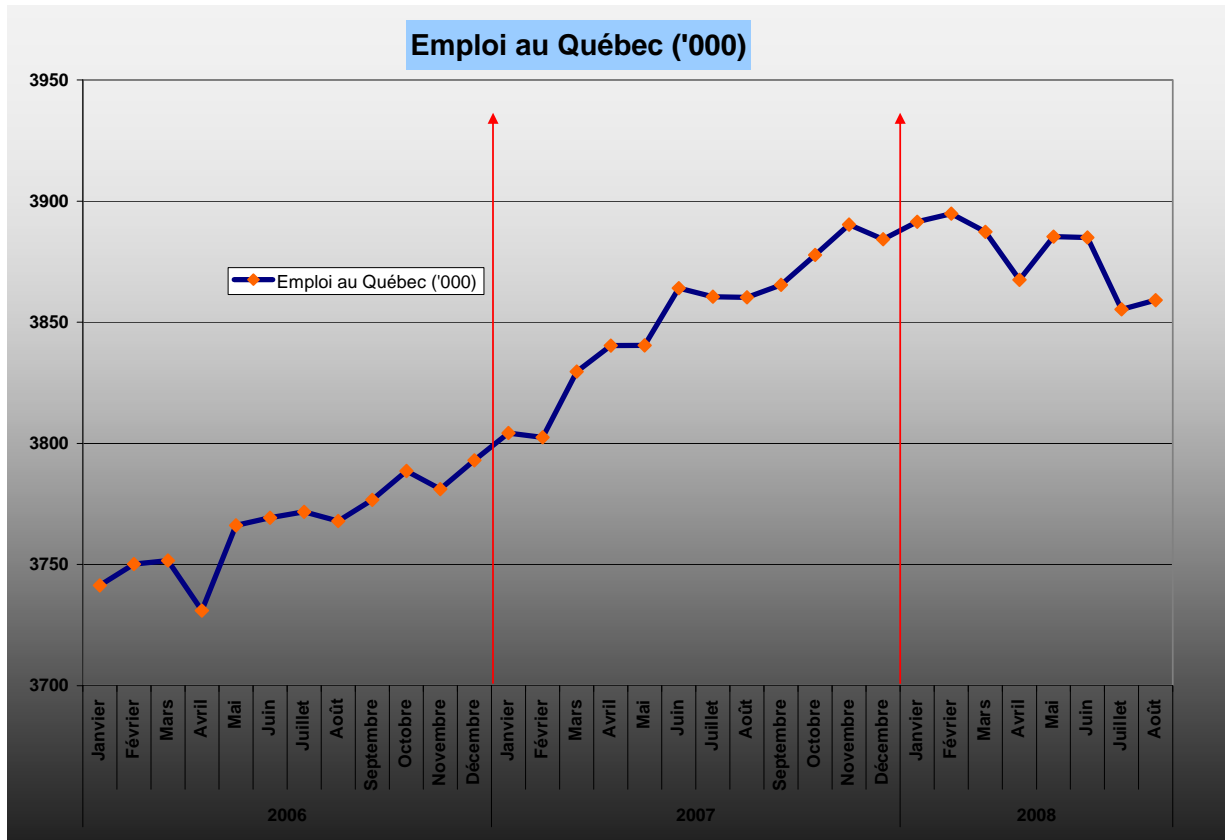
variation trimestrielle en %, dollars enchaînés (2002)



On se demande souvent si le ralentissement de l'économie américaine aura un impact au Canada. La réponse est : en partie seulement. L'économie canadienne est en meilleur état que celle des États-Unis. Les finances publiques des gouvernements sont saines ; le marché immobilier demeure ferme ; la demande intérieure, en consommation et investissements, est assez vigoureuse ; la demande internationale pour les produits de base est encore forte ; le système bancaire est plus solide. Tout de même, le commerce extérieur pâtit du ralentissement de l'économie américaine. D'autres incidences des dérèglements de l'économie américaine, comme le renchérissement des prix énergétiques et des denrées alimentaires, plombent la croissance canadienne. Un bon indicateur à cet égard est celui des heures travaillées. Au Canada, les heures travaillées dans le secteur des entreprises ont progressé à bon rythme tout au long de l'année 2007, alors qu'elles diminuaient aux États-Unis. Depuis le début de 2008, les heures travaillées aux États-Unis continuent de décroître, tandis qu'au Canada elles progressent encore,

mais à peine. Il est clair que l'économie américaine tire l'économie canadienne vers le bas en ce moment³.

Bloc Emploi



État de la situation

Comme l'illustre le graphique, le niveau de l'emploi au Québec est plutôt stagnant depuis un an. En fait, l'emploi au mois d'août 2008 se retrouve sensiblement au même niveau qu'il y a un an à pareille date. Les progrès enregistrés l'automne dernier se sont dissipés depuis quelques mois.

Il faut dire que la progression de l'emploi en 2007 a été assez remarquable, avec la création de 85 900 emplois. Pour 2008, en revanche, la création d'emplois d'une année sur l'autre ne devrait pas excéder 25 000, ce qui n'est guère reluisant.

³ Statistique Canada, *Productivité du travail, rémunération horaire et coût unitaire de main-d'œuvre*, Le Quotidien, 10 septembre 2008.

Les autres indicateurs pointent aussi vers le bas. Le taux d'activité s'est détérioré, de 66,0 % en novembre 2007 à 65,5 % en août 2008 ; le taux de chômage a augmenté, du creux historique de 6,8 % en janvier 2008 à 7,7 % en août 2008 ; le taux d'emploi s'est érodé, du sommet de 61,4 en novembre 2007 à 60,5 en août 2008. En somme, il y a un peu moins de gens sur le marché du travail et une proportion plus faible de ceux-ci occupe un emploi.

Des différences notables s'observent selon les régions. Par exemple, le taux de chômage dans la région de Montréal (8,5 %) est presque le double de celui de la région de Québec (4,8 %).

Les tendances de fond du marché du travail

Au-delà des fluctuations actuelles de l'économie, certaines tendances fondamentales méritent de retenir notre attention.

Au cours de la dernière décennie, deux phénomènes, l'un conjoncturel et l'autre structurel, ont combiné leurs effets pour abaisser significativement le taux de chômage au Québec, qui a diminué de 11,9 % en 1996 à 7,2 % en 2007. L'écart à la moyenne canadienne s'est aussi rétréci, passant de 2,3 points de pourcentage à 1,2 point pendant cette période.

Sur le plan conjoncturel, la croissance modérée, mais soutenue de l'économie a entraîné la création nette de près de trois quarts de million d'emplois au Québec depuis le creux de 1996, une augmentation de 24 %.

Sur le plan structurel, les facteurs démographiques ont quelque peu resserré le bassin de main-d'oeuvre potentielle. Le ratio entre le groupe des entrants potentiels sur le marché du travail, les 20 à 29 ans, et les sortants potentiels, les 55 à 64 ans, n'a cessé de s'abaisser. Ce ratio, qui était de l'ordre de 2 pour 1 au milieu des années 80, tomberait à 0,9 en 2011, selon les projections de l'Institut de la statistique du Québec (ISQ)⁴.

C'est dire que pour maintenir et accroître la force ouvrière, il faut augmenter le taux d'activité, c'est-à-dire le nombre de personnes sur le marché du travail parmi celles qui sont en âge de travailler.

L'évolution des dernières années est significative à cet égard. Depuis 1996, le taux d'activité au Québec, c'est-à-dire le rapport entre les personnes actives (les personnes occupées ou à la recherche d'emploi) et la population de 15 ans et plus a progressé de 61,9 à 65,7 %. L'écart traditionnel avec la moyenne canadienne s'est resserré, passant de 2,8 points à 1,9 point de pourcentage. La plus forte

⁴ Institut de la statistique du Québec, (ISQ), *Perspectives de la population, édition 2003, Évolution des 20-64 ans et de l'indice de remplacement de la main-d'oeuvre*, Québec, 1971 à 2031.

progression du taux d'activité s'observe chez les 55 à 64 ans, où le taux d'activité est passé de 40,8 à 53,6 %, une progression de 12,8 points.

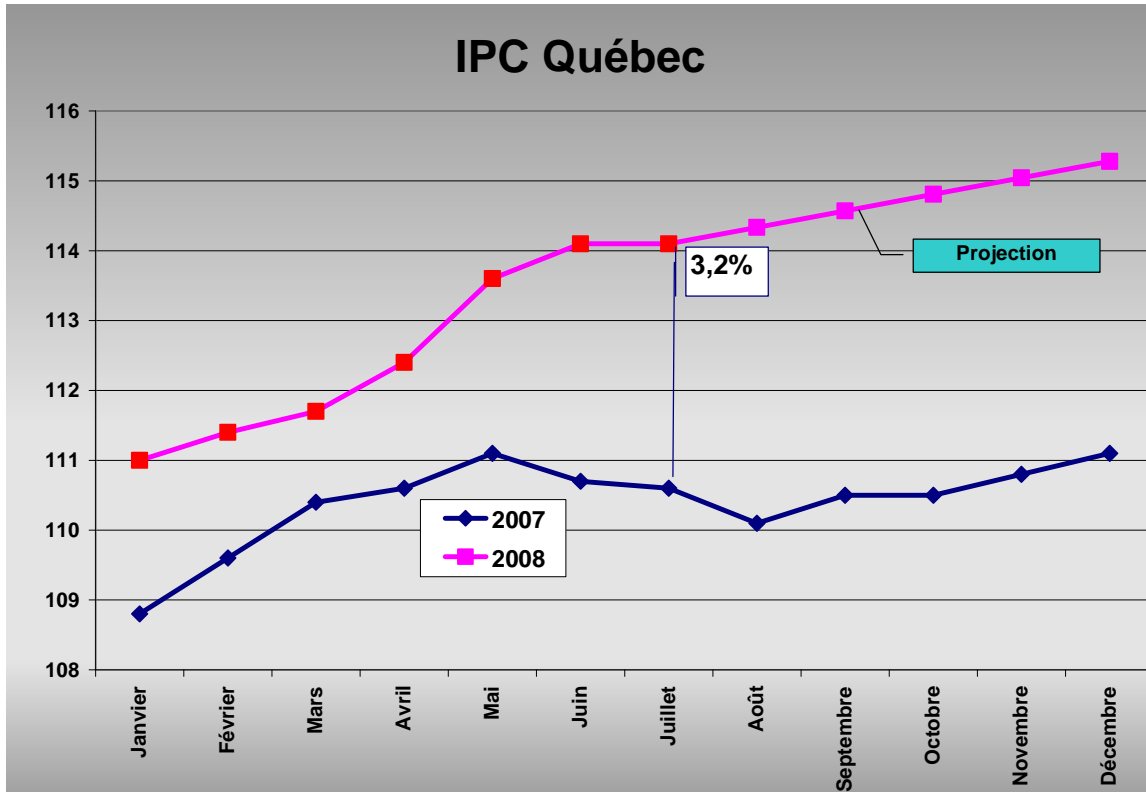
La progression du taux d'emploi, c'est-à-dire la proportion des personnes occupées dans la population des 15 ans et plus, est aussi très notable. De 1996 à 2007, le taux d'emploi au Québec est passé de 54,4 à 61 %, une avancée de 6,4 points de pourcentage. La progression la plus forte du taux d'emploi s'observe dans le groupe des 15 à 24 ans, un progrès de 11,3 points, et dans le groupe de personnes de 55 à 64 ans, avec une augmentation de 13,3 points. L'écart avec la moyenne canadienne s'est aussi rétréci de ce côté. C'est surtout chez les femmes que le taux d'emploi a progressé : 9,5 points de 1996 à 2007. La progression a été particulièrement forte dans le groupe des 15 à 24 ans, avec 13,6 points, et chez les femmes de 45 ans et plus, dont la participation a augmenté de 18,1 points de pourcentage. Dans le sous-groupe des 55 à 64 ans, le taux d'emploi est passé du quart à la moitié des femmes de ce groupe d'âge.

Ces données, d'ordre très général, ne font que refléter l'état d'un marché du travail de plus en plus serré. S'il fallait raffiner l'analyse du phénomène par secteur, par profession, par région, etc., on s'apercevrait qu'il commence à apparaître de sérieuses inadéquations entre l'offre et la demande de main-d'œuvre dans plusieurs domaines. D'où une concurrence plus vive entre les employeurs pour attirer et retenir des travailleuses et des travailleurs. Cela est sans parler de la concurrence que se livrent les provinces canadiennes. Dans ce contexte, le gouvernement du Québec, qui est le plus gros employeur dans la province, aura fort à faire pour introduire ou restaurer des conditions de travail attrayantes pour ses employées et employés lors de la prochaine négociation pour le renouvellement des conventions collectives.

Bloc Inflation

En juillet, le taux annuel d'inflation au Québec a atteint 3,2 %. Sous l'effet de la flambée des prix énergétiques et des denrées alimentaires, l'inflation globale s'est accélérée le printemps dernier, ce qui a poussé la variation de l'IPC pour le Québec au-dessus des 3,0 %⁵. Comme le suggère la projection au graphique 2, l'inflation devrait se maintenir à ces niveaux jusqu'au printemps prochain.

⁵ Pour l'ensemble du Canada, les prix de l'énergie ont progressé de 21,1 % en un an et ceux des aliments de 3,7 %.



Crise financière

L'État garant du bien commun

En l'espace d'une semaine, à la mi-septembre, le gouvernement américain a posé des gestes décisifs : il a nationalisé les géants du refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac, au coût de 200 milliards, puis l'assureur AIG, au coût de 85 milliards. D'un autre côté, il a abandonné à son sort la financière Lehman Brothers, dont les meilleurs morceaux seront récupérés par la Barclays, ainsi que le courtier Merrill Lynch, qui sera racheté par Bank of America. En outre, il a injecté 75 milliards dans le marché américain et convenu d'accords de réciprocité de 180 milliards avec les autres banques centrales en vue d'alimenter les marchés financiers en liquidités. Plus tôt, au mois de mars dernier, il avait sauvé de la faillite la banque d'investissement Bear Stearns en favorisant son acquisition par JPMorgan Chase. (Voir annexe sur la chronologie)

Que chacune de ces interventions soit justifiée ou non demeure matière à débat, mais ce qui est indéniable c'est que l'État ressort comme le garant, en dernière instance, du bien commun. Par rapport au « risque systémique », c'est-à-dire le risque que la chute d'une de ces entreprises géantes provoque un tsunami financier qui emporte tout le système, une intervention des pouvoirs publics s'imposait. Sans cela, le système financier aurait pu s'écrouler, comme dans les années 1930, avec

des conséquences incalculables. En cette époque de triomphe de l'idéologie du laisser-faire, il y a là un rappel salutaire.

En revanche, le dicton qui veut que les profits sont privés tandis que les coûts sont sociaux prend encore une fois tout son sens, hélas, puisque la facture des dégâts sera en grande partie épongée par la population.

Cela dit, les événements qui se déroulent présentement dans la sphère financière sont hautement préoccupants, à cause des risques qu'ils font planer sur l'évolution de l'économie réelle. La crise financière aux États-Unis engendre la perte de confiance des consommateurs, dont les comportements deviennent plus frileux. La dévalorisation des actifs, particulièrement des actifs immobiliers, freine la consommation des ménages, ce qui ralentit le rythme de croissance de l'économie. Cela sans parler des milliers de ménages qui perdent leur domicile. En conséquence, le chômage augmente, tandis que le nombre d'heures travaillées diminue.

Jusqu'à présent, le secteur bancaire canadien est demeuré relativement à l'abri de la tourmente, à cause de son faible degré d'exposition, comme disent les spécialistes. Mais à mesure que des institutions financières américaines trébuchent, les institutions canadiennes se font éclabousser.

Ce à quoi on assiste présentement, c'est à la faillite du secteur financier déréglementé. Ce qui est en crise ce n'est pas le secteur bancaire traditionnel, qui repose sur des institutions recevant des dépôts et qui sert d'intermédiaire entre les prêteurs et les emprunteurs. Ce qui est en crise c'est le *système bancaire de l'ombre*, comme l'a surnommé Paul Krugman, l'économiste du New York Times⁶. Ce système, devenu beaucoup plus gros que les banques classiques (bien qu'un grand nombre d'institutions s'articulent sur les deux systèmes), joue aussi un rôle d'intermédiaire financier, mais sans les exigences de dépôts ni les restrictions prudentielles qui s'appliquent aux banques classiques. Leurs opérations sont « gagées » sur les réservoirs de créances hypothécaires et autres dont la qualité est aujourd'hui mise en doute.

La présente crise est fondamentalement une crise de confiance. Tout le monde doute de la valeur des actifs composés de titres structurés où peuvent se retrouver de mauvaises créances. Alors, les banques ne veulent plus se prêter les unes aux autres, à cause des doutes qu'elles entretiennent sur la valeur des contreparties. Les investisseurs, échaudés par les pertes subies sur leurs placements hypothécaires réputés être sûrs, ne veulent plus rien acheter qui ne soit garanti par le gouvernement.

Deux phénomènes aggravent la situation. Les actifs d'un grand nombre d'institutions ont été acquis par emprunt (effet de levier). En cherchant à réduire

⁶ Paul Krugman, *The New York Times*, 14 septembre 2008

leur endettement pour assainir leur bilan, celles-ci vendent ces actifs, comme le ferait n'importe quel particulier. Mais quand tout le monde fait la même chose, cela provoque une déflation de la valeur des actifs, si bien que les ratios d'endettement continuent à se détériorer. Une telle dynamique peut conduire à une situation à la japonaise, dont l'économie est restée figée pendant une décennie.

L'autre phénomène d'aggravation de la situation est lié à la spéculation de la part des opérateurs du marché financier. En ce moment, plus personne ne sait ce que valent vraiment les actifs parce qu'ils sont composés d'obligations structurées, ces titres adossés à des actifs de qualité indéterminée. Ce qui prime en définitive, c'est « l'opinion » des *traders*. Et ceux-ci spéculent à la baisse sur les titres des entreprises financières. Ils ciblent une institution financière et vendent ses actions à découvert (actions qu'ils empruntent à un courtier), en faisant croire que ses actifs sont pourris, puis rachètent les actions une fois que le prix a chuté (et remettent au courtier les actions empruntées). Du coup, la valeur de la capitalisation de l'entreprise se trouve réduite et les agences de crédit décroissent celle-ci. Elle se retrouve en difficulté d'emprunter pour faire face à ses obligations de service de dette. Et c'est la faillite qui menace. Les opérateurs, qui ont fait leur profit au passage, attendent ensuite de voir si l'État réchappera l'entreprise. À cet égard, plusieurs initiatives ont été prises pour enrayer ces comportements. Les britanniques ont interdit les ventes d'actions à découvert pour le reste de l'année. Aux États-Unis, plusieurs institutions, notamment des fonds de retraite, ont décidé de refuser de prêter leurs actions pour des opérations de ventes à découvert. Une obligation de divulgation a aussi été imposée. D'autres formes de réglementation sont à l'étude.

Bien malin qui pourrait dire quand cette crise se résorbera. Chose certaine, une partie de la solution passe par une plus grande réglementation de ce secteur financier. Les tenants du tout au marché se retrouveront désormais placés davantage sur la défensive.

Chronologie d'une crise

- Février 2007 : les défauts de paiements sur les crédits hypothécaires se multiplient aux États-Unis et provoquent les premières faillites d'établissements bancaires spécialisés.
- Juin 2007: la banque d'investissement Bear Stearns, qui annonce la faillite de deux fonds spéculatifs, est la première grande banque à subir les dommages de la crise du *subprime*.
- Juillet 2007 : la banque allemande IKB est mise en difficulté.
- 3 août 2007 : les places boursières chutent face aux risques de propagation de la crise.

- 9 août 2007 : la banque française BNP Paribas annonce le gel de trois de ses fonds d'investissement exposés au marché du *subprime*.

La Banque centrale européenne (BCE) injecte 94,8 milliards d'euros de liquidités et la Réserve fédérale américaine 24 milliards de dollars américain. La Banque du Japon, la Banque nationale suisse (BNS), ou encore, la Banque du Canada interviennent également.

- 10 août 2007 : les Bourses plongent. Les grandes banques centrales injectent de nouveau des liquidités dans le système bancaire.
- 14 septembre 2007 : la Banque d'Angleterre accorde un prêt d'urgence à Northern Rock, cinquième banque de Grande-Bretagne, pour lui éviter la faillite. Des clients paniqués se précipitent pour retirer leur épargne.
- 1er octobre 2007 : UBS, première banque suisse, annonce une dépréciation d'actifs de 2,4 milliards d'euros, principalement sur le marché du *subprime*. La banque américaine Citigroup annonce être aussi touchée par cette crise.
- Décembre 2007 : l'économie américaine souffre des effets de la crise de l'immobilier et du crédit. Les craintes de récession augmentent.
- 22 janvier 2008 : la Fed baisse son taux directeur de trois quarts de point à 3,50 %, une mesure d'une ampleur exceptionnelle.
- 17 février 2008 : la banque Northern Rock, en situation critique, est nationalisée par le gouvernement britannique.
- 11 mars 2008 : les banques centrales conjuguent de nouveau leurs efforts pour soulager le marché du crédit. La Fed se dit prête à fournir si besoin jusqu'à 200 milliards à certaines grandes banques.
- 16 mars 2008 : le géant bancaire américain JP Morgan Chase annonce le rachat de Bear Stearns, pour seulement 236 millions, avec l'aide financière de la Fed. Le prix sera quintuplé une semaine plus tard.
- Juillet et août 2008 : la pression monte sur Freddie Mac et Fannie Mae, les deux institutions américaines du refinancement hypothécaire, qui voient leur cours en Bourse s'effondrer.
- 7 septembre 2008 : Le Trésor américain annonce une mise sous tutelle gouvernementale de Freddie Mac et Fannie Mae, le temps que celles-ci restructurent leurs finances. Il garantit leur dette à hauteur de 100 milliards de

dollars pour chacune de ces deux institutions. Les Bourses mondiales accueillent favorablement cette mesure.

- 15 septembre 2008 : La banque d'affaires Lehman Brothers annonce son placement sous la protection de la loi sur les faillites après l'échec de discussions initiées par la Réserve fédérale de New York pour la sauver.

Simultanément, l'une des principales banques américaines, Bank of America, annonce le rachat d'une autre banque d'affaires de Wall Street, Merrill Lynch, pour 50 milliards.

Ces mesures n'empêchent pas les Bourses asiatiques et européennes de chuter lourdement alors que le dollar s'affaiblit sur les marchés des changes.

15 septembre 2008 : La banque d'affaires Lehman Brothers se place sous la protection de la loi sur les faillites, tandis que Bank of America annonce le rachat d'une autre banque d'affaires de Wall Street, Merrill Lynch, pour 50 milliards de dollars américain.

Dix banques internationales mettent en place un fonds de liquidité de 70 milliards dollars américain pour faire face à leurs besoins les plus urgents. La Fed accepte de recevoir des banques des titres considérés comme risqués en échange de liquidités alors que les autres banques centrales occidentales ouvrent les vannes du crédit.

16 septembre: La Fed et le gouvernement décident de sauver l'assureur AIG (American International Group) menacé de faillite en lui apportant une aide de 85 milliards de dollars américain en échange de 79,9 % de son capital.

AFP dans *Le Devoir* 16 septembre 2008

Annexe

Indicateurs du marché du travail par groupe d'âge, Québec

		15 ans et plus	15 à 64 ans	15 à 24 ans	25 à 44 ans	45 à 54 ans	55 à 64 ans	65 ans et plus
Taux d'activité	1996	61,9	71,2	57,5	82,7	77,1	40,8	4,4
	2007	65,7	77,1	66,6	87,7	85,3	53,6	6,6
	Var.	3,8	5,9	9,1	5	8,2	12,8	2,2

		15 ans et plus	15 à 64 ans	15 à 24 ans	25 à 34 ans	35 à 44 ans	45 à 54 ans	55 à 64 ans	65 ans et plus
Taux d'emploi	1996	54,6	62,7	46,9	72,2	74,7	69,5	36,7	4,1
	2007	61	71,6	58,2	81,8	82,2	80,5	50	6,3
		6,4	8,9	11,3	9,6	7,5	11	13,3	2,2

		15 ans et plus	15 à 64 ans	15 à 24 ans	25 à 34 ans	35 à 44 ans	45 à 54 ans	55 à 64 ans	65 ans et plus
Taux d'emploi femmes	1996	47,7	56,3	45,3	67,2	68,5	59,7	26	2,3
	2007	57,2	68,8	58,9	79,9	78,7	77,8	44,2	4
		9,5	12,5	13,6	12,7	10,2	18,1	18,2	1,7

Source: Institut de la statistique du Québec, Indicateurs du marché du travail

Définitions			
Taux d'activité	$\frac{\text{Population active} \times 100}{\text{Population de 15 ans et plus}}$	Taux de chômage	$\frac{\text{Nombre de chômeurs} \times 100}{\text{Population active}}$
Taux d'emploi	$\frac{\text{Emploi} \times 100}{\text{Population de 15 ans et plus}}$		