

Note

« Quelques perspectives de la conjoncture au cours des prochaines années (revues et corrigées) »

Yves Rabeau

L'Actualité économique, vol. 59, n° 1, 1983, p. 135-143.

Pour citer cette note, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/601048ar>

DOI: 10.7202/601048ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : info@erudit.org

Quelques perspectives de la conjoncture au cours des prochaines années (revues et corrigées)*

Yves RABEAU

*Département de sciences économiques
Université de Montréal*

I — CONSÉQUENCES DE LA RÉCESSION DE 1982

Il y a plus d'un an, j'examinais à l'occasion d'un colloque quelques-uns des grands traits de la conjoncture dans laquelle évoluerait au cours des prochaines années l'économie nord-américaine¹. La profonde récession qui a marqué l'évolution de l'activité en 1982 m'amène à faire une mise à jour de certains éléments de cette analyse.

Voici d'abord les faits marquants de la conjoncture de l'année dernière qui sont venus modifier les tendances de l'économie :

— la montée considérable des taux d'intérêt dans la première moitié de l'année aux États-Unis et qui n'était pas vraiment anticipée, a accentué et prolongé la récession qui affectait la plupart des pays industrialisés. Cette chute de l'activité a contribué à abaisser le taux d'inflation aux États-Unis de façon plus marquée que prévue ;

— ce processus de déflation a modifié les anticipations de plusieurs agents économiques face à la croissance des prix dans l'avenir. Des groupes de travailleurs acceptent que leur salaire n'augmente plus continuellement en terme nominal. Des entreprises s'ajustent péniblement à ce comportement des prix ; plusieurs projets déjà réalisés dont la rentabilité s'appuyait sur une poursuite de l'inflation ne gênèrent pas les flux de recettes escomptées. D'autres projets sont abandonnés ou remis à plus tard. Les coûts élevés de financement et la faiblesse des revenus ont causé des problèmes de liquidité à de nombreux producteurs ;

— la baisse du taux d'inflation de plus de 10% en 1981 à un rythme annuel de 3-4% au début de 1983 n'a pas toutefois convaincu les investisseurs

* Cet article est une version modifiée d'une conférence présentée en février 1983 à la Corporation des Administrateurs agréés du Québec. L'auteur remercie M. Philippe Hervieu de la maison Nesbitt-Thompson pour ses commentaires sur la question énergétique et M. Claude Simard de la Banque du Canada, pour son point de vue sur la section du financement du déficit. L'auteur demeure évidemment le seul responsable de toute erreur pouvant apparaître dans le texte.

1. Voir Y. Rabeau, « Quelques perspectives de la conjoncture québécoise au cours des prochaines années », *Revue Commerce*, février 1982.

financiers qu'on a réussi à extirper toute crainte de recrudescence de l'inflation. Après plusieurs baisses successives du taux d'escompte américain, le taux d'intérêt à long terme demeure obstinément élevé et atteint 8-9% en terme réel. Nous avons prévu que les coûts de financement demeureraient élevés mais dans un contexte où l'inflation serait plus persistante. Mais en plus d'anticipations concernant une reprise de l'inflation, il apparaît aussi que les incertitudes créées par la récession quant à la solvabilité de certains pays incitent les institutions financières à se protéger et à maintenir une marge entre les taux sur les prêts et les taux consentis sur les dépôts nettement plus élevée qu'au cours des dernières années. Cette rentabilité accrue sur les prêts à des clients solvables pourrait permettre aux banques d'absorber plus facilement des pertes résultant de défaut de paiements. Les incertitudes sur le marché pétrolier joue aussi de la même façon en amenant les banques à se protéger contre une baisse de la rentabilité des prêts consentis au secteur énergétique;

— d'autre part, les craintes d'une recrudescence de l'inflation s'explique en partie par la situation des finances publiques des gouvernements de plusieurs pays occidentaux. Le prolongement et l'aggravation de la récession qui se sont traduits par des pertes massives d'emploi ont largement contribué à la croissance des déficits. Les coûts des programmes sociaux ont monté en flèche alors que les revenus ont diminué. Mais ces déficits, du moins dans le cas du Canada et des États-Unis, ont aussi un caractère structurel et il est encore difficile d'entrevoir à quel moment pourrait apparaître un équilibre entre les revenus et les dépenses. Le financement de ceux-ci va créer une pression sur les marchés financiers pour quelques années encore et donc contribuer à maintenir à un niveau élevé les coûts de financement. Comme corollaire à cette situation, plusieurs gouvernements ont perdu le contrôle du levier fiscal comme instrument de stabilisation;

— la récession mondiale conjuguée à une augmentation de l'offre de pétrole au cours des dernières années a provoqué une baisse du prix du carburant sur le marché international. L'hypothèse qui sous-tendait la plupart des prévisions depuis quelques temps et selon laquelle le prix de l'énergie devrait continuer à augmenter dans les années quatre-vingt doit être révisée. Déjà, le bouleversement de la conjoncture énergétique a amené l'annulation ou le report d'importants projets ou encore une révision à la baisse de l'accroissement de la capacité de production d'énergie. À moyen terme, le secteur de l'énergie apparaît beaucoup moins comme celui qui devait assurer un effet-planche aux fluctuations de la conjoncture. De la même façon, l'effet d'éviction qu'il devait avoir sur les marchés financiers sera certes beaucoup moins important que prévu, du moins pour quelques années encore. En fait, il y a beaucoup d'incertitude autour des questions énergétiques et les prévisions quant à l'évolution du prix du pétrole ne concordent pas. La planification des investissements

dans ce secteur n'est donc pas facile et plusieurs préfèrent attendre avant de préciser leurs intentions d'investir ;

— enfin, si on pouvait anticiper un manque de vigueur de la consommation, il était beaucoup moins prévisible qu'on assiste à une baisse aussi prononcée des dépenses des ménages que celle enregistrée en 1982. Il faudra compter de six trimestres à deux ans avant que la consommation au Canada atteigne le niveau de 1981. Le plus important segment de la demande intérieure exercera ainsi un effet de freinage sur la croissance économique.

II — QUELQUES FACTEURS DÉTERMINANTS DE LA CONJONCTURE

La question énergétique

Le marché mondial du pétrole est présentement dans une situation d'équilibre instable. Les incertitudes se manifestent notamment par les opinions variées des analystes du marché. Les uns prévoient un ajustement technique et modéré du marché pour accommoder un excédent d'offre et favoriser une reprise mondiale de l'activité. Cet ajustement se traduirait par une baisse de quelques dollars le baril. D'autres anticipent un effondrement des prix du pétrole qui porterait le prix en deça des 20,00\$ le baril. Toute la différence dans ces prévisions repose sur l'hypothèse que l'on fait quant à la capacité de l'OPEC de survivre comme cartel.

Dans la première moitié de 1983, les pressions en baisse sur le prix du pétrole demeurent importantes. L'importante récession mondiale a fait chuter la demande et les facteurs saisonniers accentuent la faiblesse de cette dernière. De plus, les multinationales du pétrole ont procédé à une réduction de leurs inventaires depuis quelques mois. Différents pays offrent donc des escomptes par rapport au prix officiel de l'OPEP tandis que d'autres, comme la Grande-Bretagne ont carrément réduit leurs prix. Si le cartel résiste à une baisse trop substantielle des prix à court terme, il est alors possible qu'un sensible ajustement à la baisse favorise la reprise à la manière d'une baisse de la taxe de vente. Par la suite, le prix du carburant pourrait augmenter, mais à un rythme plus faible que celui prévu antérieurement à cause d'une croissance économique plus lente, des effets grandissants de conservation de l'énergie et d'une progression de l'offre sensiblement plus élevée que celle anticipée. Selon toute vraisemblance, il s'agit du scénario le plus probable qui devrait impliquer d'ici 1985 des niveaux de prix du pétrole inférieurs à ceux prévus par plusieurs investisseurs privés et surtout par les gouvernements et en particulier, celui du Canada.

Un scénario de guerre des prix qui impliquerait une dislocation de l'OPEP reste plausible mais apparaît peu probable d'autant plus que les signes d'une reprise de l'activité économique en 1983 deviennent de plus

en plus nombreux. Une chute importante des prix favoriserait les consommateurs et certains secteurs des économies industrialisées, mais l'effet net de ce mouvement de prix sur la conjoncture des prochaines années serait incertain. Notamment, l'effondrement du cartel aurait comme conséquence :

— de mettre en difficulté le système bancaire des pays industrialisés où les institutions ont engagé des fonds dans plusieurs projets énergétiques dont la rentabilité serait compromise. De plus, les banques ont aussi prêté à des pays qui comptent sur leurs revenus pétroliers pour rembourser les intérêts;

— plusieurs projets de développement des pays producteurs de pétrole seraient retardés ou annulés de sorte que l'importante demande de ces pays en biens et services produits par les pays industrialisés diminuerait de façon considérable et ne serait pas remplacée à court terme par la croissance des pays industrialisés;

— enfin, plusieurs projets dans le domaine de l'énergie, particulièrement l'exploration des zones reculées, et sur lesquels on comptait pour assurer la croissance de différents secteurs verraient leur rentabilité considérablement retardée et seraient momentanément abandonnés.

Entre ces deux scénarios d'évolution du prix du pétrole, plusieurs autres peuvent présentement être considérés. Cette grande incertitude face à la situation énergétique rend difficile voire impossible la planification de différents investissements et à ce titre, gêne le mouvement de la reprise.

Du côté des marchés financiers, les banques nord-américaines redoutent les effets d'une baisse importante du prix du pétrole. Pour se prémunir contre des pertes éventuelles sur des prêts faits ou bien à l'industrie énergétique ou bien à des pays producteurs comme le Mexique, elles tenteraient d'accroître leur marge bénéficiaire. Cette manoeuvre serait en partie responsable de la faible réponse des taux d'intérêt à la baisse appréciable du taux d'inflation américain. Le secteur énergétique contribuerait présentement à exercer des pressions sur les taux d'intérêt par un accroissement des risques sur le financement de ses projets. Cette pression sur les taux d'intérêt est ainsi un facteur important du manque de dynamisme de l'expansion économique.

Dans le cas plus particulier du Canada, la baisse du prix du pétrole risque de remettre en cause l'entente entre Ottawa et l'Alberta. En plus des incertitudes que soulèveraient de nouvelles négociations entre Edmonton et Ottawa, une baisse du prix du carburant aggraverait le problème déjà considérable de l'équilibre des finances publiques du gouvernement central et de certaines provinces. Si le prix baissait de façon sensible, la rentabilité de l'industrie canadienne pourrait être assurée par

une baisse des redevances et taxes diverses sur le pétrole qui sont déjà très élevés. Mais un tel réaménagement de la fiscalité amènerait donc une tension additionnelle sur les finances publiques.

La gestion des finances publiques

Alors qu'il semblait que les besoins énormes de capitaux pour financer les grands projets énergétiques allaient créer un effet d'éviction sur les marchés financiers, il apparaît maintenant que ce sont les déficits des gouvernements qui pour une période encore indéterminée — mais qui durera certainement encore quelques années — chasseront les investisseurs privés des marchés financiers.

Les pressions qu'exercent les gouvernements sur les marchés financiers au Canada peuvent s'apprécier par les données suivantes sur les équilibres budgétaires:

ANNÉE FISCALE 1982-1983

Administrations	Besoins financiers bruts ¹ (milliards \$)
— Gouvernement fédéral	31,0 ²
— Gouvernement du Québec	5,5 ³
— Gouvernement de l'Ontario	5,5
— Gouvernement de la Colombie-Britannique	3,3
— Gouvernement de l'Alberta	5,2
— Autres gouvernements provinciaux	4,5
Total	55,0

¹Sur la base des comptes budgétaires et non sur la base des comptes nationaux.

²Estimation basée sur la révision des comptes budgétaires présentée à la mi-février 1983 par le Ministre des Finances.

³Estimation incluant l'erreur de prévision.

SOURCES: — Conference Board in Canada.

— McLeod Young and Weir.

— Différents documents budgétaires.

Si l'on considère que 20% à 25% des besoins financiers bruts constitue les opérations de refinancement, on obtient alors des emprunts nets de l'ordre de 40 à 45 milliards \$. Pour apprécier l'ampleur de ce montant, on peut le rapprocher du volume d'épargne des ménages qui en 1983 devrait être de l'ordre de 34 milliards \$. Les déficits combinés des gouvernements au Canada absorbent donc plus que la totalité de l'épargne des ménages.

À ce stade-ci du cycle, le financement des déficits ne semble pas devoir poser de problème en termes de volume d'emprunt, mais en revanche, la masse des titres des gouvernements sur les marchés financiers peut cer-

tainement soulever un problème d'équilibre de portefeuille. Le volume d'épargne brut (incluant les provisions de consommation de capital) avant financement des déficits des gouvernements (mais après avoir retranché le compte extérieur) devrait s'établir à 75 milliards \$ en 1983. En 1983 et même en 1984, les entreprises vont plutôt se préoccuper d'améliorer leur position de liquidité après l'effondrement des bénéfices de 1982 avant de songer à des investissements (particulièrement ceux qui augmentent les capacités de production). Il ne devrait donc pas y avoir à court terme une forte concurrence sur le marché des fonds prêtables et entre le secteur public et privé. Mais comme les emprunts publics risquent d'absorber 60% de l'épargne brute disponible, les agents économiques seront prêts à accepter dans leur portefeuille cette masse considérable de titres publics à condition de recevoir une prime de rendement. En somme, en autant que les gouvernements y mettront le prix, ils pourront à court terme financer leur déficit. Mais, l'effet de déséquilibre de portefeuille qu'ils engendreront par le volume même de leurs emprunts créera une pression sur les taux d'intérêt. Les énormes déficits des gouvernements dans l'économie nord-américaine sont ainsi un des facteurs qui contribuent à cette nette résistance à la baisse des taux d'intérêt.

L'ampleur des déficits suscite aussi des inquiétudes auprès des prêteurs parce qu'ils redoutent face à la lenteur de la reprise une monétisation appréciable du déficit. Rappelons, par exemple, que le déficit prévu de 200 milliards \$ de l'administration américaine représente quatre fois le niveau des réserves des banques américaines. Si la Federal Reserve — comme elle a déjà fait à ce stade-ci du cycle — monétisait 25% du déficit, il y aurait certes une baisse des taux d'intérêt mais aussi une véritable explosion des liquidités des banques qui alimenterait les anticipations inflationnistes. Par l'application d'une politique monétaire s'inspirant du gradualisme, la Federal Reserve a résisté à tout mouvement majeur de monétisation du déficit. Toutefois, les pressions venant de la lenteur de la reprise et en particulier des très mauvaises conditions du marché du travail, pourraient inciter les autorités à devenir plus libérales dans le processus de financement du déficit. La crainte d'une reprise de l'inflation alimentée par une expansion monétaire constitue donc un autre facteur qui empêche les taux d'intérêt à long terme de baisser.

L'effet de ralentissement du déficit sur l'économie n'aurait pas la même ampleur s'il s'agissait d'un phénomène temporaire (de type keynésien). Dans un tel cas, au sommet de la reprise au moment où la formation de capital s'accroît, le déficit disparaîtrait et les investisseurs privés remplaceraient le gouvernement sur les marchés financiers. Or, on sait que le déficit a largement un caractère structurel et il faudra attendre plusieurs années de discipline fiscale (particulièrement au Canada) avant que ne se rétablisse un équilibre des finances publiques. D'ailleurs, la nature de la reprise en cours qui s'accompagnera d'une faible création d'emplois et

donc d'une persistance d'un niveau élevé du taux de chômage, ne sera pas particulièrement favorable à une baisse rapide du déficit. Le ralentissement de la croissance des revenus pétroliers contribuera aussi à la persistance de déficits budgétaires d'importance. Ainsi donc, les milieux financiers s'attendent à devoir absorber pour plusieurs années encore des titres gouvernementaux qui continueront de représenter une proportion relativement importante de leur portefeuille. Une telle situation ne peut qu'accroître la pression qu'exerce les gouvernements sur les marchés financiers.

À cause de l'aspect structurel du déficit et des effets sur les taux d'intérêt engendrés par son financement, le gouvernement fédéral — aussi bien américain que canadien — ne peut plus à toutes fins pratiques utiliser l'important levier fiscal pour favoriser la reprise économique. Un accroissement du déficit au lieu d'être stimulant n'a que peu d'effet sur l'activité à cause des effets de son financement et des anticipations qu'il soulève.

Enfin, il faut souligner que les déficits gouvernementaux ne servent que très peu à financer des investissements productifs qui ont un effet permanent sur le potentiel de production. Une fraction considérable de l'épargne nationale sert présentement à financer des dépenses courantes qui n'ajoutent rien à l'appareil de production. Il n'en résulte ni augmentation de productivité et ni création de nouveaux emplois permanents. Cette situation ne va que contribuer à ralentir la croissance réelle des revenus.

Marché de l'emploi

Il est devenu évident en 1982 que l'on avait sous-estimé l'ampleur de la dé-thésaurisation de main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie et en particulier dans le secteur manufacturier. L'ajustement non linéaire de l'emploi constaté déjà à l'occasion de fortes fluctuations de l'économie² s'est manifesté au creux de la récession. Les mises à pied massives ont bien sûr accentué l'ampleur de la récession.

Dans mon exposé de 1981, je soulignais que différents facteurs allaient freiner le mécanisme habituel d'accélération au moment de la reprise. L'ajustement majeur de l'emploi en 1982 jouera aussi dans le sens d'une atténuation de la progression de l'emploi. Notamment, il est devenu évident à partir d'informations diffusées par diverses entreprises qu'une proportion encore difficile à préciser des récentes mises à pied constitue une perte permanente d'emplois. Pour survivre à la forte concurrence

2. Voir Y. Rabeau, « La prévision de l'emploi dans le modèle de l'IRIC », *L'Actualité Économique*, avril-juin 1976.

qu'a créée la faiblesse de la demande, les entreprises ont dû rationaliser l'ensemble de leurs opérations et ont tenté d'accroître leur productivité en réduisant le rapport emploi/output. Ceci s'est fait entre autres par des investissements dans le domaine de l'utilisation de la micro-électronique. On note d'ailleurs qu'il y a eu baisse de l'emploi même dans le secteur des services où l'utilisation de la micro-électronique progresse rapidement.

Il ne faudra donc compter que sur une faible amélioration du marché du travail pour les quelques années à venir. Le taux de chômage au Canada qui a bondi de 6,4% au moment du retournement de la conjoncture à la mi-1981 à 12,7% au début de 1983 se situera tout au mieux autour de 9-10% au sommet de la présente expansion.

Consommation

Ces conditions défavorables sur le marché du travail ne feront qu'accroître la faiblesse déjà prévue de la consommation. Les mauvaises perspectives d'emploi contribuent à maintenir un taux d'épargne élevé et à miner la confiance des consommateurs. La lente progression de l'emploi ralentit la croissance du revenu disponible. La persistance de taux d'intérêt élevé en terme réel constitue un frein d'importance à une augmentation des dépenses en biens durables.

Pour la première fois depuis 1948, les dépenses des ménages ont diminué en 1982; la consommation qui en terme réel a reculé de 2,5% environ l'an passé n'atteindra pas son niveau de 1981 avant 1984. Les industries qui produisent des biens de consommation et qui ont été particulièrement touchées par la récession ne pourront procéder à aucune expansion de leur capacité de production avant plusieurs mois.

Les prix

La flambée des taux d'intérêt dans la première moitié de 1982 qui n'avait généralement pas été anticipée a, en amplifiant la récession, ramené le taux d'inflation à un niveau nettement plus faible que celui qui était prévu pour les prochaines années. Ainsi, alors qu'au début de 1980, le taux d'inflation aux États-Unis était de 14%, il se situe maintenant à 3-4%. Les salaires augmentent maintenant à un taux annuel de 4%. Au Canada, le mouvement de décélération des prix n'est pas terminé mais les résultats sont déjà significatifs. Le taux d'inflation au début de 1983 lorsque l'on exclut les prix réglementés se situe à 4-5%. La croissance des taux de base des salaires dans les conventions collectives pour l'ensemble de l'économie est passée de 12,8% à la fin de 1981 à 8% à la fin de 1982; dans le secteur manufacturier, la progression des taux n'est plus que de 5%.

Différents agents doivent s'ajuster à cette situation de déflation et reviser considérablement leurs anticipations. Du côté des entreprises, les projets d'investissement n'apportent pas le flux nominal de revenus escomptés. Cette situation a créé des problèmes de liquidité à plusieurs corporations et a contribué à une révision en baisse des intentions d'investir³. Et quand les firmes investissent, elles le font encore davantage dans un but de réduction des coûts plutôt que d'expansion. Différents projets devant les nouvelles perspectives de flux de revenus sont retardés indéfiniment ou simplement abandonnés. Les cas les plus remarquables se retrouvent dans le secteur de l'énergie, des produits pétro-chimiques et des matières premières ou semi-transformées.

Cette évolution des prix vient ainsi modifier les perspectives d'un prolongement de la stagflation. Si les taux d'utilisation des ressources demeurent assez faibles, on retrouvera toutefois une stabilité relative des prix. Le comportement récent des prix et salaires suggère que la sévérité de la récession a largement brisé les anticipations inflationnistes qui dominaient notre économie il y a à peine plus d'un an.

3. Voir, par exemple, Y. Rabeau, « Les dépenses en capital des entreprises », *Revue Commerce*, mars 1983.