

## Conjoncture économique et marchés financiers : rétrospective et perspectives

André Sirard

Volume 59, Number 1, 1991

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1104824ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1104824ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0004-6027 (print)

2817-3465 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this document

Sirard, A. (1991). Conjoncture économique et marchés financiers : rétrospective et perspectives. *Assurances*, 59(1), 79–93. <https://doi.org/10.7202/1104824ar>

Article abstract

In his overview of the current economic juncture and financial markets in recent quarters, the author first examines the world situation and then takes a look at Western economies: Japan, Germany, France, United States and Canada. The Canadian economy has been in a recession since the second quarter of 1990, and a turnaround is unlikely before mid-1991. The factors examined include the GNP, employment, construction, corporate investment spending, foreign trade, inflation, monetary policy and prices.

# Conjoncture économique et marchés financiers : rétrospective et perspectives

par

André Sirard <sup>1</sup>

*In his overview of the current economic juncture and financial markets in recent quarters, the author first examines the world situation and then takes a look at Western economies: Japan, Germany, France, United States and Canada.*

79

*The Canadian economy has been in a recession since the second quarter of 1990, and a turnaround is unlikely before mid-1991. The factors examined include the GNP, employment, construction, corporate investment spending, foreign trade, inflation, monetary policy and prices.*



## Introduction

Au cours des derniers trimestres, les bouleversements économiques, politiques et sociaux se sont multipliés à l'échelle mondiale. Les développements internationaux, tels la crise du golfe Persique, la réunification allemande, l'ouverture des pays de l'Est et les tensions montantes en U.R.S.S., entre autres, retiennent l'attention. Sur le plan conjoncturel, le troisième choc pétrolier en moins de vingt ans, consécutif à l'invasion du Koweït par l'Irak au début d'août, n'aura fait qu'amplifier un ralentissement économique déjà en cours dans les principaux pays industrialisés, provoqué par la poursuite de politiques monétaires très serrées.

Le degré d'activité économique diffère beaucoup dépendant du pays concerné. En Allemagne et au Japon, l'expansion économique s'est poursuivie à un rythme rapide en 1990; des premiers signes de décélération ont toutefois fait leur apparition en fin d'année. Dans

---

<sup>1</sup>M. André Sirard est vice-président et gestionnaire chez Gestion Placements Desjardins.

---

certains autres pays, les conditions économiques se sont nettement détériorées. Les États-Unis, le Royaume-Uni, le Canada et l'Australie sont actuellement en récession.

80

Au cours des prochains trimestres, la croissance économique mondiale risque de poursuivre sur la voie du ralentissement. En Amérique du Nord, une reprise modérée de l'activité économique est probable au second semestre de l'année. Le desserrement en cours de la gestion monétaire par la Réserve fédérale et la Banque du Canada, lequel s'est enclenché vers la mi-1990, en sera grandement responsable. Au-delà de l'introduction de la T.P.S. et de l'incertitude sur l'issue du conflit au Moyen-Orient, l'état lamentable de l'économie canadienne milite en faveur de baisses additionnelles des taux d'intérêt à court terme au cours des prochains mois.

Au chapitre de l'inflation, les pressions se sont quelque peu accentuées dans les principaux pays industrialisés. La remontée des cours pétroliers n'y est évidemment pas étrangère. Au Japon et en Allemagne, le dynamisme économique faisait déjà pression sur l'inflation depuis plusieurs trimestres lorsque le choc pétrolier est survenu. Dans ces deux pays, les tensions inflationnistes s'apaiseront modérément cette année, surtout au second semestre. Un desserrement des conditions monétaires par la Banque du Japon et la Bundesbank semble peu probable avant la mi-1991. En Amérique du Nord, les pressions se font persistantes. Au Canada, l'introduction de la taxe sur les produits et services (T.P.S.) fera pleinement sentir ses effets au début de l'année. Tant aux États-Unis qu'au Canada, la tendance de fond demeure cependant favorable sur le plan de l'inflation, compte tenu de la dégradation des conditions économiques.

Le ralentissement graduel de l'économie mondiale exerce déjà des pressions à la baisse sur les cours des produits de base, autres que le pétrole, lesquels diminuent en effet depuis le milieu de 1990 : les indices de référence du prix des produits de base se situaient récemment sous les niveaux observés un an auparavant. Concernant le pétrole, l'évolution du prix dépend essentiellement du dénouement futur de la crise au Moyen-Orient. Fait à souligner, la production pétrolière excède présentement la demande au niveau mondial, cela en dépit des coupures d'approvisionnement en provenance de l'Irak et du Koweït. Une fois le conflit réglé, et avec l'hypothèse de dommages peu importants à l'infrastructure pétrolière, le prix du

baril de pétrole pourrait donc avoir tendance à diminuer, ce qui serait favorable en ce qui a trait à l'inflation.

L'affaiblissement des conditions économiques mondiales n'est pas passé inaperçu par les marchés obligataires internationaux, fortement à la hausse de la fin de septembre à la mi-décembre. Les marchés boursiers ont aussi eu tendance à s'améliorer durant cette période. Il faut toutefois rappeler que les marchés obligataires et boursiers mondiaux s'étaient très nettement dégradés en août et septembre au moment de la crise pétrolière. Au début de janvier, les marchés financiers ont fait montre d'une grande volatilité en raison de l'incertitude relative aux développements dans la région du golfe Persique. Pour le moment, la tendance de fond sur le plan économique favorise une remontée des cours obligataires pour le premier semestre. Par ailleurs, une hausse des cours boursiers pourrait s'enclencher dans quelques mois, dans l'attente d'une récupération de l'économie nord-américaine plus tard dans l'année.

81

## **Situation économique et financière : Japon et Europe de l'Ouest**

### **Japon**

Au Japon, l'expansion économique s'est quelque peu ralentie au cours des derniers trimestres. Au troisième trimestre, le PNB réel japonais a progressé de 4,1 %, en rythme annuel, comparative-ment à 5,5 % au deuxième trimestre et 6,6 % au premier trimestre; les dépenses de consommation et les investissements des entreprises ont progressé beaucoup moins rapidement que par le passé. La hausse marquée des taux d'intérêt en 1990, conjuguée à la chute des cours boursiers, commence à faire sentir ses effets. En octobre, le nombre de faillites commerciales se retrouvait à un niveau supérieur à celui observé un an auparavant, cela pour la première fois en six ans. Pour la Banque du Japon, un rythme de croissance du P.N.B. réel inférieur à 4 % est essentiel pour permettre un apaisement de l'inflation. Des tensions accrues sur le marché du travail et la remontée du prix de l'énergie, entre autres, font actuellement pression sur l'inflation. Au cours des prochains trimestres, le rythme de croissance économique risque de décélérer quelque peu, compte tenu du caractère restrictif de la politique monétaire et du ralentissement économique à l'échelle mondiale; le P.N.B. réel pourrait progresser

à un taux se situant entre 3,5 et 4 %, comparativement à plus de 5 % en 1990. Pour sa part, l'inflation se maintiendra autour de 3 %.

82

Dans le contexte actuel, la Banque du Japon, appuyée par le ministère des Finances, continue de maintenir une politique monétaire serrée; les taux d'intérêt à court terme demeurent relativement élevés, à hauteur de 5 points de pourcentage après ajustement pour tenir compte de l'inflation. Un desserrement semble peu probable dans les prochains mois. Des signes additionnels de ralentissement économique seront probablement nécessaires pour convaincre la banque centrale de changer l'orientation de sa politique monétaire. Une croissance monétaire encore rapide, bien que moindre que par le passé, la révision récente à la hausse des intentions d'investissement des entreprises en dépit de la remontée des prix pétroliers et du ralentissement économique mondial, et la situation toujours tendue du marché du travail, laquelle limite le potentiel de décélération de la consommation, inquiètent les autorités monétaires. Pour ces raisons, l'enclenchement d'un mouvement à la baisse des taux d'intérêt à court terme semble plus probable vers la mi-année. Par ailleurs, les rendements obligataires ont chuté de plus de 150 points de base depuis la fin de septembre. Dans le contexte actuel, le marché obligataire semble avoir pris une longueur d'avance.

### **Allemagne**

En Allemagne, la croissance économique demeure encore ferme. Les signes de ralentissement économique sont pour le moment peu nombreux; récemment, les nouvelles commandes manufacturières fléchissaient et le taux de chômage augmentait légèrement, passant de 6,4 % en novembre à 6,8 % en décembre. La réunification a généré passablement d'activité économique au cours des derniers mois. La consommation ne cesse d'augmenter, et ce très rapidement, en raison surtout d'achats importants en provenance de l'ex-R.D.A. Compte tenu de la force du mark, le surplus commercial a tendance à diminuer, la croissance des importations excédant celle des exportations. La montée des tensions inflationnistes et la forte accélération de la demande intérieure, notamment du côté de la consommation et des dépenses d'investissement des entreprises, alors que les capacités de l'offre semblent proches de la saturation, ont incité les autorités monétaires à

resserrer leur politique monétaire. Au début de novembre, le taux Lombard était augmenté de 8 à 8,5 %. Les tensions salariales semblent s'amplifier; la croissance annuelle des salaires avoisine les 6 %, comparativement à un taux d'inflation de 3 %. L'augmentation marquée du déficit budgétaire, et par conséquent des besoins de financement, s'avère aussi préoccupante.

Le dynamisme économique persistant, la tendance nettement à la hausse de la progression salariale et la détérioration évidente des finances publiques soulèvent particulièrement l'inquiétude des autorités monétaires. L'évolution à la hausse des taux d'intérêt à court terme reflète les attentes d'une augmentation additionnelle du taux Lombard dans les prochains mois. Par ailleurs, la croissance de l'agrégat monétaire M3, autour de 6,5 % en rythme annuel au troisième trimestre, pourrait également justifier une majoration du taux directeur puisque la fourchette retenue par la Bundesbank pour 1991 est de 4 à 6 % pour l'Allemagne réunifiée, comme en 1990. En 1991, la croissance de l'économie ouest-allemande pourrait avoisiner les 3 % cette année, comparativement à 4,5 % en 1990. L'inflation ouest-allemande se situera à 3,5 % au début de 1991 et pourrait tendre vers les 4 % plus tard dans l'année. Cela limite évidemment le potentiel de baisse des rendements obligataires.

En raison d'anticipations de hausses additionnelles des taux d'intérêt, le mark allemand s'est nettement apprécié au cours des dernières semaines face au dollar américain, en plus de renforcer sa position à l'intérieur du mécanisme de change du système monétaire européen. Pour le moment, la Bundesbank ne se montre pas insatisfaite de la force du mark, laquelle exerce des pressions déflationnistes. La conjugaison de la poursuite d'une politique monétaire restrictive en Allemagne et d'attentes de baisses additionnelles de taux d'intérêt aux États-Unis laisse à penser que le mark pourrait se renforcer davantage au cours des prochains mois, en dépit de sa plus grande vulnérabilité au niveau actuel.

### **Royaume-Uni**

Au Royaume-Uni, l'économie est en récession. Le resserrement important de la politique monétaire depuis la mi-1988 en est grandement responsable. Les ventes au détail reculent et la confiance des dirigeants d'entreprises se situe à son plus bas niveau en sept ans. La production industrielle suit aussi une trajectoire à la

---

baisse; l'affaiblissement de la production manufacturière est particulièrement marqué. Le taux de chômage augmente depuis le printemps dernier. Pour le moment, les pressions inflationnistes et salariales persistent. Le taux d'inflation semble toutefois avoir atteint son sommet au cours de l'automne; en effet, le taux avoisinait les 10 % en novembre, comparativement à près de 11 % au cours des deux mois précédents. La progression des salaires demeure autour de 10 %, n'ayant pas encore répondu au recul de la demande et à la montée du chômage.

84 En 1991, la croissance du P.I.B. réel pourrait avoisiner les 0,5 %, comparativement à 1,5 % en 1990. La consommation et les investissements des entreprises seront particulièrement faibles. La principale source de croissance proviendra des exportations nettes. Compte tenu de l'amointrissement de la demande intérieure, la croissance des prix et des salaires se ralentira vraisemblablement dans les prochains trimestres. À la fin de 1991, l'inflation pourrait se situer autour de 6 %. Outre les pressions inflationnistes et salariales, la faiblesse actuelle de la livre sterling dans le mécanisme de change du système monétaire européen empêche présentement une réduction rapide des taux d'intérêt à court terme. Un renforcement important de la livre est nécessaire pour ouvrir la voie à un desserrement de la politique monétaire.

### France

En France, le ralentissement économique engagé depuis la mi-1989 s'est poursuivi ces derniers trimestres. La demande intérieure s'est quelque peu affaiblie. En 1991, la croissance économique continuera de ralentir, bien que légèrement compte tenu de la vigueur relative de l'économie allemande. Le P.I.B. réel pourrait s'accroître de 2,5 %, suite à une hausse de 2,8 % en 1990. L'écart d'inflation entre la France et l'Allemagne sera réduit à zéro en 1991, comparativement à 2 points de pourcentage au début de 1989 et près de 6 points au milieu de 1987. Cette évolution favorable du différentiel d'inflation franco-allemand en 1991, ainsi que la forte diminution attendue du surplus commercial en Allemagne, devraient permettre une appréciation du franc face au mark et une réduction de l'écart de taux courts entre les deux pays.

---

## Situation économique et financière : Amérique du Nord

### États-Unis

Au cours des derniers mois, l'économie américaine a glissé en récession. La tendance à la baisse de l'indice précurseur depuis juillet dernier n'augure rien de bon pour les mois à venir. La majorité des conjoncturistes anticipe pour le moment que la contraction de l'activité économique sera relativement modérée et plus courte qu'au début des années 80. En 1981-1982, la récession avait duré environ 16 mois et s'était avérée la plus sévère depuis la grande dépression des années 30.

85

Pour la première fois depuis la Deuxième Guerre mondiale, les États-Unis entrent dans une phase récessionniste avec une position extérieure débitrice, soit un endettement net à l'égard des étrangers approchant la barre des 800 milliards \$É.-U. Cela rend les marchés financiers américains particulièrement vulnérables à tout repositionnement des capitaux étrangers. Pour cette raison, la banque centrale américaine est forcée de suivre de près l'évolution de l'environnement économique et financier international, et conséquemment le comportement du dollar américain. Ces considérations externes s'ajoutent présentement à plusieurs facteurs internes, tels la dégradation des conditions économiques et la situation précaire du système financier américain, entre autres, pour orienter la gestion monétaire.

Au troisième trimestre de 1990, le P.N.B. réel a progressé de 1,4 %, en rythme annuel, en raison d'une hausse étonnante de la consommation, laquelle s'est manifestée surtout au début du trimestre, et des investissements des entreprises, notamment en machinerie et équipement. Pour sa part, la construction résidentielle a reculé de près de 20 %, à taux annuel, durant ce trimestre. Les statistiques mensuelles disponibles pour le quatrième trimestre laissent toutefois à penser que la progression du P.N.B. réel sera fortement négative. La production industrielle est en baisse depuis un an et le taux d'utilisation de la capacité de production dans le secteur manufacturier ne cesse de diminuer. L'effondrement de la rentabilité des entreprises et le recul de la confiance des dirigeants d'entreprises contraignent les investissements des entreprises. Les exportations demeurent pour le moment une source de croissance



économique; en octobre, les exportations de biens se situaient à un niveau de près de 11 % supérieur à celui observé un an auparavant. Le ralentissement économique mondial s'avère toutefois de mauvais augure à ce chapitre.

86 Sur le marché du travail, plus de 950 000 emplois ont été perdus à l'échelle nationale depuis juillet dernier. Le repli est marqué dans le secteur manufacturier et dans celui de la construction. La croissance de l'emploi dans les services privés laisse voir un ralentissement notable depuis le printemps dernier. Le taux de chômage national est passé de 5,2 % en juin à 6,1 % en décembre, niveau inobservé depuis octobre 1987. Autres indicateurs de tensions moindres sur le marché du travail, le salaire horaire n'a enregistré aucun gain au cours des derniers mois et le nombre d'heures de surtemps est en chute depuis le mois d'août.

La flambée du prix du pétrole consécutive à l'invasion du Koweït par l'Irak ainsi que la détérioration récente des conditions économiques aux États-Unis ont donné lieu à une chute marquée de la confiance des ménages américains. D'août à octobre, l'indice de confiance de l'Université du Michigan a connu sa plus forte chute en 44 ans, supérieure à celle enregistrée après l'embargo pétrolier de 1973. En décembre, l'indice de confiance du Conference Board se retrouvait à un niveau inférieur de 40 % à celui observé en juillet dernier. La confiance des ménages est à son plus bas niveau depuis la récession de 1981-1982. Cet ébranlement de la confiance s'est reflété dans la consommation, laquelle s'est considérablement ralentie au cours des derniers mois, particulièrement dans le secteur des biens durables. La dégradation des conditions prévalant sur le marché du travail, le ralentissement de la croissance du revenu personnel disponible, un taux d'endettement toujours élevé, à hauteur de 18 %, et un taux d'épargne historiquement faible, soit 3,8 % en octobre, limitent le potentiel d'accroissement des dépenses des ménages.

La chute de la confiance des ménages, le niveau encore élevé des taux d'intérêt et le resserrement des normes de crédit par les prêteurs hypothécaires ont durement ébranlé le secteur de la construction résidentielle depuis le printemps dernier. En novembre, les mises en chantier n'avoisinaient plus que les 1,1 million d'unités, en baisse de 16 % par rapport à l'an dernier. Ce niveau excède cependant celui atteint au pire de la récession de 1981-1982. En juin

1982, au creux du cycle de la construction domiciliaire, les mises en chantier étaient tombées à environ 900 000 unités. Dans le secteur des maisons unifamiliales, les mises en chantier sont à leur plus bas niveau depuis la dernière récession. Du côté des entreprises, la construction non résidentielle, de type commercial ou industriel, est aussi en baisse.

Sur le plan budgétaire, la détérioration de l'activité économique, laquelle a pour effet de réduire les recettes fiscales et d'augmenter les dépenses pour certains programmes, l'opération militaire dans le golfe Persique et le sauvetage des caisses d'épargne et de crédit, entre autres, ont forcé l'Administration américaine à réviser à la hausse le déficit budgétaire pour l'année fiscale en cours. Les plus récentes prévisions font maintenant état d'un déficit d'environ 300 milliards \$É.-U., au lieu des 254 milliards \$É.-U. projetés en septembre dernier. Au cours de l'année fiscale 1990, le déficit s'est élevé à plus de 220 milliards \$É.-U. Cette situation budgétaire difficile implique évidemment des besoins de financement massifs pesant lourdement sur le marché du crédit intérieur, à un moment où l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres obligataires américains est moindre. Cela risque de limiter le potentiel de baisse des rendements obligataires au cours de l'année en cours. Si l'économie reprend de l'allant au second semestre, cela pourrait permettre de réduire quelque peu le déficit budgétaire pour l'année fiscale 1992, laquelle débutera au début d'octobre 1991.

En ce qui a trait à l'inflation, les prix à la consommation étaient en hausse de 6,3 %, sur une base annuelle, en novembre dernier. L'inflation fondamentale, laquelle exclut les composantes alimentaire et énergétique, se situait à 5,3 %. Du côté des prix à la production, la progression annuelle de l'indice était de 7 % en novembre, alors que l'inflation fondamentale s'établissait à 3,6 %. L'impact de la hausse des coûts énergétiques semble maintenant chose du passé. Le ralentissement économique, manifeste dans le secteur des biens et de plus en plus apparent dans le secteur des services, et la tendance nettement à la baisse des cours des produits de base, autres que le pétrole, contribuent à l'apaisement des tensions inflationnistes fondamentales. Une solution au conflit du golfe Persique accentuerait cette tendance.

Depuis plusieurs mois, la Réserve fédérale desserre sa gestion monétaire dans le but de redonner du souffle à l'économie

américaine. Au cours des sept derniers mois, le taux des fonds fédéraux a diminué de 150 points de base, passant de 8,25 % en juillet à 6,75 % au début de janvier. Le taux de base n'a toutefois pas diminué autant, les banques commerciales cherchant à protéger leur marge bénéficiaire et à rétablir leur structure de capital. À la mi-décembre, la banque centrale a abaissé son taux d'escompte, un signal clair d'assouplissement des conditions monétaires. Au début de janvier, la Bank of New England, aux prises comme plusieurs autres institutions financières avec une détérioration marquée du secteur immobilier, a été déclarée insolvable par les autorités réglementaires américaines qui en ont immédiatement pris le contrôle. Peu après, la Réserve fédérale permettait une baisse du taux sur les fonds fédéraux de façon à apaiser les craintes montantes d'une crise financière. Le ralentissement prononcé de la croissance de la masse monétaire depuis le début de 1990, indicateur ignoré par la banque centrale depuis plusieurs années, la force à desserrer davantage sa politique monétaire; au cours des trois mois se terminant en novembre, l'agrégat monétaire M2 n'a progressé qu'à un taux annualisé de 1,6 %, ce qui le situe sous la fourchette permise dont les bornes minimale et maximale sont de 3 et 7 %, respectivement. Tout compte fait, le recul des prix des produits de base, le desserrement des conditions prévalant sur le marché du travail, le resserrement des normes de crédit par les institutions financières et l'évolution très modérée des agrégats monétaires militent en faveur de la poursuite de l'assouplissement de la gestion monétaire.

La Réserve fédérale demeure toutefois prudente dans son assouplissement monétaire en raison de considérations de taux de change, attendu que les États-Unis semblent entrer en récession pour la première fois avec une position débitrice à l'égard des étrangers. L'un des faits marquants de l'année 1990 aura été la chute du dollar américain face aux principales devises d'outre-mer, à hauteur de 12 % et 6 % face au mark et au yen, respectivement. À court terme, la Réserve fédérale pourrait maintenir le statu quo sur le front des conditions monétaires de façon à juger de l'impact économique de la baisse récente des taux d'intérêt. Cependant, la tendance de fond demeure à la baisse pour le loyer de l'argent aux États-Unis.

Comme au quatrième trimestre, la croissance économique risque d'être négative au premier trimestre de 1991. Une reprise économique semble toutefois probable vers la mi-année. La

récession pourrait ne s'étirer que sur deux ou trois trimestres, sans plus. En dépit de la modération de la demande aux États-Unis, il n'y a pas de signe d'une accumulation involontaire importante de stocks, ce qui réduit le risque d'une contraction majeure de l'économie, comme ce fut le cas en 1981-1982. Une récession plus profonde et plus longue que prévue n'est toutefois pas improbable.

En 1991, la croissance économique sera très modérée, à hauteur de 0,5 % environ, comparativement à 1 % en 1990. L'évolution de l'activité économique au premier semestre sera probablement moindre qu'au second. En ce qui concerne l'inflation, les prix à la consommation progresseront à un rythme se situant entre 5 et 5,5 %, comme en 1990. Les tensions inflationnistes auront tendance à s'apaiser graduellement au fil des trimestres. Pour le premier semestre, une baisse additionnelle des taux d'intérêt à court et long termes semble probable. L'amélioration du marché obligataire pourrait être considérable lorsque le conflit dans la région du golfe Persique sera chose du passé. Éventuellement, le marché boursier pourrait s'orienter à la hausse dans l'attente d'une reprise économique plus tard dans l'année. La prudence devra alors être de mise en ce qui a trait au marché obligataire.

89

### Canada

L'évolution de la situation économique canadienne s'avère l'une des plus préoccupantes parmi les principaux pays industrialisés. L'économie est en récession depuis le deuxième trimestre de 1990. Un retournement dans le cycle économique apparaît peu probable avant la mi-1991. La production de biens a eu tendance à diminuer au cours des derniers trimestres. La production industrielle est en baisse d'environ 4 % depuis un an. Au troisième trimestre, le taux d'utilisation de la capacité de production dans le secteur manufacturier a reculé pour un dixième trimestre consécutif, s'établissant à 78 % comparativement à environ 87 % au début de 1988. La faiblesse semble généralisée dans les industries productrices de biens, particulièrement dans la construction et le secteur manufacturier. Même la production de services se ralentit. L'indice précurseur de Statistique Canada, en baisse depuis neuf mois, augure mal.

Selon les premières estimations des comptes nationaux, le P.I.B. réel a reculé d'environ 1 % en rythme annuel au troisième

trimestre, après une baisse de 1,2 % au cours du deuxième trimestre. La demande intérieure montre des signes évidents de faiblesse, notamment la consommation, la construction résidentielle et les dépenses d'investissement des entreprises. Le quatrième trimestre de 1990 devrait aussi afficher une croissance économique inférieure à zéro, possiblement une baisse de 2 à 3 %, en rythme annuel.

90 Les dépenses de consommation s'affaiblissent d'une façon notable, particulièrement celles consacrées à l'automobile et à d'autres biens durables. Au troisième trimestre, l'indice de confiance des ménages avoisinait le niveau atteint lors de la récession de 1981-1982. La progression du revenu personnel disponible a tendance à décélérer. Le taux d'épargne se situait à 11,5 % au troisième trimestre.

Sur le marché du travail, l'emploi ne cesse de diminuer. Depuis avril dernier, plus de 150 000 emplois ont été perdus. Le taux de chômage s'est établi à 9,3 % en décembre, après avoir été en moyenne de 7,4 % au deuxième trimestre, ce qui le situe à un niveau nettement supérieur au taux de 8 % déterminé par la Banque du Canada comme étant non-inflationniste. La détérioration du marché du travail a été particulièrement visible en Ontario et au Québec. Dans le secteur manufacturier, l'emploi a diminué d'environ 10 % depuis le sommet atteint en février 1989. Durant la récession de 1981-1982, l'emploi manufacturier avait reculé de 15,5 % du sommet au creux. Par ailleurs, le nombre de faillites personnelles et commerciales observées en novembre dernier était en hausse d'environ 60 % sur un an à l'échelle canadienne. En Ontario, les faillites excédaient de 110 % le niveau atteint à l'automne de 1989, par rapport à 40 % au Québec.

Au troisième trimestre, la construction résidentielle a diminué de 8 %, à taux annuel. Les mises en chantier enregistrent un repli marqué depuis le début de 1990, tombant à leur plus bas niveau depuis six ans. En décembre dernier, les mises en chantier ne s'élevaient plus qu'à 136 000 unités, en rythme annuel, en baisse de 40 % comparativement au niveau moyen enregistré au premier trimestre de 1990, à savoir 223 000 unités.

Les dépenses d'investissement des entreprises ont aussi tendance à diminuer considérablement depuis quelques trimestres,

notamment les dépenses en machinerie et équipement. Au troisième trimestre, le recul des investissements s'est chiffré à 3,2 %, en rythme annuel. L'effondrement de la rentabilité des entreprises explique pour beaucoup cette baisse des investissements. Au troisième trimestre, les profits des entreprises ont reculé pour un sixième trimestre consécutif. Par ailleurs, les bénéfices d'exploitation des sociétés industrielles, lesquelles comptent pour environ 75 % des actifs du secteur privé, étaient en baisse de 30 % au troisième trimestre par rapport à l'an passé. L'indice de confiance des dirigeants d'entreprises a diminué de plus de 35 % depuis le sommet atteint au premier trimestre de 1989.

91

Élément positif dans un environnement de récession, le ratio des stocks aux livraisons dans le secteur manufacturier se maintient à un niveau historiquement bas de 1,5, comparativement à 2,1 en 1981. Une gestion plus serrée des stocks permet de limiter le potentiel de baisse de la production et, par conséquent, de l'emploi, phénomène habituellement observé en période de récession lorsque vient le moment de procéder à la liquidation de stocks excédentaires.

En ce qui concerne les échanges extérieurs, le surplus commercial a eu tendance à augmenter au cours des derniers mois, surtout en raison de la faiblesse des importations. Cela aura permis au déficit du compte courant de diminuer sensiblement au troisième trimestre, affichant sa meilleure performance sur six trimestres.

Sur le plan de la demande de crédit émanant des ménages, le ralentissement est sensible depuis le début de 1990; en effet, après avoir été de 16 % au premier trimestre, le rythme de progression de cet agrégat n'était plus que de 5 %, à taux annuel, au troisième trimestre. Tant la croissance du crédit hypothécaire que celle du crédit à la consommation ont décéléré. Dans le contexte actuel, les ménages visent à rééquilibrer leurs bilans. En ce qui concerne les entreprises, la croissance de la demande de crédit se ralentit substantiellement en raison de la chute des dépenses d'investissement et du niveau réduit des stocks de biens. Il faut ajouter que les institutions financières sont plus sélectives dans l'octroi de nouveaux crédits. Par ailleurs, l'agrégat monétaire M2 évolue beaucoup moins rapidement qu'en 1988 et 1989, ce qui reflète bien la tendance de l'activité économique. Au troisième trimestre de 1990, la progression de M2 ne fut que de 6 %, à taux annuel, comparativement à 14 % en 1989.

Mesurée par l'indice des prix à la consommation, l'inflation s'est établie à 5 % en novembre dernier, comparativement à 4,2 % en septembre. La remontée des prix énergétiques n'est évidemment pas étrangère à cette hausse subite de l'inflation. En excluant les aliments et l'énergie, le taux s'est établi à 4,2 % en novembre, niveau de beaucoup inférieur à celui observé aux États-Unis et reflétant largement l'affaiblissement de la demande. Par ailleurs, les augmentations de salaire consenties dans le cadre des grands accords salariaux sont passées en moyenne à 6,5 % au troisième trimestre, en raison de hausses importantes dans les secteurs de l'automobile et du papier. Dans l'environnement économique actuel, la croissance des salaires ne peut que décélérer au cours des prochains trimestres.

La Banque du Canada et le gouvernement canadien reconnaissent maintenant publiquement la gravité de la situation économique canadienne. Récemment, les autorités monétaires ont même accéléré le processus de réduction des taux d'intérêt à court terme. Outre la contraction de l'économie, la tendance à la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis, la force relative du dollar canadien face à la devise américaine et une évolution encore favorable de l'inflation incitent la banque centrale à agir de la sorte. Depuis le sommet observé en mai dernier, le rendement des bons du Trésor à trois mois a chuté d'environ 275 points de base. Le dollar canadien a bien résisté puisque les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis sont demeurés larges au cours de cette période; au début de janvier, ces écarts avoisinaient encore les 475 points de base. Au cours des prochains mois, la Banque du Canada poursuivra sur la voie du desserrement pour permettre, d'ici à la fin de l'année, une reprise de l'économie.

Une récupération de l'activité économique est possible vers la fin de 1991. Suite à la baisse des taux d'intérêt, la construction résidentielle et la consommation de biens durables pourraient reprendre de l'allant. Les exportations à destination des États-Unis pourraient aussi contribuer à la reprise. En s'étirant jusqu'à la mi-1991, la récession actuelle pourrait donner lieu à une baisse du P.I.B. réel de l'ordre de 3 %, ce qui en ferait la deuxième pire récession depuis la Deuxième Guerre mondiale après celle de 1981-1982. À titre de comparaison, la contraction de l'économie canadienne fut d'environ 8 % d'avril 1981 à décembre 1982. La durée des deux récessions serait toutefois la même. Sur le marché du

travail, les pertes d'emplois se poursuivront au cours des prochains mois. Historiquement, le taux de chômage cesse de grimper lorsque la récession est terminée, ce qui ne sera pas le cas avant le milieu de 1991.

En moyenne, la croissance du P.I.B. réel sera probablement négative en 1991, comparativement à 0,9 % en 1990 et 3 % en 1989. Par ailleurs, l'ampleur de la récession freinera la croissance des prix à la consommation et des salaires au cours des prochains trimestres, ce qui amoindrira les pressions exercées par la taxe de 7 % sur les produits et services. Malgré tout, le taux d'inflation excédera les 6 % au cours des prochains mois. Pour l'année, l'inflation pourrait se situer autour de 6,5 %, en moyenne, comparativement à 4,9 % en 1990 et 5 % en 1989. En ce qui concerne les marchés monétaire, obligataire et boursier, les tendances ressembleront à celles observées aux États-Unis : baisse des taux d'intérêt à court et long termes au premier semestre suivie possiblement d'une légère remontée en fin d'année et enclenchement possible d'un mouvement à la hausse des cours boursiers dans quelques mois. Le dollar canadien pourrait se ressentir de la réduction probable des écarts de taux d'intérêt à court terme entre les deux pays, passant d'environ 87 cents É.-U. à la mi-janvier à moins de 84 cents É.-U. plus tard dans l'année.

Plusieurs événements risquent d'augmenter la volatilité du dollar canadien au cours des prochains mois. D'abord, le ministre fédéral des Finances déposera dans quelques semaines un budget qui se montrera décevant pour l'économie canadienne. En effet, la position déjà précaire des finances publiques empêche l'utilisation de mesures fiscales expansionnistes visant à contrer la récession. Par ailleurs, en Ontario, le gouvernement N.P.D. présentera son premier budget. Enfin, la commission Bélanger-Campeau déposera en mars prochain son rapport sur l'avenir constitutionnel du Québec. Les conclusions de ce rapport pourraient provoquer un regain d'incertitude chez les investisseurs étrangers.

17 janvier 1991