

**PROJET DE CAHIER DANS LA SÉRIE PRO-GESTION
DE L'ORDRE DES CGA DU QUÉBEC**

**L'ENTREPRISE
ET SON ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE**

PAR

**DENIS BÉLANGER
MARTIN COITEUX
YVAN STRINGER**

**GROUPE D'ANALYSE ET DE RECHERCHE
EN POLITIQUE ÉCONOMIQUE
ÉCOLE DES HEC**

Montréal, septembre 1997

TABLE DES MATIÈRES

1.	INTRODUCTION : l'entreprise et son environnement économique.....	2
2.	L'ENTREPRISE ET LE CYCLE DES AFFAIRES	3
	Un environnement instable.....	3
	Une affaire de cycle.....	3
	Encadré : Histoire du cycle des affaires	4
	Ce qui cause le cycle	5
	Stabiliser l'économie.....	8
	La politique monétaire	8
	La politique budgétaire.....	10
	Au-delà du cycle : les tendances lourdes	11
3.	L'ENTREPRISE À L'HEURE DU REDRESSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES	12
	Une décennie sous le signe de l'austérité.....	12
	Une contrainte budgétaire implacable.....	12
	De bonnes intentions mais un endettement chronique	12
	Des risques d'insolvabilité à long terme	12
	Encadré : Comment lire un budget.....	13
	Un oeil sur les taux d'intérêt et l'autre sur la croissance	15
	Le Canada n'est pas un cas isolé.....	16
	Des choix difficiles.....	17
	Au-delà de l'an 2000.....	18
4.	L'ENTREPRISE À L'HEURE DE LA MONDIALISATION	19
	La mondialisation et l'économie canadienne	19
	L'environnement commercial	20
	Un phénomène mondial	20
	Vivre le libre-échange	21
	L'environnement financier.....	22
	Un pays qui fait largement appel à l'épargne extérieure.....	22
	La formation des taux d'intérêt dans un marché globalisé.....	23
	L'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change	24
	Encadré : La détermination du taux de change	25
	Les défis internationaux de l'entreprise canadienne	26
	Une économie moins dépendante à l'égard des ressources... ..	26
	... mais de plus en plus dépendante des États-Unis	28
5.	CONCLUSION.....	30
	BIBLIOGRAPHIE.....	31

«L'entreprise est une organisation combinant du capital et des compétences dont le but est en général la rémunération la plus satisfaisante possible du capital; cette organisation est animée par une équipe dirigeante qui, avec plus ou moins d'autonomie, définit sa stratégie, coordonne ses activités; elle fournit des biens et des services dans un **environnement** donné.»¹

1. INTRODUCTION : l'entreprise et son environnement économique

Malgré tous les efforts que l'entreprise déploie pour définir une stratégie et coordonner ses activités de manière cohérente avec ses objectifs, sa performance demeure en partie tributaire de l'environnement économique. Cet environnement est défini par l'ensemble des variables que l'entreprise ne contrôle pas directement; celles-ci sont nombreuses et de nature bien différente les unes des autres. Elles concernent bien sûr la concurrence immédiate que lui livre ses principaux compétiteurs mais elles relèvent également de la conjoncture générale; pensons aux prix des matières premières, aux taux d'intérêt, aux taux de change ou encore à la fiscalité. Au cours des vingt-cinq dernières années en particulier, ces variables ont eu une influence déterminante sur la performance des entreprises canadiennes et québécoises; elles ont fait parfois la différence entre un profit ou une perte, elles ont peut-être même entraîné la faillite!

Cette brochure s'adresse au gestionnaire qui désire en apprendre davantage sur le rôle de l'environnement économique global et son impact sur la performance de l'entreprise. Elle met l'accent sur la dimension macroéconomique de cet environnement plutôt que sur sa dimension microéconomique, dont l'analyse de la concurrence fait partie. Elle s'intéresse autant à la stabilité à court terme de l'économie qu'aux tendances qui se dessinent à plus long terme. Il est bien connu à cet égard que les gestionnaires préfèrent opérer dans un environnement économique stable qui favorise l'élaboration et la mise en œuvre d'une stratégie à long terme. Dans cette perspective, la brochure met en évidence certains changements importants qui se produisent actuellement dans l'environnement de l'entreprise et qui devraient l'influencer bien au-delà de l'an 2000. Ces changements concernent le cycle des affaires, les finances publiques et la mondialisation de l'économie.

¹ François Leroux, *Introduction à l'économie de l'entreprise*, Gaëtan Morin Éditeur, 3^e éd., 1992, p. 144.

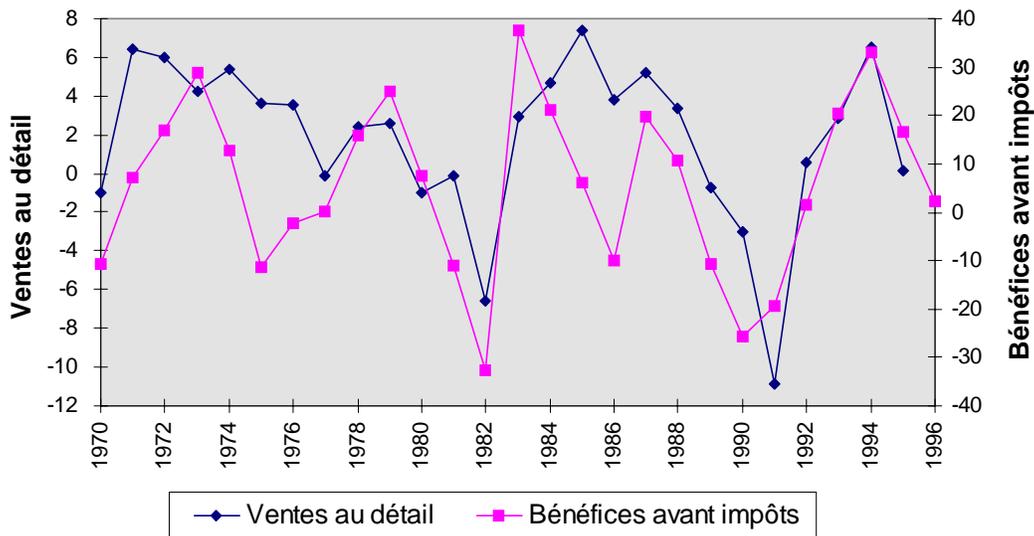
2. L'ENTREPRISE ET LE CYCLE DES AFFAIRES

Un environnement instable

L'environnement macroéconomique est constamment soumis à des perturbations plus ou moins importantes qui influencent grandement la performance des entreprises, comme l'indique l'évolution des ventes et des profits à la figure 1. Par exemple, en janvier 1988, les ventes au détail augmentaient à un rythme annuel de 6 % par an au Canada, en termes réels.² Trois ans plus tard, les entreprises commerciales voyaient leurs ventes dégringoler au taux annuel de presque 12 %. Elles ont dû attendre le printemps de 1994 pour retrouver une croissance de leurs ventes comparable à celle de 1988. Quelques mois plus tard, emportées par la vague haussière des taux d'intérêt enclenchée par les autorités monétaires américaines, les ventes au détail stagnaient de nouveau.

Au cours de cette même période, les bénéfices avant impôts des sociétés canadiennes, mesurés en dollars constants³, ont connu des variations d'une ampleur encore plus considérable. Au premier trimestre de 1988, les profits s'accroissaient de 20 % par rapport à l'année précédente pour ensuite décroître de 25 % au second trimestre de 1990. Encore une fois, les entreprises devaient attendre le premier trimestre de 1994 pour revoir une croissance significative de leurs profits. Depuis, à l'instar des ventes au détail, c'est le calme plat.

Figure 1
Les ventes au détail et les profits des entreprises (1970-1996)
(Taux annuels de variation)



² C'est-à-dire dégonflées par l'indice des prix, donc ajustées pour tenir compte de l'inflation.

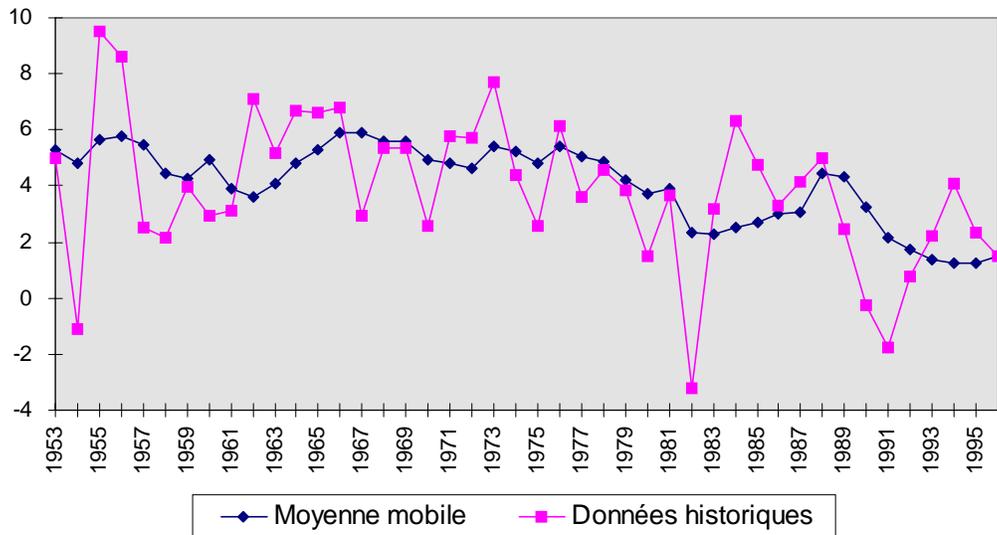
³ En termes réels ou en termes de pouvoir d'achat.

Une affaire de cycle

Le **produit intérieur brut (PIB)** est l'indicateur le plus important de la performance globale d'une économie. Le PIB rend compte de la valeur de toute la production de biens et services réalisée sur le territoire au cours d'une année. La comptabilité nationale présente deux versions du PIB : un PIB en dollars courants (PIB nominal ou en valeur) et un PIB en dollars constants (PIB réel ou en volume). La différence entre les deux PIB représente la hausse des prix des produits de l'année courante par rapport à une année de base (1986); cette hausse des prix correspond à l'inflation observée entre les deux périodes.

Le cycle des affaires est strictement défini en termes des variations du PIB réel. En fait, le PIB réel fluctue autour d'une tendance associée à la croissance de l'activité économique à long terme. La figure 2 illustre les fluctuations du PIB réel canadien autour de sa tendance (indiquée par la moyenne mobile) au cours des quelque 25 dernières années. On constate d'une part que ces fluctuations sont importantes et récurrentes mais on observe d'autre part que la tendance est nettement à la baisse, celle-ci ne dépassant pas 2 % depuis 1990. Le PIB réel évolue au-dessus de sa tendance de long terme lorsque l'économie connaît une période de croissance plus forte. Par contre, il se retrouve sous cette tendance dans les périodes de ralentissement de l'activité économique, qui se terminent souvent en récession (diminution de l'activité économique). Les récessions de 1981-1982 et de 1990-1991 sont particulièrement mises en évidence dans cette figure.

Figure 2
Le taux de croissance annuel du PIB réel canadien (1953-1996)
(Données historiques et moyenne mobile de 6 ans)



Histoire du cycle des affaires

L'intérêt manifesté par les économistes pour le cycle des affaires remonte à la Grande Dépression des années 30, devenue synonyme de chômage et de faillites généralisées. Celle-ci est considérée à juste titre comme l'épisode le plus sombre de l'histoire économique moderne. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le Canada a connu huit cycles marqués par autant de récessions qui n'ont rien de comparable à la Grande Dépression. Le cycle complet des affaires au Canada s'est étendu en moyenne sur plus de 5 ans (67 mois) mais sa durée est très variable, allant de quelques mois à plusieurs années, surtout à cause des phases d'expansion. Par exemple, la phase d'expansion la plus longue a débuté en février 1961 pour se terminer 13 ans plus tard en mai 1974. Par contre, la durée des récessions est beaucoup plus stable, soit près d'une année en moyenne (11 mois); on observe d'ailleurs une durée similaire aux États-Unis. La récession de 1981-1982 a été la plus longue (18 mois) et la plus difficile pour le Canada dans cette période d'après-guerre. Le nouvel environnement économique favorisera des cycles plus longs mais n'éliminera pas les récessions pour autant. Le cycle des affaires continuera donc d'être une caractéristique fondamentale des pays dont l'activité économique est organisée principalement autour du secteur privé.

Ce qui cause le cycle

La plupart des économistes admettent qu'il n'existe pas de cause unique pouvant expliquer les cycles d'affaires. Le mouvement cyclique de l'économie résulte probablement de nombreuses perturbations qui viennent parfois déclencher, parfois accentuer ou parfois atténuer les fluctuations de la production, de l'emploi, des ventes et des profits. L'économie subit donc périodiquement des chocs (changements imprévus et temporaires dans l'environnement) qui la font dévier de sa tendance de long terme. Ces perturbations sont surtout reliées à la demande pour les biens et services mais il arrive que des changements dans les coûts de production entraînent l'économie hors de sa route.

Du côté de la demande, les dépenses des consommateurs sont relativement importantes avec 60% des dépenses totales mais ce qui importe si on veut comprendre le cycle, c'est d'identifier les éléments plus instables qui contribuent à accentuer les fluctuations de l'économie. La consommation de biens durables (automobiles, meubles et appareils ménagers, micro-ordinateurs) entre dans cette catégorie. Il y a aussi bien sûr les activités de la construction (résidentielle et non résidentielle) reliées à l'investissement des ménages et des entreprises, et les achats de machines et d'équipement de production par les entreprises.

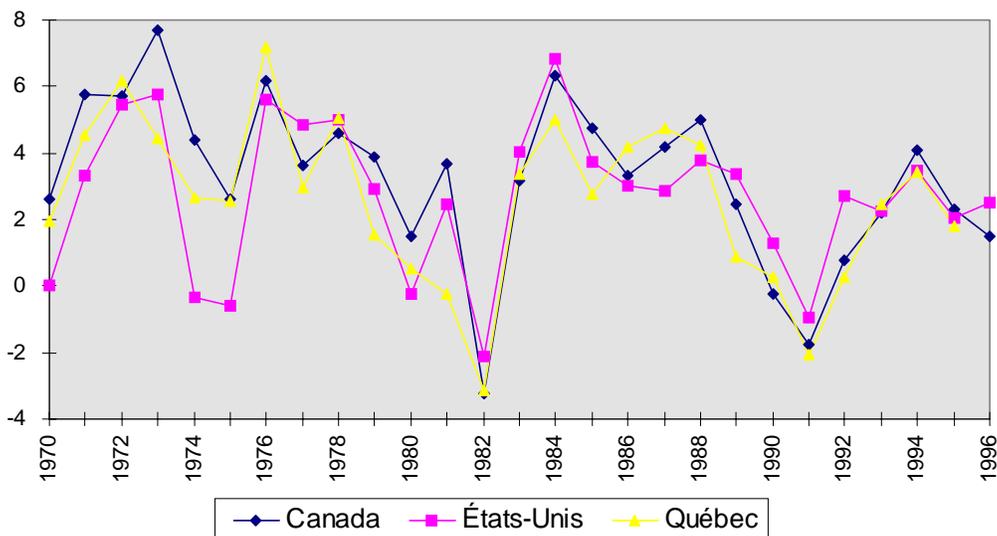
Plusieurs variables influencent les choix de consommation et d'investissement des agents économiques et constituent des causes potentielles des cycles d'affaires. En tête de liste, on trouve la politique monétaire et les taux d'intérêt dont l'influence est déterminante pour le cycle. Les deux dernières récessions au Canada (1981-1982 et 1990-1991) ont résulté directement de

politiques de taux d'intérêt élevés dans le but de lutter contre l'inflation. Ces taux d'intérêt élevés ont été importés des États-Unis au début des années 80, mais au début des années 90, ils reflétaient les conditions monétaires restrictives imposées par la Banque du Canada. Dans les deux cas, les composantes de la demande sensibles aux variations des taux d'intérêt, soient la consommation de biens durables et les dépenses d'investissement, ont écopé.

La perte de confiance des consommateurs et la réduction des bénéfices des sociétés contribuent aussi à accentuer les contractions économiques. L'accumulation de stocks a déjà été une cause importante des fluctuations économiques; on n'a qu'à penser à la Grande Dépression de 1929 pour se le rappeler. Même la récession de 1981-1982 a été accentuée par l'ampleur des inventaires (ex. automobiles); depuis cet épisode, les développements technologiques et les nouvelles approches en matière de gestion des stocks (comme le «juste à temps») ont favorisé un lien beaucoup plus étroit entre la demande et la production, réduisant par le fait même de manière significative le rôle des stocks détenus par les entreprises.

L'activité économique canadienne fluctue aussi en fonction des aléas de la conjoncture internationale, surtout américaine, puisque nous exportons maintenant aux États-Unis plus de 30 % de notre production. Comme en témoigne la figure 3, les cycles économiques au Canada et aux États-Unis sont très étroitement corrélés. Lorsque la conjoncture américaine se détériore, nous en subissons immédiatement les effets négatifs. Cela tient au fait qu'il n'y a pas de décalage important entre la baisse ou la hausse du PIB américain et les exportations canadiennes.

Figure 3
PIB réels du Canada, des États-Unis et du Québec (1970-1996)
 (Taux annuels de variation)



Le taux de change est une autre variable qui influence le cycle des affaires au Canada. Il est en quelque sorte la courroie de transmission des chocs provenant de l'environnement international, en particulier ceux qui proviennent des marchés financiers internationaux. Ainsi, la politique monétaire des banques centrales aux États-Unis, en Allemagne et au Japon influence les taux d'intérêt mondiaux et, à cause de la très grande mobilité internationale des capitaux, les taux de change. Le dollar canadien n'échappe pas bien sûr à cette logique. Une politique monétaire restrictive aux États-Unis fait augmenter les taux d'intérêt américains et y attire les capitaux étrangers. Les investisseurs vendent des actifs libellés en dollars canadiens pour les remplacer par des actifs en dollars américains, ce qui tend à déprécier le dollar canadien. Par la même logique, une baisse des taux d'intérêt en Allemagne contribue à apprécier le dollar canadien sur les marchés des changes. Les fluctuations du taux de change sont plus influencées par les mouvements de capitaux que par le commerce international. Par contre, les variations du dollar influencent les exportations et les importations mais les effets sur les volumes sont plus faibles qu'on le croit généralement et ils ne se matérialisent qu'après un long délai (entre 15 et 18 mois). Il faut donc retenir que la cause la plus importante des fluctuations des exportations est le PIB américain et non pas le taux de change du dollar canadien.

Avant 1973, les économistes expliquaient les cycles essentiellement à partir des fluctuations de la demande. Mais il arrive parfois qu'un cycle soit provoqué par un changement dans les coûts de production des entreprises. Depuis 1973, nous avons assisté à des variations spectaculaires des prix des matières premières et tout particulièrement du prix mondial du pétrole (1973, 1979 et 1985). Plusieurs variables déterminent les coûts de production des entreprises, dont les taxes indirectes (TPS, TVQ). Dans cette perspective, tout changement important dans le niveau de ces taxes influence le niveau général des prix et peut affecter le volume des ventes et de la production dans l'économie. La fiscalité influence aussi le coût des facteurs de production via par exemple les taxes sur la masse salariale et les dispositions pouvant affecter le coût du capital. L'influence des taux d'intérêt sur le coût du capital est minime car leur part des coûts est faible comparativement à celle des salaires (60-70 %). Les gains de productivité contribuent à réduire les coûts de production à court terme mais ils sont plus déterminants pour la croissance à long terme (la tendance). Enfin, le taux de change entre en ligne de compte dans la conversion en dollars canadiens des prix des intrants importés (biens intermédiaires, machines et matériel de production et matières premières).

LA CONJONCTURE ÉCONOMIQUE AU QUOTIDIEN

Le gestionnaire convaincu de l'importance du cycle des affaires pour la performance de son entreprise peut suivre l'évolution de la conjoncture économique en lisant chaque jour des journaux comme le *Globe and Mail* et le *Wall Street Journal*. Toutefois, le site WEB de Statistique Canada donne accès aux informations les plus récentes sur la conjoncture canadienne par le biais du Quotidien (<http://www.statcan.ca/quotidien>).

Stabiliser l'économie

L'épisode de la Grande Dépression a non seulement marqué l'histoire des cycles d'affaires mais il a donné lieu aux premières interventions de l'État visant à combattre le chômage. C'est à cette époque que John Maynard Keynes développa sa *Théorie générale*, une théorie macroéconomique qui tentait d'expliquer le sous-emploi persistant que l'on observait dans l'économie. Keynes attribuait la baisse de l'activité économique à une insuffisance de la demande, entretenue par la perte de confiance des consommateurs, des entreprises et des investisseurs. Il proposa alors à l'État d'utiliser son pouvoir de dépenser et de taxer pour relancer la demande, même s'il devait encourir un déficit budgétaire pour arriver à cette fin. Selon sa théorie, ce déficit devait être temporaire puisqu'il serait compensé par un surplus du même ordre lorsque l'économie aurait retrouvé un niveau d'activité correspondant au plein-emploi.

Cette politique dite *keynésienne* est une politique de stabilisation, c'est-à-dire une politique ayant pour but de minimiser les fluctuations économiques, d'amoinrir l'amplitude des cycles. Il faudra attendre la période d'après-guerre pour que les gouvernements appliquent la prescription keynésienne au mal récessionniste. La stabilité macroéconomique deviendra alors un objectif de la politique économique au même titre que la redistribution des revenus.

Pour atteindre ses objectifs de stabilisation, l'État dispose de plusieurs instruments mais ceux-ci sont essentiellement de deux ordres : budgétaire et monétaire. La **politique budgétaire** (ou fiscale) consiste à utiliser le pouvoir de dépenser et de taxer des gouvernements. La **politique monétaire** est confiée à la banque centrale, la Banque du Canada, qui dispose des moyens nécessaires pour atteindre en priorité les cibles fixées pour l'inflation tout en assurant une surveillance étroite de l'évolution du dollar canadien. La politique monétaire vise d'abord à stabiliser l'inflation, et accessoirement le taux de change; elle contribuera à soutenir la demande et à diminuer le chômage seulement dans la mesure où l'inflation et la valeur du dollar sont sous contrôle.

La politique monétaire

La politique monétaire de la Banque du Canada est formulée en priorité en fonction de cibles à atteindre sur le front de l'inflation. La banque centrale s'est engagée à maintenir l'inflation dans une fourchette définie entre 1 % et 3 % et cet objectif est valable jusqu'en 1998. Maintenir le taux d'inflation à un niveau bas et prévisible permet aux Canadiens de garder confiance dans le pouvoir d'achat de leur monnaie au fil des années. Dans le contexte canadien, cet objectif s'accompagne d'un autre, tout à fait corollaire, celui de stabiliser le taux de change du dollar canadien; au Canada, on peut difficilement contrôler l'inflation sans assurer la stabilité du dollar sur le marché des changes.

Pour atteindre ce double objectif de stabilité des prix et de stabilité du dollar, la Banque du Canada ne dispose pas de pouvoirs divins, contrairement à la croyance populaire. D'abord, **la Banque du Canada ne fixe pas les taux d'intérêt, elle les influence** dans le but d'agir sur la demande et sur les prix des biens et des services. En fait, l'action de la banque centrale s'exerce essentiellement sur les taux d'intérêt à court terme, et plus particulièrement, sur le **taux à un jour**. Ce taux varie à l'intérieur d'une fourchette cible de 50 points de base (ou 0,5 %) établie par la Banque du Canada. D'ailleurs, le taux d'escompte correspond maintenant à la borne supérieure de cette fourchette.

Le marché à un jour est le marché sur lequel les banques et les principaux courtiers canadiens empruntent des fonds à très court terme, généralement moins de 24 heures. La Banque du Canada influence très directement la quantité de liquidités disponibles en effectuant des transactions financières avec les participants. Elle peut donc agir sur le taux à un jour de manière à le maintenir à l'intérieur de la fourchette cible. De cette manière, les autorités monétaires peuvent influencer les taux à court terme (comme celui des bons du Trésor ou du papier commercial à 90 jours) et le taux de base des institutions financières. Un changement dans le taux de base entraîne généralement une variation dans le même sens des taux administrés par ces institutions (taux d'intérêt sur les dépôts et sur certains prêts). La Banque du Canada ne fixe donc pas les taux d'intérêt, elle les influence par le biais de ses interventions sur le marché à un jour.

Par ailleurs, **la Banque du Canada ne détermine pas la valeur du dollar canadien, elle ne cherche qu'à amoindrir ses fluctuations**. En effet, la valeur du dollar canadien est déterminée essentiellement par les conditions fondamentales de l'offre et de la demande de devises étrangères sur le marché des changes. Et l'offre et la demande de dollars canadiens dépendent à leur tour de la valeur des échanges commerciaux et financiers entre le Canada et le reste du monde. Bien que le Canada soit un pays très impliqué dans le commerce international, ce sont les mouvements de capitaux qui dominent le marché des changes. Ils expliquent une bonne partie des fluctuations du dollar canadien que l'on observe sur une base quotidienne. Bref, l'influence de la Banque du Canada sur les taux d'intérêt et sur le taux de change est limitée. Pourtant, ces deux variables ont une grande influence sur la demande et sur les fluctuations économiques car elles sont reliées de près à l'ensemble des conditions monétaires.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE DU CANADA

Le gestionnaire qui désire suivre la politique monétaire canadienne peut consulter le site WEB de la banque centrale (<http://www.bank-banque-canada.ca/french/intro-f.htm>). Il y trouvera des documents sur les orientations de la politique monétaire et sur sa mise en œuvre dans le contexte canadien. L'action de la banque centrale sur les taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change du dollar canadien se reflète dans l'indice des conditions monétaires (ICM) qui sert de guide aux autorités monétaires. De plus, l'écart entre les taux d'intérêt à long terme (la courbe de rendement) et à court terme est un excellent indicateur avancé (12 mois) de l'évolution du cycle des affaires.

La politique budgétaire

Le budget est, avec la monnaie, le principal instrument de politique économique et de stabilisation de l'économie. Utilisé à bon escient, il peut atténuer le cycle des affaires. Ce rôle de stabilisateur implique que le gouvernement encoure des déficits budgétaires durant les années de contraction et de récession; il suppose en revanche des surplus budgétaires en périodes d'expansion. En période de chômage élevé, le gouvernement est justifié d'encourir un déficit budgétaire. Une augmentation des dépenses et une baisse des impôts stimulent la demande de biens et de services, favorisent la production et soutiennent l'emploi, sans pour autant générer des pressions inflationnistes. Selon cette vision, l'équilibre budgétaire est un objectif moins important que l'équilibre de l'économie au niveau du plein-emploi. Mieux vaut sacrifier l'équilibre budgétaire du gouvernement que le plein-emploi des personnes.

En revanche, en période d'expansion et d'emploi élevé, le gouvernement a la responsabilité d'éviter la surchauffe. Cela exige qu'il encoure un surplus budgétaire afin de retirer du pouvoir d'achat de l'économie. En réduisant ses dépenses et en augmentant les impôts, il freine la demande, réduit les pressions sur l'appareil productif et sur le marché du travail, et contribue à contrôler l'inflation. Si le gouvernement établissait son plan budgétaire de manière à obtenir un budget équilibré en période d'activité économique «normale», c'est-à-dire quand l'économie se situe sur sa tendance à long terme, le solde budgétaire oscillerait plus ou moins régulièrement entre surplus et déficits et on n'observerait pas une croissance continue de la dette.

Le cycle des affaires devrait donc normalement mener à une forme d'alternance plus ou moins régulière entre surplus et déficits budgétaires. On s'attendrait à ce que des surplus budgétaires en période d'expansion succèdent aux déficits encourus durant les récessions, sans qu'il y ait équivalence parfaite. Cette vision de l'économie ne prévoit pas que la politique de stabilisation exige des déficits répétés et mène à l'accumulation systématique de la dette publique. Sans exclure une dette modeste, la stabilisation de l'économie devait *grosso modo* mener à un équilibre budgétaire approximatif sur la durée du cycle.

LES BUDGETS FÉDÉRAL ET PROVINCIAL

Comme vous le savez, c'est à travers le dépôt de leur budget annuel que les ministres des Finances du Canada et du Québec présentent les orientations de la politique budgétaire de leur gouvernement respectif. L'Ordre des CGA se fait un devoir chaque année de résumer dans un document les principaux changements fiscaux qui pourraient avoir une incidence sur la situation financière des particuliers et des entreprises. En revanche, le traditionnel discours sur le budget contient la politique budgétaire du gouvernement. Au niveau fédéral comme au niveau provincial, vous pouvez en consulter le texte sur le site WEB du ministère des Finances (<http://www.fin.gc.ca/fin-fra.html> au niveau fédéral et <http://www.finances.gouv.qc.ca/francais/finances.htm> au niveau provincial). Un peu plus loin dans cette brochure, il y a un encadré qui explique comment un économiste lit un budget dans le but d'évaluer la politique budgétaire du gouvernement.

Au-delà du cycle : les tendances lourdes

Il y a tout lieu de croire que la performance des entreprises continuera à suivre de près le rythme emprunté par l'activité économique globale. Toutefois, le cycle des années 90 se démarque des autres sur plusieurs points. En particulier, la stratégie monétaire appliquée par la Réserve fédérale des États-Unis favorise un environnement plus stable, même si l'économie doit en contrepartie se contenter d'une croissance tendancielle plus faible, mais davantage compatible avec le contrôle de l'inflation et la croissance de la productivité.

Le cycle actuel est aussi dominé par le développement des nouvelles technologies, la restructuration des entreprises, le redressement des finances publiques et la mondialisation de l'économie. Ces tendances lourdes ont jusqu'ici eu pour effet de ralentir la croissance de l'économie tout en modifiant la composition de la demande : moins de consommation privée et publique, plus d'investissement privé et beaucoup plus d'exportations. Pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale, les gouvernements n'ont pas été en mesure de soutenir la reprise de l'économie autant qu'ils l'avaient fait dans les cycles précédents. On a détourné la politique budgétaire de la stabilisation de l'économie pour se concentrer sur la lutte au déficit et à l'endettement. Ceci a des conséquences sérieuses mais temporaires sur la croissance économique à court terme mais il est impératif d'en examiner les enjeux à long terme, en adoptant en particulier le point de vue des entreprises.

3. L'ENTREPRISE À L'HEURE DU REDRESSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES

Une décennie sous le signe de l'austérité

Un changement important de la décennie 90 a été l'abandon, à toutes fins utiles, de l'un des rôles traditionnels de la politique budgétaire canadienne, à savoir la stabilisation du cycle des affaires (lire l'encadré sur *Comment lire un budget*). Alors que la récession de 1981-1982 avait incité le gouvernement à délier les cordons de la bourse afin de soutenir la production et l'emploi, la récession de 1990-1991 a plutôt donné suite à des compressions budgétaires comme les Canadiens n'en avaient pas vu depuis fort longtemps. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant que les entreprises aient eu à apprivoiser une réalité à la fois nouvelle et difficile : un consommateur craintif pour son emploi et cherchant à tirer le meilleur parti d'un revenu dont le pouvoir d'achat, une fois les impôts payés, diminue année après année. La grande question est : nos gouvernements avaient-ils le choix ?

Une contrainte budgétaire implacable

De bonnes intentions mais un endettement chronique

Les programmes mis en place par nos gouvernements au cours des années ont généralement visé à atteindre des objectifs louables. La croissance rapide et soutenue des années 60 et 70 facilitait grandement les choses puisque le financement de ces programmes semblait se faire sans sacrifices. Les habitudes interventionnistes se sont établies sans que l'on ne prenne note des changements importants qui commençaient à se manifester dès le milieu des années 70. Alors que s'aplatissait le sentier de croissance à long terme, les gouvernements, tant provinciaux que fédéral, continuaient de multiplier les initiatives. Les déficits temporaires cédaient le pas aux déficits chroniques et les récessions, temporaires par définition, avaient un impact permanent sur les finances publiques.

Des risques d'insolvabilité à long terme

Tout déficit budgétaire mène à l'emprunt et à l'accumulation d'une dette. Ce n'est pas la dette absolue à proprement parler qui inquiète les marchés financiers mais plutôt la relation entre la dette et le produit intérieur brut (PIB). La dette fédérale canadienne est nettement inférieure à la dette fédérale américaine et pourtant le problème de l'endettement est plus aigu au Canada qu'aux États-Unis, parce que le PIB canadien est moins élevé que le PIB américain.

Puisque le PIB correspond à la totalité des revenus générés dans l'économie domestique, il représente la matière taxable à laquelle les gouvernements peuvent puiser pour financer le service de la dette. Comme on

Comment lire un budget

Comment l'économiste lit-il le budget? Qu'y cherche-t-il? Dans une perspective de court terme, il y cherche des données qui l'informent des effets probables du budget sur le cycle des affaires et la création d'emplois. Dans une perspective de long terme, il s'intéresse à l'effet du budget sur la situation financière du gouvernement et la tendance à long terme de l'économie. Un budget peut atténuer le cycle des affaires; il peut aussi influencer la croissance tendancielle de l'économie. Il se peut donc qu'un budget orienté vers la stabilisation à court terme de l'économie soit contre-indiqué du point de vue de la tendance à long terme de l'économie.

L'économiste porte une attention spéciale au solde budgétaire. Il lui sert d'indicateur de la politique de stabilisation. Une politique expansionniste (réduction d'impôts, hausse des dépenses) gonfle le déficit budgétaire et stimule la production et l'emploi. Une politique restrictive (hausse des impôts, réduction des dépenses) réduit le déficit, freine la production et l'emploi. Mais le solde budgétaire est un indicateur imparfait parce qu'il est influencé par le cycle des affaires. Une hausse du déficit peut être due à une récession tout autant qu'à une politique expansionniste. Une baisse du déficit peut résulter d'une politique restrictive ou d'une expansion de l'économie. Selon les documents budgétaires fédéraux de mars 1996, une hausse de 1 % du PIB réel réduit le déficit d'environ 1,5 milliard de dollars en moyenne. Une baisse des taux d'intérêt de 100 points de base (1 %) réduit le déficit de 2,3 milliards en moyenne sur quatre ans, l'impact augmentant avec le passage du temps à mesure que la dette vient à échéance. L'étude du budget doit donc pouvoir identifier la variation du solde budgétaire qui est attribuable au cycle des affaires et celle qui est due à la politique économique.

Ainsi, pour interpréter correctement la politique budgétaire du gouvernement, le solde budgétaire officiel est décomposé en deux parties: une composante conjoncturelle et une composante structurelle. La composante conjoncturelle est attribuable au cycle. La composante structurelle correspond au solde budgétaire corrigé de l'influence des variations cycliques sur les recettes et les dépenses budgétaires. C'est le solde budgétaire qui serait observé si l'économie se situait sur sa tendance de long terme. Étant libre de toute influence cyclique, il dépend essentiellement de la politique économique, dont il sert à identifier l'orientation et l'ampleur.

Le solde structurel permet aussi de jauger la situation financière du gouvernement, parce qu'il s'agit en quelque sorte du solde budgétaire permanent. Un déficit conjoncturel est un déficit temporaire occasionné par la faiblesse de l'activité économique. Il est appelé à se résorber de lui-même avec le retour de l'activité économique à un niveau «normal». Mais le solde structurel est permanent au sens où il persiste même dans des conditions économiques «normales». Il est dû au plan budgétaire plutôt qu'au cycle. Un déficit structurel implique que les taux d'imposition sont trop faibles pour financer les dépenses du gouvernement quand l'économie nationale fonctionne à sa «vitesse de croisière». Reste à déterminer si ce déficit permanent est soutenable.

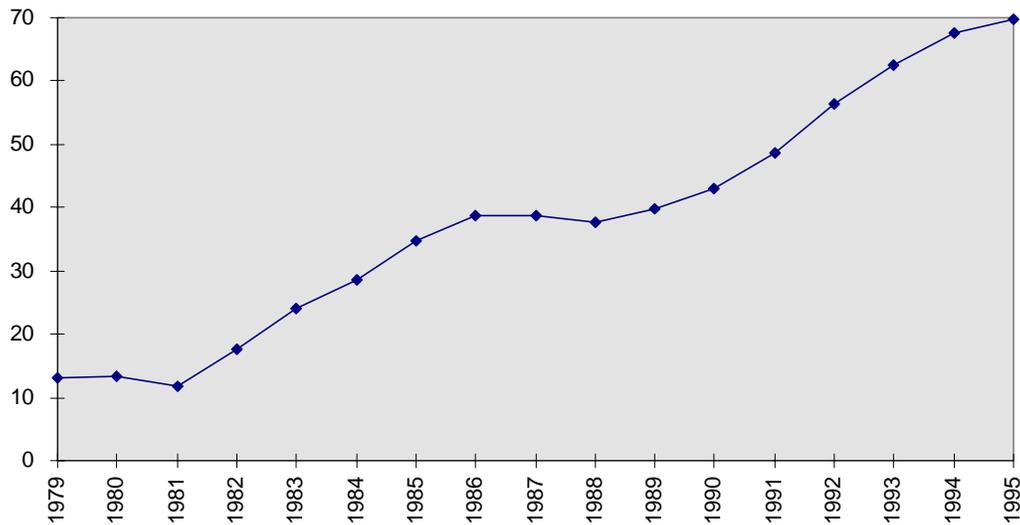
À cette fin, on soustrait du solde structurel les intérêts sur la dette pour obtenir le solde de fonctionnement structurel. Une situation financière non soutenable se caractérise par un ratio de la dette sur le PIB qui augmente sans fin. Cela risque de se produire quand le taux d'intérêt sur la dette est supérieur au taux de croissance de l'économie. Pour stabiliser le ratio de sa dette au PIB, le gouvernement doit réaliser un surplus de fonctionnement égal, en proportion de la dette en cours, à la différence entre le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance nominale de l'économie. Voilà une règle simple utilisable pour déterminer si l'effort d'assainissement des finances publiques est adéquat.

exprime souvent la dette d'un ménage en proportion de son revenu annuel pour mieux en saisir l'ampleur, on mesure la dette publique en proportion de

l'ensemble des revenus générés dans l'économie. La situation financière d'un gouvernement est insoutenable quand le ratio de la dette publique au PIB est appelé à croître indéfiniment.

Lorsque la dette augmente plus rapidement que le PIB, les intérêts sur la dette augmentent plus rapidement que les recettes fiscales du gouvernement, à moins que celui-ci ne décide d'augmenter le fardeau fiscal de ses citoyens. De toute évidence, le taux d'imposition n'est pas élastique à l'infini. Que ce soit pour des raisons de compétitivité fiscale, pour éviter l'apparition de comportements socialement répréhensibles comme le travail au noir ou l'évasion fiscale, le fardeau fiscal ne peut augmenter sans fin. Il est donc clair que le gouvernement dont la politique budgétaire permet un accroissement continu du ratio de la dette au PIB se dirige vers une situation d'insolvabilité. Cela correspond exactement à la situation dans laquelle se sont trouvés le gouvernement fédéral et bon nombre de provinces à partir du milieu des années 80. Cette situation est bien illustrée à la figure 4 qui montre l'évolution du ratio de la dette⁴ au PIB de l'ensemble des administrations publiques canadiennes.

Figure 4
Évolution du ratio dette/PIB (1979-1995)
(en pourcentage)



⁴ Il s'agit ici de la dette nette définie comme la dette brute consolidée à laquelle on retranche les actifs financiers détenus par les gouvernements. En 1995, le ratio de la dette brute au PIB approchait les 100 %. Notez enfin que la dette a été calculée sur la base des comptes nationaux.

Un œil sur les taux d'intérêt et l'autre sur la croissance économique

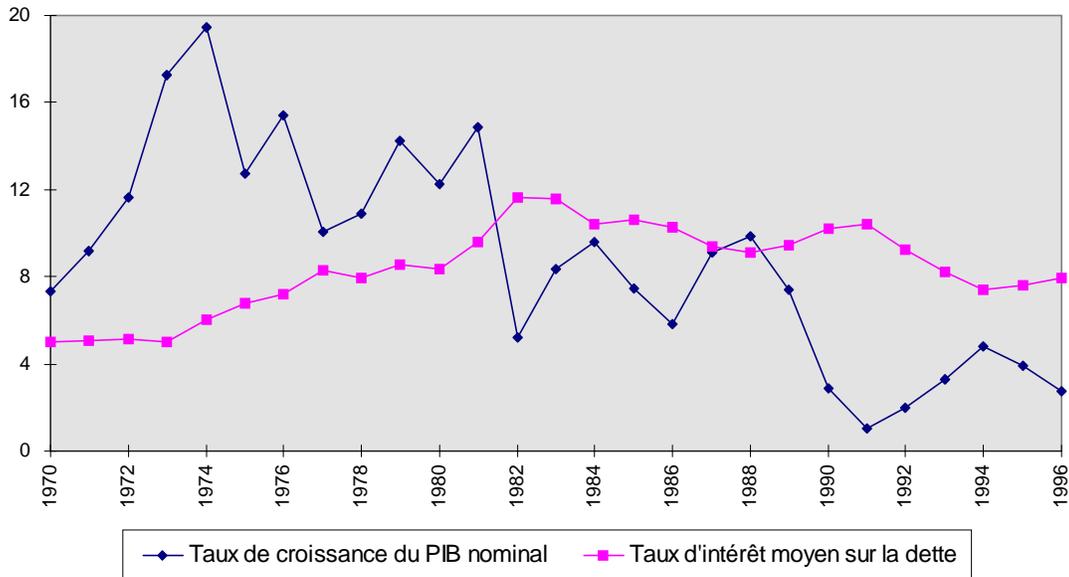
Pour mieux comprendre les variables de l'environnement économique qui affectent cette dynamique d'insolvabilité, il est utile de diviser le déficit en deux parties : le déficit de fonctionnement et le service de la dette.

La dette publique augmente chaque année d'un montant égal au déficit de fonctionnement (aussi appelé déficit primaire) augmenté des intérêts sur la dette. Le déficit de fonctionnement est égal à la différence entre les dépenses de programme et les recettes courantes du gouvernement. Quand le solde de fonctionnement est nul, les recettes couvrent exactement les dépenses de programme et le déficit est égal aux intérêts sur la dette. L'augmentation de la dette est alors égale aux intérêts sur la dette. En comparant le taux d'intérêt sur la dette au taux de croissance du PIB, on peut savoir si la dette croîtra plus ou moins rapidement que le PIB (figure 5).

Lorsque le taux d'intérêt est plus faible que le taux de croissance du PIB, la dette publique augmente moins vite que la capacité de taxer du gouvernement et le gouvernement peut se permettre d'emprunter pour financer des dépenses de programme. En revanche, quand le taux d'intérêt est plus grand que le taux de croissance, la dette croît plus vite que le PIB et le ratio dette/PIB augmente sans fin. Depuis le début des années 80, l'environnement économique a été caractérisé par des taux de croissance faibles et des taux d'intérêt élevés : c'est un environnement propice à l'explosion du ratio de la dette. Devant la perspective d'une telle explosion, les marchés financiers n'ont pas caché leur impatience et les gouvernements n'ont eu d'autre choix que de passer à l'action. Depuis lors, les budgets austères se succèdent. En comparant les figures 4 et 5, on constate aisément que le ratio de la dette au PIB s'est mis à augmenter rapidement au moment où le taux d'intérêt sur la dette a dépassé le taux de croissance de l'économie.

Les déficits chroniques sont une source de préoccupation pour une autre raison. Dans une perspective de long terme, ils tendent à réduire la croissance d'une économie. Tout déficit budgétaire doit se financer. Dans la mesure où l'épargne disponible sert à financer un déficit gouvernemental, elle ne peut pas financer les projets d'investissement privés. La ponction exercée par les déficits budgétaires sur les marchés financiers tend à faire augmenter les taux d'intérêt et à décourager l'investissement privé. Étant donné que la croissance d'une économie est étroitement liée à l'investissement, les déficits chroniques tendent à déprimer la croissance de l'économie.

Figure 5
Taux de croissance du PIB nominal et taux d'intérêt moyen sur la dette ⁵
(1970-1996)



Le Canada n'est pas un cas isolé

À quelques exceptions près, la plupart des pays industrialisés sont aux prises avec des déficits budgétaires et une dette publique représentant une proportion significative de leur PIB. Ces pays vivent aussi à l'heure des compressions budgétaires et de la restructuration gouvernementale. C'est le cas en particulier des pays européens qui ont signé le Traité de Maastricht et qui se sont engagés à créer une monnaie unique après 1999. Pour faire partie du groupe, il faut satisfaire certaines conditions: le déficit budgétaire ne doit pas dépasser 3 % du PIB et le ratio dette/PIB est limité à un maximum de 60 %. Or, actuellement, même l'Allemagne n'est pas en mesure de remplir la première exigence, pas plus que la France d'ailleurs. On comprend mieux alors pourquoi tous ces pays ont entrepris un redressement sérieux de leurs finances publiques.

Au Canada comme au Québec, les gouvernements ont établi des plans budgétaires qui élimineront les déficits au tournant du siècle et qui permettront ainsi de stabiliser ou même de réduire le taux d'endettement public. Le gouvernement fédéral semble en bonne voie de réaliser ses objectifs et le gouvernement du Québec s'applique à y arriver. L'ajustement est pénible mais on perçoit la lumière au bout du tunnel.

Des choix difficiles

⁵ Le taux d'intérêt moyen sur la dette s'applique au gouvernement fédéral. Il s'agit donc d'un minimum quand on sait que les provinces et les municipalités canadiennes empruntent à des taux d'intérêt supérieurs.

Il n'existe que deux façons d'assainir les finances publiques : augmenter les recettes et réduire les dépenses. Le niveau des impôts et des taxes étant déjà fort élevé au Canada (surtout en comparaison avec les États-Unis), beaucoup d'analystes croient que la solution passe par la réduction des dépenses. Il n'y a là rien de facile.

Environ la moitié des dépenses publiques est composée de paiements de transfert et des intérêts sur la dette. Plus on s'élève dans la structure gouvernementale, plus les paiements de transfert sont importants. Au fédéral, l'essentiel du budget est composé de transferts, le poste le plus important étant le service de la dette. C'est une dépense non directement contrôlable, une dépense incompressible sauf évolution favorable des taux d'intérêt. Les autres dépenses fédérales importantes sont les transferts aux personnes (comme les pensions de vieillesse) et les transferts aux provinces. La lutte au déficit fédéral passe donc obligatoirement par une réforme de ces transferts.

Les conséquences sont immédiates sur les finances publiques provinciales. L'assainissement des finances provinciales requiert nécessairement des mesures en santé et en éducation, secteurs qui accaparent le gros du budget. Cela ne signifie pas que les autres postes de dépense sont à l'abri. Toute dépense doit être revue pour déterminer si elle mérite d'être maintenue. Toutes les avenues doivent être explorées et tous les secteurs mis à contribution. Mais le potentiel d'économies budgétaires est évidemment plus important là où les dépenses sont les plus élevées.

De plus, dans le contexte budgétaire actuel, les entreprises doivent s'attendre à ce que l'aide gouvernementale leur soit fournie au compte-gouttes. Toute intervention publique justifiée risque de prendre la forme d'une réglementation plutôt que d'une dépense publique, la réglementation ayant l'avantage d'être peu coûteuse pour les gouvernements.

Peut-être y a-t-il encore quelques avenues à explorer du côté des recettes. Mais il ne faut pas croire qu'on peut combler les déficits budgétaires en faisant payer les «autres», c'est-à-dire les riches et les sociétés. En définitive, ce sont toujours des personnes qui paient les impôts. Ce ne sont pas des compagnies impersonnelles qui supportent en bout de ligne l'impôt sur les bénéfices des sociétés, ce sont des personnes, qu'elles soient actionnaires, employées ou clientes de ces sociétés. N'oublions pas que les caisses de retraite sont des actionnaires importants.

Chaque poste du budget a commencé à faire l'objet d'un examen poussé pour déceler les économies possibles et les sources de financement additionnel. La privatisation d'entreprises publiques n'est pas une véritable solution : elle n'améliore pas le bilan de l'État puisqu'elle consiste à vendre des actifs pour réduire la dette. Elle peut toutefois se justifier sur une base de rationalisation et

d'efficacité des activités. À cet égard, la sous-traitance est une option à explorer. Dans le même ordre d'idées, la tarification des services publics est une avenue prometteuse, avec des réserves évidentes dans le domaine de la santé et de l'éducation primaire et secondaire. C'est au niveau municipal, où la part budgétaire attribuée aux services publics est la plus grande, que la tarification offre le plus de possibilités. En principe, il est toujours préférable de faire payer l'utilisateur, le bénéficiaire des services publics, plutôt que le contribuable. Ce principe se défend à la fois sur le plan de la justice et de l'efficacité. La tarification pourrait prendre une forme inattendue et quasi fiscale. Par exemple, la lutte à la pollution se fait souvent par la voie de la réglementation. Elle pourrait se faire au moyen de taxes vertes ou encore de droits de pollution. Elle serait alors une source de recettes additionnelles pour les gouvernements concernés.

Au-delà de l'an 2000

En supposant que nos gouvernements atteignent les cibles budgétaires qu'ils se sont fixées, la prochaine décennie sera fort différente de celle qui s'achève. La fin des compressions budgétaires à répétition permettra sans doute à l'économie canadienne de croître à un rythme voisin de son potentiel. Il y a aussi fort à parier que l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains se maintiendra à un niveau beaucoup plus faible qu'au début des années 90.

Par ailleurs, l'obsession de la lutte au déficit risque d'être remplacée par un débat beaucoup plus nuancé sur le rôle du gouvernement dans l'économie. La question du fardeau fiscal des particuliers sera fort probablement en tête de liste de ce débat. Mais, en même temps, de nombreuses voix se feront entendre en faveur d'un réinvestissement dans certains programmes gouvernementaux. Ce qui semble certain cependant, c'est que l'ère de l'intervention à tout crin est révolue.

Plutôt que d'orienter l'activité économique, le rôle des gouvernements consistera à maintenir un environnement économique, financier, politique et juridique stable et à fournir l'encadrement nécessaire au fonctionnement harmonieux des marchés. C'est déjà tout un programme, n'en exigeons pas davantage. D'ailleurs, un sain réalisme est de mise quant à la capacité de nos gouvernements d'influer de façon utile sur le cours de l'économie à l'heure de la mondialisation.

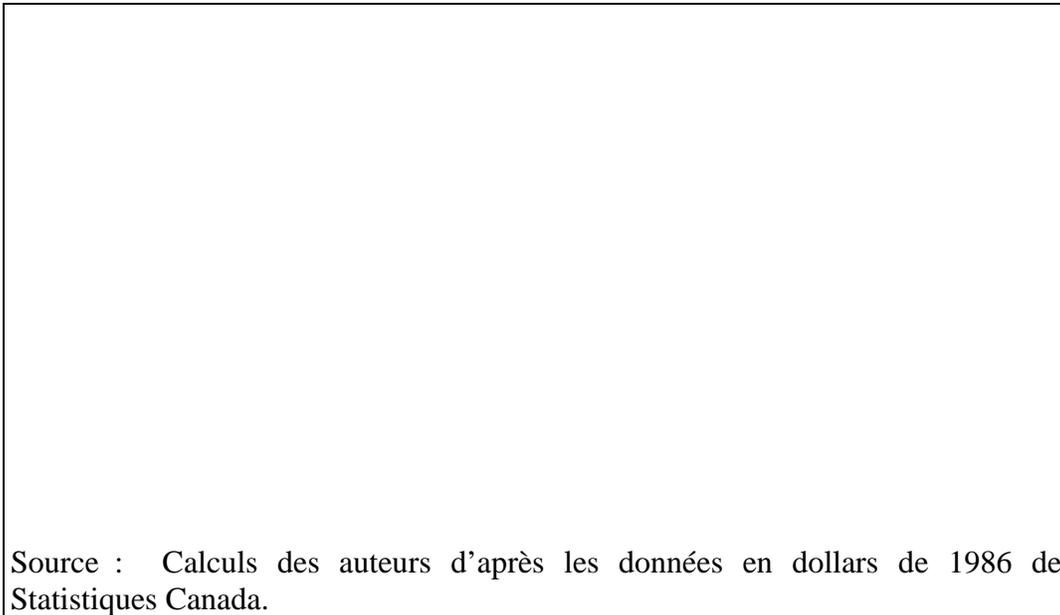
4. L'ENTREPRISE À L'HEURE DE LA MONDIALISATION

La mondialisation et l'économie canadienne

Nul doute que si l'on s'amuse à faire l'inventaire des termes à la mode tant dans le monde politique que dans le monde des affaires, le terme *mondialisation* occuperait l'une des premières places au palmarès. Pourtant et peut-être même en raison de cette popularité, il s'agit de l'un de ces termes impossibles à définir de manière précise. À défaut d'une telle définition, on ne peut que constater une chose : les marchés de nos entreprises, grandes ou petites, s'internationalisent rapidement.⁶

Figure 6

La répartition du PIB canadien entre le marché intérieur et les exportations



Alors qu'en 1976 le marché intérieur absorbait 80 % de la production finale de biens et services au Canada, il n'en absorbait plus en 1996 que 57 %, le gros de ce changement s'étant produit au cours des dix dernières années seulement. Pour beaucoup d'entreprises canadiennes et québécoises, un changement aussi rapide et d'une telle ampleur, représente rien de moins qu'une mutation profonde de leur environnement d'affaires.

L'environnement commercial

⁶ Les termes *mondialisation*, *internationalisation* et *globalisation* sont souvent utilisés comme synonymes. Pour les besoins du texte, le terme *internationalisation* se réfère d'abord à l'importance des activités d'exportation et d'importation tandis que les deux autres incorporent l'idée de la diversification géographique de ces mêmes activités.

Un phénomène mondial

L'émergence de l'international dans le champ décisionnel quotidien de nos entreprises a été spectaculaire mais il ne faut pas ignorer le contexte plus vaste dans lequel elle s'inscrit. Sous la houlette du GATT, devenu OMC (Organisation Mondiale du Commerce) en 1994, les barrières tarifaires ont été successivement réduites depuis la dernière guerre mondiale. L'Europe s'est reconstruite autour d'un projet d'intégration continentale défini de manière chaque fois plus ambitieuse. Le mur de Berlin a été démoli. Le Japon et le continent asiatique ont connu un développement fulgurant et la Chine s'est ouverte aux investissements et au commerce. L'Amérique latine a révisé ses politiques autarciques traditionnelles et est redevenue un pôle de croissance important de l'économie mondiale. Finalement, avec l'abaissement des coûts de transport et de communication et la diffusion rapide de l'Internet, le village global annoncé par MacLuhan devient pratiquement une réalité.

Il y a plusieurs manières de s'intégrer à l'économie mondiale. La plupart des pays optent d'abord pour une meilleure intégration régionale et cherchent ensuite, seuls ou en bloc, une meilleure intégration à l'échelle globale. L'Union Européenne et le Mercosur (regroupant l'Argentine, le Brésil, le Paraguay et l'Uruguay) négocient en bloc. Le Canada, les États-Unis et le Mexique, bien que liés par l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA), gardent chacun l'autonomie de leur politique commerciale vis-à-vis du reste du monde. Le Canada vient d'en faire la preuve en signant un traité de libre-échange avec le Chili sans que cela n'implique les États-Unis ou le Mexique.

L'internationalisation rapide de l'économie canadienne cache toutefois une certaine faiblesse sur laquelle nous revenons plus loin : les États-Unis demeurent de très loin le principal partenaire commercial du Canada. Nos entreprises ont pourtant tout intérêt à ce que leur théâtre d'opération s'élargisse. Les résultats des prochaines années seront à la mesure des efforts qui sont, et seront, faits aux quatre coins de la planète.

PROSPECTER LES MARCHÉS ÉTRANGERS

Pour bien connaître le marché que l'on cible à l'étranger, rien de tel qu'une mission sur place. Avant d'en arriver là toutefois, il faut être bien informé. À l'heure de l'autoroute de l'information, citons deux adresses électroniques fort utiles : celle du Ministère des Affaires étrangères et du commerce international (MAECI), <http://www.dfait-maeci.gc.ca/>, et celle de STRATEGIS (Ministère de l'industrie et du commerce du Canada), <http://strategis.ic.gc.ca/>.

Vivre le libre-échange

Le libre-échange a ses coûts et ses avantages. Certaines entreprises réalisent qu'elles sont en mesure d'écouler une partie de leur production à l'extérieur du pays à des prix qui compensent largement leurs coûts de production, d'expédition et de commercialisation. En souhaitant exploiter une telle opportunité pour le bénéfice de leurs actionnaires, elles réalisent de nouveaux investissements et créent des emplois. Ce processus est créateur de valeur ajoutée. D'autres entreprises voient cependant des concurrents internationaux leur ravir des parts de marché. C'est le cas, entre autres, des entreprises dont les coûts de production sont supérieurs aux prix de leurs concurrentes internationales. À défaut de pouvoir s'adapter, ces entreprises risquent au mieux de connaître un déclin, au pire de disparaître.

Lorsque l'activité économique se déplace ainsi des secteurs en concurrence avec les importations vers les secteurs exportateurs, l'emploi et les investissements se déplacent des secteurs où la valeur ajoutée est relativement faible vers les secteurs où elle est relativement élevée. Les revenus gagnés à l'exportation font alors plus que compenser les revenus perdus dans les secteurs en concurrence avec les importations. L'adaptation est pénible pour certains mais à long terme on ne peut qu'y gagner puisque nos entreprises ont accès à un marché plus vaste. Cette logique de spécialisation est celle des *avantages comparatifs*.

Les secteurs dont la performance relative en termes de productivité et de maîtrise des coûts est la meilleure sont en tête de liste des avantages comparatifs. Traditionnellement, le Canada et le Québec sont des exportateurs nets de biens incorporant des matières premières comme le bois d'oeuvre et le papier : nos entreprises jouissent d'un avantage comparatif dans ces secteurs. Cet avantage a été acquis en raison des caractéristiques de nos sols et de notre climat mais aussi en raison des investissements réalisés au cours des siècles. Toutefois, les avantages comparatifs ne sont pas immuables. Ils peuvent changer avec l'investissement, l'innovation technologique, la formation des ressources humaines et les changements dans notre abondance relative en ressources naturelles. La nature des avantages comparatifs du Canada est sans doute en train de changer en profondeur.

En définitive, le succès de nos entreprises, tout comme notre prospérité collective, continue de dépendre de notre capacité à produire de manière efficace les biens et services adaptés aux besoins des consommateurs. Simplement, le libre-échange augmente les dimensions du terrain où se trouvent les opportunités, où se joue la compétition et où se prennent les décisions.

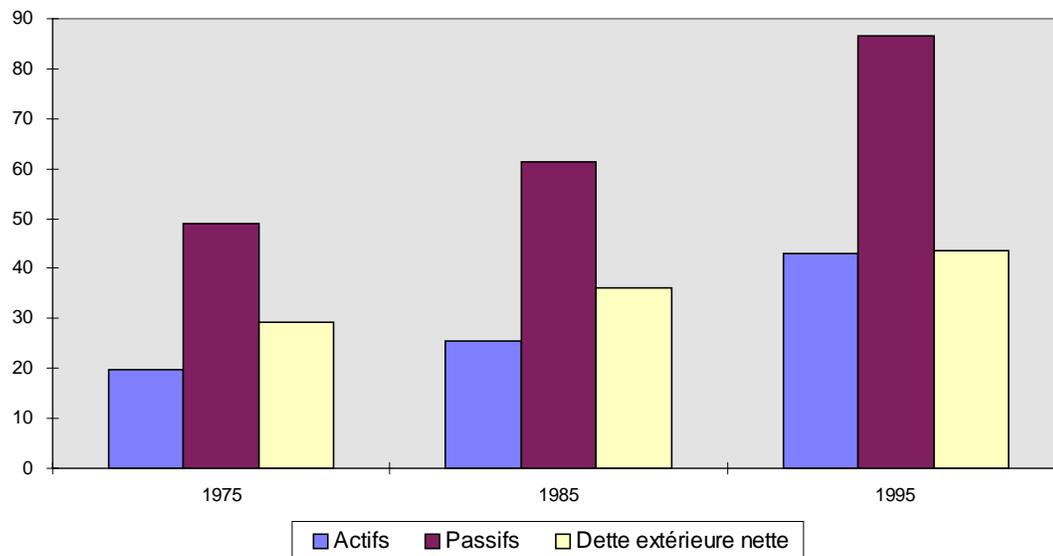
L'environnement financier

Le commerce n'est pas la seule porte d'entrée des influences extérieures sur la performance de l'économie canadienne. En fait, l'intégration de l'économie canadienne à l'économie internationale est peut-être encore plus grande sur le plan financier.

Un pays qui fait largement appel à l'épargne extérieure

De 1975 à 1995, le passif extérieur du Canada est passé de 49% à plus de 86% du PIB et, fait notable, la part occupée par les investissements directs étrangers dans ce passif a littéralement fondu, passant de 50 % à seulement 25 % de la dette totale.⁷ En clair, cela signifie que les non-résidents détiennent une quantité impressionnante de titres canadiens. La grande majorité de ces titres est négociable tous les jours.

Figure 7
Le bilan du Canada
(en % du PIB nominal)



Source : Calculs des auteurs selon les données du ministère des Finances du Canada.

Quotidiennement donc, les détenteurs de ces titres doivent se poser la question de l'utilité de les garder dans leur portefeuille de placement. Et peu

⁷ La dette externe brute représente la somme de tous les engagements que les résidents canadiens (gouvernements, entreprises et personnes confondus) ont accumulé envers les non-résidents. Outre les investissements directs étrangers, elle comprend l'ensemble des obligations et actions négociables canadiennes dont le détenteur réside à l'étranger.

importe le pays de résidence des épargnants, l'intérêt qu'il y a à conserver les titres canadiens dépend du rendement qu'ils offrent par rapport au rendement offert sur les titres comparables émis sous d'autres cieux. Les entreprises canadiennes comme les gouvernements provinciaux et fédéral sont donc en concurrence avec les gouvernements et les entreprises de l'ensemble des pays de la planète lorsqu'ils font appel à l'épargne étrangère pour financer leurs investissements ou leurs déficits budgétaires.

La concurrence est également vive lorsqu'il s'agit de faire appel à l'épargne nationale puisque les Canadiens aussi dirigent une partie de leur épargne à l'acquisition de titres étrangers. Lorsque l'on retranche du passif les titres étrangers détenus par les Canadiens, l'endettement international net du Canada demeure tout de même impressionnant puisqu'il atteint près de 44 % du PIB, un chiffre qui reflète pour beaucoup l'incidence des déficits budgétaires passés de nos gouvernements. La mobilité des capitaux entre le Canada et le reste du monde est donc très grande et cette situation a une incidence directe sur la formation des taux d'intérêt au Canada.

La formation des taux d'intérêt dans un marché globalisé

Les forces qui s'exercent sur la formation des taux d'intérêt sont complexes et nombreuses. Le rôle de l'analyse économique est précisément de réduire cette complexité. C'est ainsi qu'en anticipant l'évolution probable d'un nombre limité de déterminants fondamentaux, on peut en arriver à se faire une bonne idée de l'évolution probable des taux d'intérêt.

La tendance à long terme des taux d'intérêt obéit aux flux d'épargne et d'investissement. Une croissance économique vigoureuse dépend d'un niveau d'investissement élevé et, comme il faut de l'épargne pour investir, la croissance dépend de l'abondance de l'épargne. On définit l'épargne nationale comme la somme de l'épargne des entreprises, des ménages et des gouvernements. C'est donc dire qu'en faisant des déficits budgétaires, nos gouvernements réduisent l'épargne disponible pour fins d'investissement. Une accélération de la croissance économique qui ne serait pas accompagnée d'une hausse de l'épargne disponible (par le biais d'une réduction des déficits budgétaires ou d'une hausse de l'épargne privée) finirait par se heurter à une pénurie de fonds. La hausse des taux d'intérêt qui en résulterait aurait tôt fait de ramener la croissance sur un sentier plus faible. En revanche, une hausse de l'épargne disponible qui ne serait pas accompagnée dans l'immédiat d'une hausse de l'investissement entraînerait une abondance de fonds et la diminution des taux d'intérêt qui en résulterait finirait par stimuler un investissement plus élevé et une croissance plus forte.

La globalisation des marchés financiers ne change rien à cette réalité fondamentale. Simplement, au lieu d'être dictée par la seule évolution de l'épargne et de l'investissement au Canada, la tendance de nos taux d'intérêt

réagit également à l'investissement et à l'épargne réalisés à l'extérieur du pays. Pour que les taux d'intérêt s'établissent à des niveaux modérés dans un contexte de saine croissance économique, il faut donc que l'épargne mondiale soit élevée. En pratique, cela est le cas lorsque les grandes puissances économiques affichent des taux d'épargne élevés. Lorsque les gestionnaires de nos entreprises cherchent à prévoir l'évolution des taux d'intérêt au Canada, ils ne peuvent plus ignorer l'incidence du déficit budgétaire américain, des bénéfices non répartis des sociétés allemandes ou du taux d'épargne des ménages japonais. Et puisque les grandes banques centrales sont souvent capables de faire dévier les taux à court terme de leur tendance de long terme, il faut avoir à l'oeil tout autant les gestes de la Réserve Fédérale Américaine et de la Bundesbank que les gestes de la Banque du Canada. C'est tout cela la globalisation !

L'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change

Dans l'ensemble, la globalisation des marchés financiers constitue une bonne affaire pour les entreprises canadiennes et québécoises. Sans elle, en particulier en raison des pressions qu'ont exercé sur l'épargne disponible les déficits répétés de nos gouvernements, elles auraient dû faire face à des coûts de financement plus élevés qu'autrement. Toutefois, la globalisation a également son côté moins intéressant. Il est possible qu'elle contribue à une instabilité des taux d'intérêt et du taux de change beaucoup plus grande qu'auparavant. Pour les entreprises faiblement capitalisées et n'atteignant le seuil de rentabilité que lorsque la valeur du dollar canadien évolue à l'intérieur d'un corridor étroit, les variations brusques du taux de change et des taux d'intérêt font souvent toute la différence entre les profits records et la clé dans la porte.

UN TAUX DE CHANGE IDÉAL ?

On s'interroge souvent sur la valeur idéale du taux de change. Le dollar canadien devrait-il valoir 70 cents US ou 85 cents US. À vrai dire, il existe autant de taux de change idéaux que d'intérêts économiques en jeu. La revue britannique *The Economist* (dont l'adresse électronique est le <http://www.economist.com/>) popularise depuis quelques années un indice du taux de change d'équilibre appelé *indice Big Mac*. Selon cet indice, le taux de change devrait s'établir à un niveau qui égalise les prix du Big Mac entre les grandes capitales du monde. Bien que cette vision ait un objectif humoristique évident, elle permet de se faire une idée de l'évolution du pouvoir d'achat de notre dollar lorsque la globalisation nous mène aux quatre coins du monde.

La détermination du taux de change

Le taux de change est largement influencé par les changements de composition des portefeuilles de placement faisant suite à une modification des écarts de rendement, des primes de risque et des anticipations de taux de change futur. Supposons que i^c représente le rendement offert sur un placement en devise canadienne alors que i^{us} représente le rendement offert sur un placement similaire en devise américaine. Les investisseurs seront satisfaits de la composition de leur portefeuille entre les titres canadiens et américains lorsque :

$$i^c = i^{us} + pr + da$$

où **pr** désigne la prime de risque associée aux titres canadiens et **da** la dépréciation anticipée du dollar canadien au cours de la période de détention du titre.

Autrement dit, pour que les investisseurs ne voient aucun intérêt à modifier la composition de leur portefeuille, il faut que le rendement sur les titres canadiens, ajusté pour le risque perçu et les anticipations de taux de change futur, soit égal au rendement sur les titres américains. En pratique, cette relation est quotidiennement mise à l'épreuve et cela engendre d'importants mouvements de capitaux entre le Canada et les États-Unis.

Vers la fin des années 1980 et au début des années 1990, les taux d'intérêt canadiens se sont mis à grimper par rapport aux taux d'intérêts américains. Puisque cette hausse ne pouvait être attribuable ni à une prime de risque accrue ni à une dépréciation anticipée du dollar canadien, l'engouement des investisseurs pour les titres canadiens n'a pas tardé à se faire sentir. Et dans ce contexte, plutôt que d'anticiper une dépréciation du dollar canadien, les marchés se sont mis à anticiper une appréciation (un **da** négatif). Le dollar canadien a alors commencé une impressionnante ascension qui l'amena à près de 90 cents américains au cours de l'été 1991.

La grande crainte des économistes, c'est que les marchés financiers exagèrent les mouvements du taux de change. On peut souhaiter acquérir des titres canadiens simplement par ce que l'on s'attend à ce que le dollar canadien s'apprécie plus tard par rapport aux autres devises. Lancés sur cette voie, les marchés risquent de pousser la valeur du dollar canadien au-delà de ce que la santé générale de l'économie justifie. On dit alors que le dollar canadien est en proie à une bulle spéculative. Les économistes craignent ces bulles puisqu'en éloignant le taux de change de sa valeur fondamentale à long terme, elles peuvent causer des torts considérables à l'économie en même temps qu'elles annoncent une correction potentiellement brutale dont le moment de réalisation est difficile à prévoir.

Quels sont les remèdes à apporter à l'instabilité du taux de change ? Du point de vue des politiques économiques de nos gouvernements : une inflation faible dans le contexte d'une politique monétaire stable et la résolution des problèmes budgétaires de nos gouvernements. Du côté des entreprises, une productivité et une flexibilité accrues leur permettant d'être rentables à l'intérieur d'un large spectre de taux d'intérêt et de taux de change.

On estime que les transactions effectuées sur les marchés de change de la planète dépasse les 650 milliards de dollars américains par jour (30 milliards de dollars américains pour les transactions impliquant l'achat ou la vente de dollars canadiens). Lorsque de telles sommes sont en jeu, on ne peut s'étonner des répercussions qu'ont les modifications de composition des portefeuilles de placement sur les taux de change et les taux d'intérêt.

Pour un investisseur dont l'univers de référence est le dollar américain, l'anticipation d'une dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain a la même signification que l'anticipation d'une perte en capital. S'il juge que le rendement offert sur les obligations canadiennes ne le compense pas adéquatement pour cette perte anticipée, les conditions sont réunies pour une hausse des taux canadiens et une dépréciation immédiate du dollar canadien. Le mouvement est inverse si l'investisseur anticipe une hausse de la valeur du dollar canadien. Dans un sens comme dans l'autre, nous avons là un lien entre le taux de change présent et le taux de change anticipé dont le potentiel déstabilisateur est très grand (voir encadré).

Les défis internationaux de l'entreprise canadienne

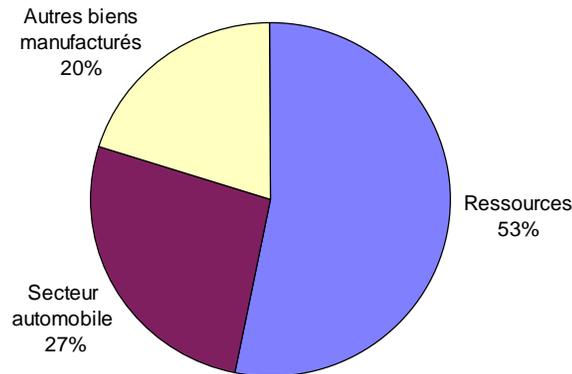
L'internationalisation réussie d'un bon nombre d'entreprises canadiennes constitue l'une des bonnes nouvelles économiques des années 90. Sans elle, la croissance de l'économie canadienne aurait sans doute été proche du point zéro. Cette internationalisation a ses points forts mais aussi ses points faibles. On peut en résumer les grandes tendances par le contraste suivant. L'économie canadienne dépend de moins en moins des ressources naturelles pour assurer sa prospérité. En même temps cependant, elle dépend de plus en plus du seul marché américain.

Une économie moins dépendante à l'égard des ressources ...

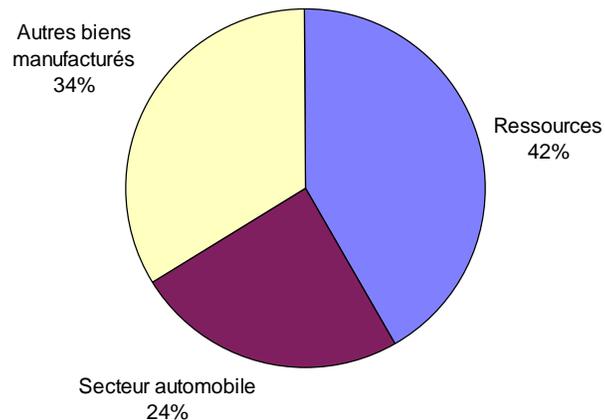
L'exportation des produits liés aux ressources naturelles demeure importante. Toutefois, l'importance de ce secteur dans la structure des avantages comparatifs de nos entreprises est en net recul. En 1988, juste avant l'entrée en vigueur du traité de libre-échange avec les États-Unis, les produits reliés directement aux ressources naturelles représentaient 53% des exportations totales de marchandises du Canada. En 1995, ces exportations ne représentaient plus que 42 % du total, alors que la part des produits manufacturés excluant le secteur de l'automobile bondissait de 20 % à 34 %.

Figure 8

Structure des exportations canadiennes 1988



1995



Source : Banque du Canada.

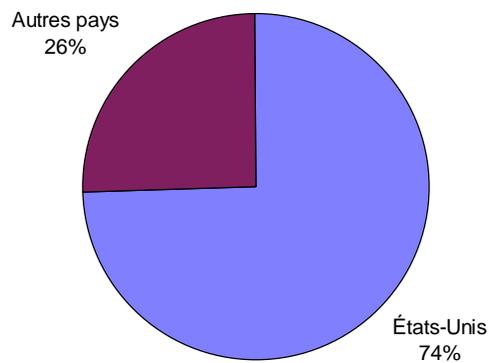
Ce développement est intéressant à bien des égards en même temps qu'il est source d'interrogations. Nos entreprises s'affirment sur des marchés moins traditionnels où l'innovation, le savoir-faire et la recherche d'une qualité toujours plus grande comptent davantage que les dotations en ressources légués par la nature. C'est bon signe. Parallèlement, il faut reconnaître que la concurrence est féroce et que le maintien de cette percée dépend de notre capacité de maintenir le rythme. Ce n'est pas uniquement une question de contrôle des coûts. Plus que jamais, maintenir le rythme implique une quête incessante de qualité et de productivité. Cela suppose le parti pris de l'innovation et une main-d'œuvre adéquatement éduquée et formée.

... mais de plus en plus dépendante des États-Unis

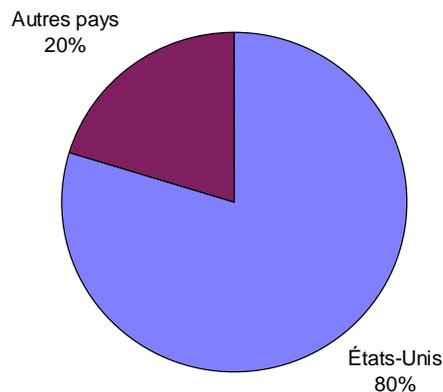
En même temps, l'économie canadienne dépend de plus en plus du marché américain pour réaliser la spectaculaire poussée de ses exportations. Il y a à cela plusieurs raisons. La signature de l'ALÉNA constitue un fort stimulant à l'intégration continentale et le poids économique des États-Unis en Amérique du Nord est tout simplement colossal. Ensuite, l'économie américaine a connu une performance remarquable au sortir de la dernière récession, ce qui en a fait un marché privilégié pour tous les pays exportateurs de la planète.

C'est ainsi que de 1988 à 1995, la part des exportations canadiennes destinée au marché américain est passée de 74 % à 80 %. Voilà tout le paradoxe de l'internationalisation de l'économie canadienne. Nos entreprises exportent plus que jamais mais peu d'entre elles sont présentes de manière significative à l'extérieur des limites de l'Amérique du Nord.

Figure 9
Destination des exportations canadiennes
1988



1995



Un peu à la manière d'un portefeuille financier qui ne contiendrait que des actions et aucun autre titre financier, l'économie canadienne met tous ses œufs dans le même panier et prend des risques vis-à-vis de l'avenir. Ce choix s'est

avéré très judicieux au cours des années 90 mais l'histoire ne se répète pas toujours. Le défi de la prochaine décennie sera celui d'une plus grande diversification de nos marchés.

5. CONCLUSION

Il ne faut jamais jurer de l'avenir. Il nous réserve toujours des surprises, surtout quand on pense l'avoir apprivoisé. Mais on peut sans doute prévoir, sans risque de se tromper, que le changement est de plus en plus inscrit à l'ordre du jour. L'ouverture croissante des économies nationales et leurs nombreuses interdépendances font qu'elles sont soumises à des chocs, des perturbations de toute sorte ayant leur origine dans tous les coins du monde. Cela requiert de la part des agents économiques une grande capacité d'adaptation. Pour les entreprises, il y va de leur survie.

Dans cette brochure, nous avons identifié des tendances lourdes qui influencent la performance de l'entreprise, certaines de manière positive, d'autres un peu moins. De plus, des défis importants émergent de ces tendances. Tout d'abord, il y a tout lieu de croire que la performance des entreprises continuera à suivre de près le rythme emprunté par l'activité économique globale. Toutefois, la stratégie monétaire de la Réserve fédérale américaine et de la Banque du Canada assurent un environnement macroéconomique plus stable au niveau de l'inflation et de la croissance. Cette stabilité favorisera une meilleure performance de la part des entreprises. Par contre, les entreprises doivent composer de plus en plus avec la volatilité des marchés financiers internationaux ; cette volatilité est particulièrement évidente du côté des taux d'intérêt et du taux de change. Voilà un premier défi de taille à relever pour les entreprises dans le contexte canadien.

Sur le plan des finances publiques, en supposant que nos gouvernements atteignent les cibles budgétaires qu'ils se sont fixées, la prochaine décennie sera fort différente de celle qui s'achève. L'obsession de la lutte au déficit risque d'être remplacée par un débat beaucoup plus nuancé sur le rôle du gouvernement dans l'économie. De nombreuses voix se font déjà entendre en faveur d'un réinvestissement dans certains programmes sociaux au détriment d'une réduction du fardeau fiscal ou encore d'un remboursement partiel de la dette publique. Il y a là un second défi pour les entreprises, celui de participer au débat sur le partage des dividendes résultant du redressement des finances publiques.

Enfin, la mondialisation de l'économie est devenue une réalité incontournable pour toutes les entreprises, même pour celles dont les affaires dépendent essentiellement du marché intérieur. L'environnement commercial et financier de l'entreprise canadienne s'est internationalisé avec le libre-échange et la mobilité des capitaux. Cette internationalisation a ses points forts mais aussi ses points faibles. On peut en résumer les grandes tendances par le contraste suivant. L'économie canadienne dépend de moins en moins des ressources naturelles pour assurer sa prospérité. En même temps cependant, elle dépend de plus en plus du seul marché américain. Dans ce contexte, la diversification géographique de notre commerce international représente un troisième défi pour les entreprises canadiennes et québécoises.

BIBLIOGRAPHIE

Harris, Richard G. *Le taux de change et la compétitivité internationale de l'économie canadienne*, Étude préparée pour le Conseil Économique du Canada, 1992, 66 pages.

Harris, Richard G. *Trade, Money and Wealth in the Canadian Economy*, C.D Howe Institute, Benefactors Lecture, 1993, 59 pages.

Krugman, Paul R. *Exchange-Rate Instability*, MIT Press, Cambridge (Massachusetts), 1989, 122 pages.

Osberg, L. et Fortin, P. (Éd.), *Unnecessary Debts*, James Lorimer & Co., Toronto, 1996, 200 pages.

Marchon, Maurice, *Prévoir l'économie pour mieux gérer*, Éditions Québec Amérique, Collections HEC, Montréal, 1994, 339 pages.

Paquette, P. et Siccareccia, M. (Éd.), *Les pièges de l'austérité : dette nationale et prospérité économique*, Presses de l'Université de Montréal, Montréal, 1993, 270 pages.

Robson, W.B.P. et Scarth, W.M., *Deficit Reduction : What Pain ? What Gain ?*, C.D. Howe Institute, Toronto, 1994, 336 pages.

Tremblay, Miville, *Le pays en otage - Le financement de la dette publique*, Éditions Québec Amérique, Montréal, 1996, 345 pages