



*Les cahiers de  
l'Institut économique  
de Montréal*

**Marcel Boyer**

Économiste principal à l'Institut économique de Montréal  
Professeur émérite de sciences économiques à l'Université de Montréal  
Fellow du CIRANO et de l'Institut C.D. Howe

# La crise économique et ses conséquences sur l'emploi

Décembre 2009





*Institut  
économique  
de Montréal*

*Des idées pour enrichir le Québec*

1010, rue Sherbrooke O.,  
bureau 930  
Montréal (Québec)  
H3A 2R7, Canada

Téléphone : (514) 273-0969  
Télécopieur : (514) 273-2581  
Site Web : [www.iedm.org](http://www.iedm.org)

L'Institut économique de Montréal (IEDM) est un organisme de recherche et d'éducation indépendant, non partisan et sans but lucratif. Il œuvre à la promotion de l'approche économique dans l'étude des politiques publiques. Fruit de l'initiative commune d'entrepreneurs, d'universitaires et d'économistes, l'IEDM ne reçoit aucun financement gouvernemental.

Les opinions de l'auteur de la présente étude ne représentent pas nécessairement celles de l'IEDM ou des membres de son conseil d'administration. La présente publication n'implique aucunement que l'IEDM ou les membres de son conseil d'administration souhaitent l'adoption ou le rejet d'un projet de loi, quel qu'il soit.

Reproduction autorisée à des fins éducatives et non commerciales à condition de mentionner la source.

Infographie : Valna Graphisme & Impression

© 2009 Institut économique de Montréal

ISBN 978-2-922687-28-7

Dépôt légal : 4<sup>e</sup> trimestre 2009  
Bibliothèque et Archives nationales du Québec  
Bibliothèque et Archives Canada

*Imprimé au Canada*

# Marcel Boyer

Économiste principal à l'Institut économique de Montréal  
Professeur émérite de sciences économiques à l'Université de Montréal  
Fellow du CIRANO et de l'Institut C.D. Howe

---

## La crise économique et ses conséquences sur l'emploi

---

Les Cahiers de recherche de l'Institut économique de Montréal

•  
Décembre 2009

# Table des matières

RÉSUMÉ .....	4
INTRODUCTION .....	6
1. UN BREF HISTORIQUE DE LA CRISE .....	7
2. LA PERTE DE CONFIANCE ENVERS LE SYSTÈME BANCAIRE .....	11
3. DES SYSTÈMES DE BONIS MAL CONÇUS .....	13
4. RÉFORMER LE CAPITALISME : ATTENTION AUX APPRENTIS SORCIERS! .....	15
5. UN PHÉNOMÈNE SOUS-ESTIMÉ : LA DESTRUCTION CRÉATRICE À L'OEUVRE .....	17
6. DÉFICIT ET CROISSANCE : AMIS OU ENNEMIS? .....	22
CONCLUSION : DÉFIS ET PERSPECTIVES .....	25
À PROPOS DE L'AUTEUR .....	29

## Résumé

Une récession économique amène son lot de conséquences déplorables : pertes dans la valeur des fonds de retraite, diminution de la valeur des actifs immobiliers, chute de la rentabilité des entreprises, retour des déficits conjoncturels des gouvernements, etc. Cependant, l'impact le plus visible d'une récession est sans contredit les pertes d'emploi qui ne manquent pas d'en découler.



Ce cahier de recherche porte sur différents aspects de la crise financière et de la récession économique qui nous accablent depuis 2007. Après un bref historique des principaux événements et une analyse de leurs causes possibles, nous abordons l'élément le plus important, à savoir la perte de confiance dans le système financier. La confiance étant un capital social très important, la perte de confiance au sein du système financier, en particulier dans les relations interbancaires, a précipité d'abord la crise financière et ensuite la récession économique.

Pour rétablir la confiance et surtout la maintenir, il faut s'attaquer à quatre chantiers : la manipulation, voire la falsification, des informations transmises par les organismes publics et les entreprises, en particulier en matière de mesure des risques; les interventions politiques malavisées dans les entreprises publiques ou réglementées et la complaisance des régulateurs envers ces entreprises (les cas de Fannie Mae et de Freddie Mac étant les plus notoires); les failles des mécanismes incitatifs au rendement qui trop souvent négligent la prise inconsidérée de risques et donc la favorisent; et enfin, l'application rigoriste de la règle comptable d'évaluation au prix du marché (*mark-to-market rule*) qui favorise la contagion de l'incertitude dans un contexte où la perte de confiance fait disparaître des marchés pertinents.

Nous poursuivons alors avec un examen du rôle des formules de rémunération au rendement dans le secteur financier, en particulier de leurs déficiences, et du bien-fondé des appels répétés de divers groupes de pression et politiciens partisans d'une réforme en profondeur du capitalisme. Nous soulignons le risque sérieux de tuer ce faisant la poule aux œufs d'or.

Nous arrivons alors à l'élément central de ce cahier de recherche, à savoir la création et la perte d'emplois au sein de l'économie, en période d'expansion et en période de récession, et le processus de destruction créatrice qui les sous-tend. Nous montrons en utilisant les données sur la création et la perte brutes d'emplois que l'économie américaine a continué à créer durant la crise un nombre impressionnant d'emplois, même si elle en a perdu un nombre encore plus important.

Les données sur la dynamique des emplois montrent qu'au cours de 65 trimestres allant du troisième trimestre de 1992 au troisième trimestre de 2008, les établissements d'entreprises privées américaines ont créé en moyenne 357 000 nouveaux emplois nets par trimestre. En termes bruts, ces entreprises ont en réalité créé en moyenne 7 863 000 nouveaux emplois par trimestre, dont 79 % dans des établissements existants et 21 % à la suite de l'ouverture de nouveaux établissements. Les établissements d'entreprises privées ont par ailleurs perdu en moyenne 7 506 000 emplois par trimestre, dont 80 % dans des établissements existants et 20 % à la suite de fermetures d'établissements. Ainsi, chaque emploi net créé durant ces 65 trimestres (plus de 16 ans) résulte en moyenne de 21 emplois créés et de 20 emplois perdus au sein des établissements.

Malgré les pertes d'emplois nettes importantes des derniers trimestres, le secteur privé de l'économie américaine a continué à créer un nombre brut d'emplois très élevé dans toutes les industries : 7 222 000 emplois bruts ont été créés et 7 617 000 emplois bruts ont été perdus en moyenne par trimestre, pour les quatre derniers trimestres disponibles (du quatrième trimestre de 2007 au troisième trimestre de 2008). Quand on compare ces données avec le nombre d'emplois créés ou sauvegardés par le plan de relance du gouvernement américain, qui selon la Maison Blanche se chiffrerait après deux trimestres à environ 650 000, on ne peut que constater la relative insignifiance de ce nombre par rapport à la création brute d'emplois dans le secteur privé (environ 14,4 millions pour deux trimestres).

En conclusion, nous rappelons les défis auxquels nous faisons face et les mesures à prendre pour éviter de se retrouver dans le même chaos.

D'abord, recentrer le rôle des gouvernements sur les conditions de création d'emplois et de richesse. En effet, quand on considère la dynamique des emplois et établissements créés et perdus en termes bruts, le portrait de la crise économique prend un tout autre visage. Les gouvernements devraient concentrer leurs efforts sur le rétablissement de la confiance et sur le développement des conditions favorables à la destruction créatrice, plutôt qu'intervenir directement au sein de l'économie.

Ensuite, favoriser l'insertion de clauses d'options et d'ajustement dans les contrats, hypothécaires entre autres, afin de permettre la renégociation en réponse à des situations macroéconomiques désastreuses, permettant ainsi, en cas de récession ou de crise, des ajustements continuels aux conditions économiques plutôt que des ajustements brusques en cascade qui ne font qu'aggraver inutilement les mauvaises conditions économiques. Elles permettront de réduire les effets collatéraux néfastes des récessions.

De plus, parmi les changements les plus importants qui permettront d'améliorer la réglementation des institutions financières, il faut mentionner les diverses règles microprudentielles et macroprudentielles qui pourraient être mises en place dans les prochaines années. Nous faisons état d'une liste de ces règles susceptibles de rendre plus efficace la réglementation du système financier et de permettre les ajustements et les restructurations éventuelles sans mettre en péril le système lui-même.

Enfin, il est souhaitable que les gouvernements résistent à la tentation de recourir aux mesures protectionnistes et d'achat local, au détriment du coût de la vie et du bien-être de la population. Il y a actuellement un réel danger de voir apparaître un cercle vicieux où le protectionnisme répond au protectionnisme, plongeant les économies dans un véritable marasme : rappelons que deux emplois sur cinq au Canada dépendent des marchés étrangers. Il faut plutôt veiller à protéger le mouvement vers la mondialisation et la libéralisation toujours plus grande des marchés. La croissance substantielle du commerce international durant le dernier demi-siècle a été un facteur majeur d'amélioration tant du bien-être économique collectif que du développement culturel et social. Cette croissance a permis d'importants gains dans l'éradication de la pauvreté, la création de richesse et la croissance économique et sociale.

# Introduction

Une récession économique amène son lot de conséquences déplorables : pertes dans la valeur des fonds de retraite, diminution de la valeur des actifs immobiliers, chute de la rentabilité des entreprises, retour des déficits conjoncturels des gouvernements, etc. Cependant, l'impact le plus visible d'une récession est sans contredit les pertes d'emploi qui ne manquent pas d'en découler.

Même si nous ne pouvons affirmer que la crise est terminée de manière définitive, il est tout de même utile de prendre un peu de recul et d'établir un premier bilan de ses causes et de ses conséquences. Ce cahier porte surtout sur l'importance et la nature des pertes d'emplois aux États-Unis (pour des raisons de disponibilité de données) et sur le processus par lequel des emplois sont créés et perdus non seulement durant les périodes d'expansion ou de croissance, mais également durant les périodes de récession.

Rappelons que l'économie américaine a créé des millions d'emplois, même dans les mois les plus difficiles de la récession actuelle, mais perdu également des millions d'emplois se soldant en une perte d'emplois nette substantielle. Avant de caractériser cette création et cette perte brutes d'emplois, il est utile de revoir l'historique de la crise financière et de la récession économique et les facteurs les plus importants qui en sont les sources.

# 1. Un bref historique de la crise

En octobre 2008, un plan de 700 milliards de dollars a été adopté aux États-Unis afin de racheter des actifs à risque élevé et de renflouer le capital des banques. En février 2009, un « plan de relance » dont le coût est évalué à 787 milliards de dollars, censé stimuler l'économie par des dépenses gouvernementales, a également été adopté par les autorités américaines. Ces sommes ne représentent qu'une partie de ce que le gouvernement américain s'est engagé depuis à dépenser en réponse à la crise financière.

Mais que s'est-il passé exactement? En quoi cette crise est-elle comparable à d'autres, majeures, comme celle de 1929? Quels dysfonctionnements des marchés révèle-t-elle? Afin de répondre à ces questions, nous allons commencer par présenter les origines de cette crise. Comme nous allons le démontrer, les causes de cette crise sont à la fois économiques et politiques.

Si la crise des prêts hypothécaires *subprime* a éclaté en février 2007, elle trouve son fondement dans l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 1990. Pour contrer la chute des cours boursiers et la récession qui s'ensuivit, la Réserve fédérale mena alors une politique de taux d'intérêt bas, afin de limiter les dégâts du ralentissement économique.

Les taux d'intérêt bas ont incité à la distribution « agressive » de crédit. Ainsi, la demande pour des maisons aux États-Unis a crû, provoquant une hausse des prix. En parallèle, des millions de propriétaires ont profité de la baisse des taux d'intérêt pour refinancer leur prêts hypothécaires. Par anticipation, les banques ont donc augmenté leur offre de crédit, mais ceci provoqua une baisse de la qualité des prêts hypothécaires proposées.

En plus du maintien de bas taux d'intérêt, le marché hypothécaire américain était entravé par

un grand nombre de distorsions et d'interventions de la part des pouvoirs publics<sup>1</sup>. Depuis 1977, lors de l'adoption du *Community Reinvestment Act*, les banques américaines sont tenues de ne pas écarter les ménages à faible revenu et de leur proposer du crédit. Les banques étaient même sujettes à d'importantes sanctions si elles contrevenaient aux dispositions prévues dans le CRA. C'est ce qui a provoqué le développement et la multiplication des prêts hypothécaires *subprime*.

Comme ces prêts hypothécaires furent octroyés à un segment de la population caractérisé par des revenus insuffisants, de mauvaises cotes de crédit et des apports personnels faibles ou nuls, il n'est pas surprenant de constater que les prêts *subprime* avaient dix fois plus de chances que les autres de se terminer par une saisie<sup>2</sup>.

Afin d'augmenter leurs réserves de liquidités, ces institutions financières ont développé toutes sortes d'innovations financières qui leur ont permis de titriser ces actifs et de les revendre sur les marchés. De plus, comme ces prêts étaient adossés à des actifs bénéficiant d'une certaine garantie du gouvernement fédéral par l'entremise des quasi-sociétés d'État Fannie Mae et Freddie Mac, ces actifs étaient perçus comme relativement peu risqués par les investisseurs qui les ont achetés. Au moment de l'éclatement de la bulle immobilière, ces deux organismes garantissaient près de la moitié des prêts hypothécaires résidentiels aux États-Unis.

Or, à partir de la mi-2006, le marché de l'immobilier a piqué du nez : le nombre de maisons vendues et le prix des logements ont plongé. Selon les données de la National Association of Realtors, le nombre de maisons vendues aux États-Unis a chuté de 13,9 % en 2007. À partir du deuxième trimestre de 2006, le prix des maisons a diminué en moyenne de 3,6 % au deuxième trimestre de 2007 et de 17,9 % au deuxième trimestre de 2008<sup>3</sup>. Pour

1. Voir Pierre Lemieux, *Les origines de la crise économique*, Note économique, IEDM, mars 2009, p. 3.

2. *Id.*

3. Voir *Pending Home Sales Index* (<http://www.realtor.org/research/research/ehspage>) et *Housing Bubble Graphs* (<http://mysite.verizon.net/vzeqrguz/housingbubble/>).

les propriétaires vivant dans des régions où la baisse des prix fut importante, le risque de se retrouver dans une situation où la valeur de la maison devient inférieure à celle du prêt hypothécaire contracté pour la payer devenait très élevé.

De plus, la Réserve fédérale a progressivement relevé son taux directeur de 1 % à 5,25 % de 2004 à 2006<sup>4</sup>. Les ménages ayant contracté un emprunt à taux variable ont dû assumer des paiements de plus en plus élevés alors que la valeur de leur propriété fondait. Par conséquent, les emprunteurs se retrouvèrent confrontés à une hausse rapide de leurs mensualités et les plus fragiles furent incapables de poursuivre leurs remboursements.

Dès le début de 2007, les défauts de paiement sur les emprunts hypothécaires se multiplièrent et provoquèrent les premières faillites d'établissements bancaires spécialisés<sup>5</sup>. C'est dans ce con-

texte que la banque d'investissement Bear Stearns a annoncé, en juin 2007, la faillite de deux fonds spéculatifs. La crise des *subprime* éclatait.

Mais la crise est-elle réelle ou virtuelle? Les taux d'emprunteurs hypothécaires en défaut restèrent, dans l'ensemble, à l'intérieur de marges qui semblent acceptables et gérables. Le marché des prêts hypothécaires *subprime* à taux variable a certes connu des difficultés avec un taux de défaillance de 21 % en janvier 2008<sup>6</sup> et de 25 % en mai 2008<sup>7</sup> par rapport à un taux de 14 % en moyenne pendant la période 2000-2007 (avec une embellie exceptionnelle à 11 % de 2004 à 2006). Mais même là, on comprend mal la panique des marchés financiers.

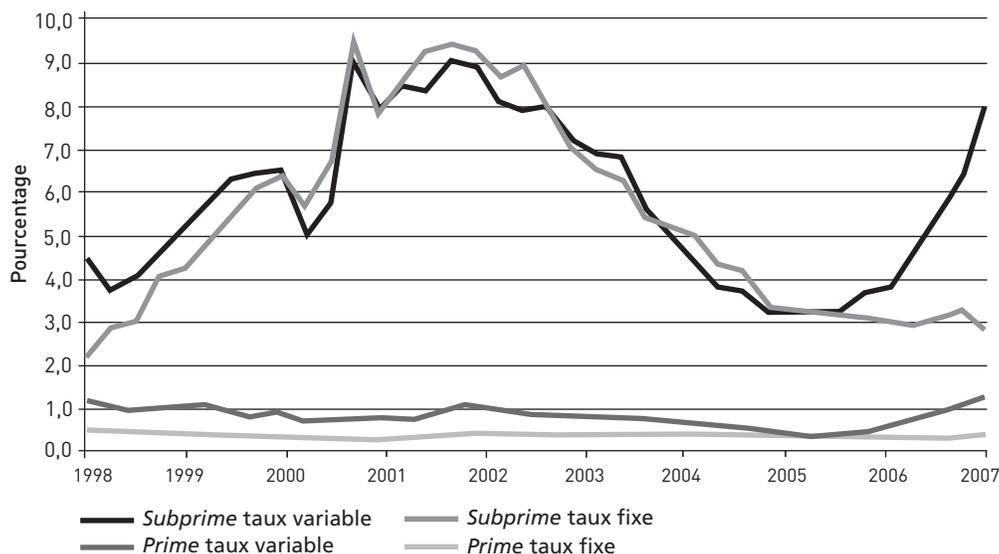
4. Federal Reserve, *Open Market Operations*, <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>.

5. RealtyTrac, *U.S. Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007*, 29 janvier 2008, <http://www.realtytrac.com/ContentManagement/PressRelease.aspx?channelid=9&ItemID=3988>.

6. Federal Reserve, *Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy*, 10 janvier 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080110a.htm>.

7. Federal Reserve, *Mortgage Delinquencies and Foreclosures*, 5 mai 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20080505a.htm>.

Figure 1.1  
Comparaison des taux de saisie des prêts hypothécaires *prime* et *subprime* aux États-Unis (1998-2007)



Source : Joint Economic Committee, *The Subprime Lending Crisis*, Report and Recommendations by the Majority Staff, octobre 2007, p. 27, <http://jec.senate.gov/archive/Documents/Reports/10.25.07OctoberSubprimeReport.pdf>.

La très grande majorité des ménages continuaient à honorer leurs engagements hypothécaires. Globalement, le taux de défaillance sur les prêts hypothécaires est passé de 5 % pendant la période 2000-2007 à un peu plus de 9 % en 2009<sup>8</sup>. Rien pour provoquer et justifier la panique et son cercle vicieux, d'autant plus que la population américaine croît à un bon rythme (21,3 % depuis 1990), ce qui se répercutera sur les besoins en logement. Une fois la liquidité et la confiance revenues à la normale, les actuels chasseurs d'aubaines bénéficieront de gains considérables, en partie grâce à la règle d'évaluation à la valeur de marché (*mark-to-market rule*) qui, dans les faits, reflète mal la réalité actuelle.

Malgré les difficultés du marché des prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis, il semble improbable que ce problème ait pu générer une crise financière mondiale de l'ampleur de celle que

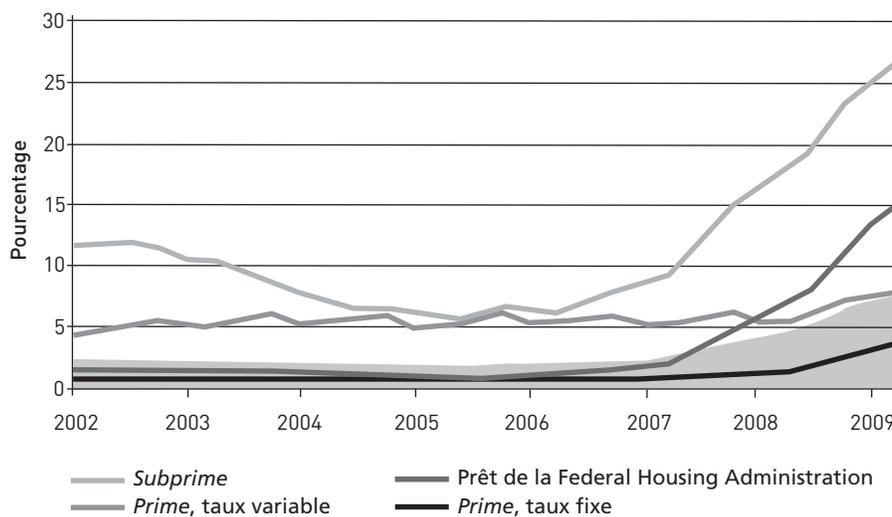
nous avons connue et connaissons encore aujourd'hui, malgré une certaine stabilité retrouvée. Si la crise des *subprime* a pu agir comme facteur déclencheur de la crise financière, il faut chercher ailleurs la cause véritable de cette dernière.

La crise des *subprime* s'est ensuite propagée aux autres secteurs économiques par diverses voies. La première réside dans le phénomène de la titrisation des créances, une pratique qui a pris de l'ampleur depuis le début des années 2000. La titrisation est une opération financière qui consiste pour une banque à revendre ses créances sur des marchés spécialisés, souvent groupées avec d'autres valeurs. Cette stratégie lui permet à la fois de se refinancer et de réduire son risque. Le risque est ainsi transféré aux investisseurs qui achètent ces créances. Ces titres sont ensuite rachetés par divers investisseurs tels que les fonds d'investissement classiques, fonds plus spéculatifs, etc.

Les banques qui cherchaient à augmenter leurs réserves de liquidités pour le marché hypothécaire *subprime* ont eu recours à la titrisation du crédit *subprime* (les titres adossés à des actifs ou

8. Mortgage Bankers Association, *Delinquencies and Foreclosures Continue to Climb in Latest MBA National Delinquency Survey*, Communiqué de presse, 28 mai 2009, <http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/69031.htm>.

Figure 1.2  
Emprunteurs hypothécaires gravement en défaut par type de prêt (pourcentage d'emprunteurs qui sont en défaut depuis 90 jours ou plus ou qui sont en processus de saisie)



Source : John Carney, « Prime Mortgage Foreclosures Outpacing Subprime! », *Business Insider*, 21 août 2009.

ABS en anglais, pour *asset-backed securities*). Toutefois, elles ne se sont pas arrêtées là : prenant des paquets d'ABS, elles les ont combinés dans des produits plus complexes, les obligations adossées à des actifs (en anglais CDO pour *collateralized debt obligations*). Avec la chute du marché immobilier américain, le risque des *subprime* a rendu suspects les titres qui y étaient adossés (ABS et CDO), puis a mené à leur effondrement avec la montée de la panique bancaire. La panique a gagné tous les types de titrisation.

La deuxième voie par laquelle la crise s'est transmise est les fonds d'investissement, qui ont eux-mêmes acheté les créances titrisées. Les prêts *subprime* offraient des rendements élevés en raison du paiement par l'emprunteur d'un taux d'intérêt plus élevé. Pour les investisseurs, ces titres étaient intéressants puisqu'ils leur permettaient de doper le rendement de leurs fonds d'investissement et par conséquent leurs bonis. Ainsi, les fonds de couverture (*hedge funds*), toujours à la recherche de rendements élevés, étaient particulièrement friands de ces titres. Quand la contre-performance des *subprime* s'est amplifiée, certains déposants ont demandé le retrait de leurs investissements et des créanciers ont refusé de renouveler leurs prêts.

L'effondrement de la valeur de deux fonds d'investissement de la banque américaine Bear Stearns, révélé le 17 juillet 2007, a donné le signal de la crise de confiance. Ce sont désormais tous les fonds d'investissement qui allaient à leur tour devenir suspects. Le 16 mars 2008, le géant bancaire américain J.P. Morgan racheta Bear Stearns pour 236 millions de dollars, aidé financièrement par la Réserve fédérale. Le 13 juillet 2008, les deux quasi-sociétés d'État américaines de refinancement hypothécaire, Freddie Mac et Fannie Mae, recevaient aussi le soutien des autorités américaines<sup>9</sup>.

L'échec des négociations sur la reprise de Lehman Brothers et sa mise en faillite le 15 septembre 2008 – l'évènement marquant le véritable début de la crise – a précipité le développement de la crise en détruisant une part importante du stock de capital de confiance envers le système financier. À la suite de la prise de contrôle de Merrill Lynch par Bank of America le même jour, le gouvernement fédéral, devant la débâcle annoncée, a décidé de renflouer AIG deux jours plus tard par l'entremise d'un investissement de 85 milliards de dollars.

Finalement, la troisième voie par laquelle cette crise a atteint le reste de l'économie est liée au fait que ces fonds d'investissement appartenaient ou étaient financés par les banques (les fonds de couverture se financent avec peu de capitaux propres et beaucoup d'emprunts). Les banques se retrouvaient donc à assumer les risques qu'elles avaient vendus ou transférés à ces fonds. Au final, l'ensemble du système bancaire supportait des risques liés au crédit, non seulement dans les fonds que les banques finançaient, mais aussi dans ceux qu'elles géraient.

Cette crise qui a débuté par les emprunts hypothécaires *subprime*, s'est donc étendue à toutes les obligations adossées à des actifs, a mis en danger les compagnies d'assurance et de réassurance des obligations des municipalités et des emprunts immobiliers. Le coup de grâce a été donné lorsque les prêts interbancaires, qui sont au cœur du système financier, ont été désorganisés par le fait que les banques ne se faisaient plus confiance et conservaient leurs fonds afin de se renflouer et d'éviter la faillite. Les banques centrales ont alors injecté des sommes sans précédent, étendant à un niveau encore inconnu la gamme des collatéraux acceptés en contrepartie de prêts accordés à un nombre record de banques.

9. Malgré une étude publiée en 2002 par Fannie Mae qui soutenait qu'il était très improbable que les deux quasi-sociétés d'État aient besoin d'un sauvetage gouvernemental un jour. Voir : Joseph E. Stiglitz, Jonathan M. Orszag et Peter R. Orszag, « Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-based Capital Standard », *Fannie Mae Papers*, vol. 1, no 2 (mars 2002).

## 2. La perte de confiance envers le système bancaire

Les développements remarquables de la finance moderne ont permis de réduire considérablement le niveau de risque systémique que nous devons assumer. Cette réduction du risque a pu se produire en augmentant les possibilités de diversification grâce à la mondialisation des marchés financiers et en développant de nouveaux outils de gestion du risque, tels les produits d'assurance, les trocs de défaillance de crédit et les titres dérivés. Ces développements ont permis aux agents économiques de réduire la probabilité et la sévérité des mauvaises situations possibles, par des stratégies plus diversifiées et mieux ciblées de protection et de couverture, tant préalables que subséquentes aux événements problématiques. Parallèlement, ces développements de la finance moderne ont pu augmenter le niveau de risque systémique dans la mesure où, par l'interdépendance des marchés, une crise éventuelle ne peut être que globale.

La crise économique est une crise de confiance envers une des infrastructures communes essentielles de nos sociétés, à savoir le système financier. On peut fermer une entreprise, mais on peut difficilement se passer d'une autoroute ou d'un système de communications. Similairement, on ne peut se passer d'un système financier efficace et accessible.

Diverses innovations financières ont permis aux institutions et aux entreprises de détenir des titres (papier commercial adossé à des actifs ou autres) habituellement très liquides, comme substitués rentables aux dépôts bancaires traditionnels et considérés à ce titre comme de la quasi-monnaie<sup>1</sup>. Lorsque ces titres ont perdu leur liquidité, une méfiance contagieuse s'est développée, entraînant une dévaluation d'actifs, elle-même exacerbée par les règles trop rigides de

valorisation au prix de marché. C'est comme si une partie importante de la masse monétaire s'était volatilisée, provoquant une crise de liquidité. Ce manque de liquidité a provoqué une course vers les encaisses, donc une crise de crédit, générant une hausse des risques de contrepartie (c'est-à-dire, le risque qu'un débiteur n'honore pas sa dette).

Malgré l'intervention des banques centrales, la perte de confiance et la peur de la faillite se sont généralisées : les banques, comme bien d'autres entreprises, ont cherché à renflouer leurs réserves et à augmenter leurs capitaux propres, rendant plus difficiles les conditions du crédit (hausse du coût d'emprunt et rationnement du crédit) dans un contexte où les risques de contrepartie et donc les primes de risque avaient beaucoup augmenté.

Les interventions de la Réserve fédérale américaine, par l'entremise de sa politique monétaire, sont directement observables en réponse à cette situation : les réserves totales des institutions de dépôt sont passées d'environ 47 milliards \$ le 10 septembre 2008 (leur niveau habituel des dernières années) à 653 milliards \$ le 12 novembre 2008 et à 904 milliards \$ le 14 janvier 2009<sup>2</sup>. De même, la base monétaire est passée de son niveau habituel de 845 milliards \$ le 10 septembre 2008 à 1476 milliards \$ le 12 novembre 2008 et à 1742 milliards \$ le 14 janvier 2009<sup>3</sup>.

La confiance interbancaire est devenue tellement faible que la crise, au départ purement bancaire et créée de toutes pièces par des innovateurs financiers « géniaux », mais peu compétents en économie des incitations et des organisations, s'est étendue à l'économie entière. La confiance est un capital particulièrement important dans le secteur financier, qui repose essentiellement sur des promesses et sur la primauté du droit : un

---

1. Les dépôts bancaires exprimés en pourcentage du PIB ont diminué rapidement, partout dans le monde, passant aux États-Unis de près de 18 % du PIB en 1965 à moins de 5 % en 2005. Voir Robert E. Lucas Jr., *The Current Financial Crisis*, Universidad Torcuato di Tella, 9 décembre 2008.  
2. Federal Reserve, *Mortgage Delinquencies and Foreclosures*, 5 mai 2008, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20080505a.htm>.  
3. *Id.*

dépôt bancaire n'a d'intérêt que si le déposant a confiance de pouvoir retirer ses fonds au moment qu'il juge opportun.

L'outil privilégié pour tenter de rétablir la confiance fut l'injection massive de capital gouvernemental dans les banques. Cette injection massive pose elle-même plusieurs problèmes. D'abord, une partie substantielle du nouveau capital a servi à sécuriser les créanciers obligataires des banques, réduisant d'autant la disponibilité de fonds prêtables. Ensuite, si le marché immobilier poursuit sa débâcle, il faudra sous peu recommencer le même scénario à un coût potentiellement exorbitant pour les contribuables. Enfin, il fallait s'attendre à ce que des pressions de plus en plus fortes se fassent sentir pour que les gouvernements injectent du capital dans les entreprises privées non financières en difficulté, un cercle infernal en gestation qui pourrait entraîner une spirale de destruction de valeur dans l'ensemble de l'économie.

La confiance est le plus important capital social, car elle permet de réduire significativement une multitude de coûts de transaction au sein d'une société. La crise actuelle des marchés financiers, qui est fondamentalement une crise de confiance au sein du secteur bancaire en général, remet cet enjeu à l'avant-scène<sup>4</sup>.

La confiance est à la fois un capital privé et un capital social et à ce titre son développement et son maintien posent de difficiles problèmes de coordination et d'incitation. C'est un capital privé, car une entreprise bénéficiera de la confiance de ses partenaires. Mais la confiance ainsi créée de façon privée se répercute positivement sur la confiance envers l'ensemble des entreprises. Cet effet social est suffisamment important pour que les autorités publiques aient une responsabilité particulière de veiller au

développement et au maintien de ce capital de confiance.

Il faut s'attaquer à quatre chantiers. D'abord, la manipulation, voire la falsification, des informations transmises par les organisations et les entreprises, en particulier en matière de mesure des risques, est un premier facteur pernicieux de destruction du capital social qu'est la confiance. Un deuxième découle des interventions politiques dans les entreprises publiques ou réglementées et de la complaisance des régulateurs envers ces entreprises (les cas de Fannie Mae et de Freddie Mac étant les plus notoires). Un troisième provient des failles dans les mécanismes incitatifs au rendement, qui trop souvent négligent et donc favorisent la prise inconsidérée de risques. Dans le contexte de la crise actuelle, ces trois facteurs occupent les premières loges. L'application rigoriste de la règle comptable d'évaluation à la valeur de marché, qui favorise la contagion de l'incertitude dans un contexte où la perte de confiance fait disparaître des marchés pertinents, complète le tableau.

Dans la mesure où le capital de confiance social résulte des comportements des entreprises et des individus face à leur capital de confiance privé, il est essentiel qu'une réglementation appropriée l'encadre et en favorise le développement. Cette réglementation sera d'autant moins coûteuse que les gestionnaires incarneront et partageront des valeurs d'honnêteté et de rigueur intellectuelle, non seulement dans la production de biens et services, mais aussi dans la production et la transmission des informations à l'ensemble de leurs partenaires. Et ces valeurs de probité seront d'autant plus présentes et partagées que la réglementation les favorisant sera efficace et rigoureuse.

Pour espérer sortir du marasme actuel, il faut resserrer la divulgation d'information sur les risques, assurer l'indépendance des régulateurs et, pour ce faire, recourir davantage à des organismes de régulation privés, favoriser une meilleure compréhension de la structure efficace des mécanismes incitatifs au rendement et assouplir la règle comptable d'évaluation à la valeur de marché à la lumière de la règle économique de la valeur actualisée nette (VAN).

4. Lors du Forum économique mondial de Davos de janvier 2003 où j'avais été invité comme conférencier, un des principaux thèmes de discussion portait sur le rétablissement et le développement de la confiance au sein du monde des affaires et envers ce dernier. Cette discussion suivait une vague de faillites de grande envergure et de scandales financiers.

### 3. Des systèmes de bonis mal conçus

Dans la foulée de la crise financière, les grandes maisons de courtage et banques d'investissement ont déboursé des bonis record alors que leurs gestionnaires les mettaient en sérieuse difficulté. Selon le contrôleur de l'État de New York, les firmes de Wall Street ont payé en 2007 quelque 33,2 milliards \$ en bonis, pratiquement le même montant qu'en 2006, alors que les sept plus grandes institutions voyaient leur valeur actionnariale chuter de 200 milliards \$. Un exemple : Lehman Brothers a augmenté ses bonis de 10 % en 2007 pour les amener à 5,7 milliards \$ et se retrouva en faillite en septembre 2008. Et si ces bonis étaient l'une des sources de la crise financière?

Les mécanismes incitatifs utilisés notamment dans l'industrie des services financiers rémunèrent les revenus générés dans une mesure quasi indépendante des risques, avec comme conséquences prévisibles la mesure négligente et défaillante des risques et la prise injustifiée de risques. Nous y sommes.

Nombre d'économistes ont mis les entreprises en garde contre de telles pratiques en leur rappelant qu'il est nécessaire de tenir compte, dans la conception de mécanismes incitatifs, des risques pris ou encourus afin d'éviter ce que les économistes et assureurs appellent le « risque moral ». Les économistes spécialistes des incitations au rendement suggèrent depuis plusieurs années de rendre les bonis conditionnels à des audits de risques afin de pénaliser – plutôt que de récompenser – les résultats financiers exceptionnels reposant sur des prises de risques inconsidérées<sup>1</sup>.

Mais la lueur semble présente au bout du tunnel. Dans le sauvetage de Fannie Mae et de Freddie Mac, les gestionnaires, actionnaires et détenteurs d'obligations de ces entreprises, trop

dominantes dans le crédit hypothécaire et protégées par des régulateurs complaisants, en ont pris pour leur rhume. Le gouvernement sera remboursé en priorité. Et ces entreprises ne pourront plus profiter de leurs relations politiques pour masquer leur mauvaise gestion : on ferme la porte! Si le cheval est parti, au moins on gardera le poulain dans l'écurie.

Par ailleurs, selon un analyste, les banques ont remplacé leur modèle traditionnel « initier et conserver » par un nouveau modèle « initier et transférer », en fonction duquel elles prêtent et ensuite vendent les créances à quelqu'un d'autre<sup>1</sup>. L'adoption plus généralisée de ce nouveau modèle serait un facteur responsable de la crise. Cependant, le phénomène de titrisation n'est pas nouveau; les banques ont adopté cette pratique depuis près de 30 ans sans provoquer de crises. Ce qui a changé lors de la dernière décennie a été la croissance des titres adossés à des prêts hypothécaires *subprime* qui sont échangés tellement de fois qu'un problème de transparence important finit par apparaître.

Cette pratique a mené à la création d'une classe de capitaux pour laquelle il devient extrêmement difficile d'établir qui assume les risques fondamentaux. Cette particularité a provoqué une distorsion des incitations de six manières différentes.

Premièrement, les honoraires des courtiers hypothécaires sont basés uniquement sur le nombre de prêts hypothécaires qu'ils accordent, sans prendre en considération le risque de défaillance. Ainsi, les courtiers n'étaient aucunement incités à se pencher sur les risques liés aux prêts hypothécaires *subprime*. Au contraire, ils étaient incités à accorder le plus grand nombre de prêts hypothécaires, indépendamment du niveau de risque que ceux-ci présentaient.

1. Voir Bernard Sinclair-Desgagné, « How to restore higher-powered incentives in multitask agencies », *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 15, no 2 (juillet 1999), p. 418-433.

2. Paul Mizen, « The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septembre/octobre 2008, p. 531-568.

Ensuite, les prêteurs n'avaient aucune incitation à vérifier la qualité des prêts hypothécaires octroyés dans la mesure où ils comptaient regrouper et revendre ces actifs sous forme de produits dérivés complexes. Dans les années avant l'éclatement de la crise, ces institutions ont augmenté leur offre de prêts hypothécaires *subprime* pour les revendre aux investisseurs qui cherchaient de plus hauts rendements.

Troisièmement, les profits générés par la titrisation de ces produits ont incité les prêteurs à offrir le plus de prêts possible indépendamment de leur qualité. Puisque la demande de prêts hypothécaires diminuait, les prêteurs ont alors diminué leurs exigences afin de maintenir une croissance du nombre de prêts constante.

Quatrièmement, le tranchage a permis de créer plusieurs classes d'obligations, avec des classes supérieures et des classes subordonnées, chacune destinée à des types d'investisseurs différents. L'argument justifiant la création de ces classes est très simple : en créant des classes subordonnées, on améliore théoriquement la qualité de la classe « A » jusqu'à réduire la probabilité apparente de perte sur cette classe à un niveau très faible, réduisant d'autant le coût de financement de cette classe. Ainsi, ces obligations adossées à des actifs obtenaient des cotes élevées de la part des agences de notation même si elles n'étaient en fait qu'une combinaison de prêts hypothécaires risqués à fort effet de levier.

Cinquièmement, la majorité des revenus des agences de cotation provenait des opérations de cotation des produits structurés. Il y avait donc un risque de conflit d'intérêts parce que ces agences recevaient une somme forfaitaire de l'institution émettrice pour établir la cote de ces produits, tout en conseillant ces institutions sur l'émission de ces produits.

Finalement, les gestionnaires de fonds étaient, tout comme les courtiers hypothécaires, motivés par la perspective de bonis qui n'étaient pas suffisamment ou correctement corrigés en fonction du niveau de risque encouru.

## 4. Réformer le capitalisme : attention aux apprentis sorciers!

Dans la foulée de la crise économique, plusieurs voix s'élèvent pour réclamer une réforme en profondeur du capitalisme. Même si on admet la nécessité que certaines pratiques dans le domaine du crédit soient mieux encadrées (le crédit hypothécaire *subprime* entre autres), avant d'imaginer des solutions, il faut d'abord comprendre comment ces pratiques ont pu voir le jour.

On connaît déjà deux des principales sources des difficultés encourues. D'abord, la politique économique du gouvernement américain. En particulier à la suite de l'éclatement de la bulle technologique au tournant du siècle et des événements du 11 septembre 2001, cette politique a favorisé des programmes de crédit facile grâce à des taux d'intérêt anormalement faibles. Ensuite, les pressions indues de certains membres du Congrès sur les quasi-sociétés d'État Fannie Mae et Freddie Mac au profit des prêts hypothécaires *subprime*. Ces entreprises ont été amenées non pas tant à sous-estimer les risques de certaines transactions financières, mais plutôt à devoir fermer les yeux sur ces risques.

Les gouvernements devraient cesser de jouer aux apprentis sorciers de la pensée magique, trop souvent animés de bonnes intentions qui ne peuvent qu'avoir des conséquences catastrophiques. Il est difficile de croire que les propositions actuelles de réforme du capitalisme amèneront ces gouvernements à s'imposer des restrictions accrues sur leurs propres actions! Bien au contraire, ces réformes nous font courir le risque de voir les gouvernements s'immiscer de manière inefficace dans la microgestion des entreprises privées, financières ou non.

En effet, quoique la crise ait durement frappé plusieurs marchés, financiers et industriels, il ne faut pas oublier la croissance économique exceptionnelle des quelque 25 dernières années<sup>1</sup>. De 1981 à 2007 (avant la crise), l'économie américaine a créé 45,6 millions d'emplois nets, soit une augmentation de 45 %; l'économie canadienne hors Québec en a créé 4,5 millions, une augmentation de 53 %; et l'économie québécoise, 1,1 million, une augmentation de 38 %. Le produit intérieur brut (PIB) réel par habitant, une mesure relativement fiable et comparable des gains de niveau de vie au fil du temps, a augmenté de 1981 à 2007 de 66 % aux États-Unis, de 55 % au Canada hors Québec et de 46 % au Québec. Une fois corrigé pour tenir compte des différences dans le coût de la vie, le PIB par habitant du Canada, qui s'élevait à 92,1 % de celui des États-Unis en 1981, atteignait 82,4 % de celui des États-Unis en 2007. Ainsi, avant le début de la crise, le Canada avait perdu du terrain par rapport aux États-Unis, tout comme la France, l'Italie, l'Allemagne, le Japon et la Suède, alors que la Corée du Sud, la Norvège, le Royaume-Uni, l'Espagne et le Portugal ont fait des gains appréciables par rapport aux États-Unis.

De toute évidence, le dernier quart de siècle a été exceptionnel pour l'économie américaine sur le plan du niveau de vie. S'il est nécessaire d'apporter certaines réformes au fonctionnement du capitalisme aux États-Unis et ailleurs, il faut bien se garder du risque bien réel de jeter le bébé avec l'eau du bain. L'économie de marché et ses corollaires, la liberté et la responsabilité, restent, au regard des faits, les meilleures garanties de développement et de croissance du niveau de vie. Par le fait même, elles sont aussi la voie la plus efficace vers l'éradication de la pauvreté et du sous-développement.

---

1. Voir Marcel Boyer, *Performance et développement économiques du Québec : les 12 travaux d'Hercule*, CIRANO, à paraître (novembre/décembre 2009).

Dans la même veine, face aux résultats pour le moins désastreux des institutions financières, divers commentateurs ont remis en cause leur structure, leur gouvernance et la compétence de leurs gestionnaires et ont réclamé une intervention plus ferme des gouvernements. Plusieurs ont agi en gérants d'estrade : sachant maintenant comment ont évolué les marchés durant ces dix-huit mois de grande volatilité, on aurait dû faire autrement, recomposer le portefeuille, investir ici, ne pas investir là. Trop facile.

D'abord, on ne peut juger de la qualité d'une stratégie de placement, choisie et mise en place avant une crise, à partir des résultats observés après coup. Ensuite, on ne peut augmenter le rendement espéré d'un portefeuille de placement sans accepter de prendre davantage de risques systémiques : risques systémiques encourus et rendements espérés augmentent et diminuent en tandem. Mais rendement espéré et rendement réalisé sont deux concepts très différents : le premier correspond à la moyenne pondérée (par leur probabilité respective) des rendements possibles, alors que le deuxième correspond à un seul des rendements possibles, à savoir celui qui a été observé. Enfin, prendre davantage de risques systémiques pour augmenter le rendement espéré implique qu'on accepte de subir parfois de mauvais résultats, voire des résultats catastrophiques. C'est la loi d'airain, aussi cruelle soit-elle, des marchés financiers où se négocient les risques : une fois exclues l'incompétence et les possibilités d'arbitrage, vouloir augmenter le rendement espéré en prenant moins de risques relève de la pensée magique.

Pour juger de la qualité de la politique de placement d'une institution financière, il faut revenir en arrière et examiner les décisions prises avec l'information disponible au moment où elles

l'ont été et non pas avec l'information disponible aujourd'hui. Les gestionnaires de l'institution discutent et établissent la stratégie de placement et de crédit qu'ils adopteront ou recommanderont à leurs clients. Ils doivent tenir compte tant du niveau de risque que le client en question est prêt à prendre que de la mise en application de la stratégie qui, conditionnellement au niveau de risque ainsi choisi, maximisera le rendement espéré. Il revient à chaque investisseur, déposant ou client d'établir sa politique de placement en tenant compte de ses objectifs ou engagements financiers à long terme et du niveau de risque qu'il est prêt à assumer.

Ce qu'une institution financière et un client choisissent, c'est une distribution où chacun des rendements possibles, allant du plus faible au plus élevé, est associé à une probabilité de réalisation; le rendement espéré correspond alors à la moyenne pondérée de ces rendements possibles. La qualité de la stratégie de placement est d'implanter ou de traduire correctement, par un choix approprié de titres, les objectifs. Après coup, un seul des rendements possibles sera observé : une stratégie de très bonne qualité à la base peut générer après coup des résultats mauvais, moyens ou excellents.

Par contre, il importe de ne pas ignorer les effets pervers de politiques qui visent à compenser les individus et les entreprises ayant perdu de l'argent à la suite de l'échec de leur stratégie. Cela aura pour effet de créer des distorsions dans l'évaluation du risque par ces individus et entreprises. En bref, l'anticipation d'un sauvetage fera qu'il sera « moins risqué de prendre des risques » et n'incitera certainement pas les investisseurs à être plus prudents à l'avenir.

## 5. Un phénomène sous-estimé : la destruction créatrice à l'œuvre

La destruction créatrice est l'un des mécanismes les plus importants de croissance et de création de richesse. Elle représente le processus sous-jacent à la perte continue d'emplois permettant la création tout aussi continue d'emplois dans des secteurs souvent plus prometteurs ou dans des entreprises plus productives.

Dans la mesure où les plans de relance lancés par les différents gouvernements visent surtout à préserver des emplois existants, ils peuvent engendrer des pertes importantes de bien-être en empêchant les ajustements provoqués par la destruction créatrice dans le tissu commercial et industriel des économies. Considérons quatre angles de cette destruction créatrice, à savoir le nombre d'emplois, le nombre d'établissements, le nombre d'établissements en croissance et en décroissance, de même que la croissance et la décroissance d'emplois en fonction de la taille de l'entreprise.

### *Nombre d'emplois*

Pour les 65 trimestres allant du troisième trimestre de 1992 au troisième trimestre de 2008, les établissements d'entreprises privées américaines ont créé en moyenne 357 000 nouveaux emplois nets par trimestre<sup>1</sup>. En termes bruts, ces entreprises ont en réalité créé en moyenne 7 863 000 nouveaux emplois par trimestre, dont 79 % dans des établissements existants et 21 % à la suite de l'ouverture de nouveaux établissements. Les établissements d'entreprises privées ont

par ailleurs perdu en moyenne 7 506 000 emplois par trimestre, dont 80 % dans des établissements existants et 20 % à la suite de fermetures d'établissements. Ainsi, chaque emploi net créé durant ces 65 trimestres (plus de 16 ans) résulte en moyenne de 21 emplois créés et de 20 emplois perdus au sein des établissements.

Pour les mêmes 65 trimestres, on a observé en moyenne la création nette de 18 000 nouveaux établissements d'entreprises privées américaines par trimestre. En termes bruts, les entreprises privées américaines ont ouvert en moyenne 337 000 nouveaux établissements, responsables en moyenne de la création de 1 646 000 nouveaux emplois, et en ont fermé en moyenne 320 000 par trimestre, responsables en moyenne de la perte de 1 523 000 emplois. Ainsi, chaque nouvel établissement net observé résulte en moyenne de 19 ouvertures d'établissements et de 18 fermetures d'établissements, avec en moyenne 133 000 nouveaux emplois nets créés par trimestre.

Toujours pour les mêmes 65 trimestres, les entreprises privées américaines ont créé en moyenne 6 524 000 nouveaux emplois par trimestre, dont 53 % dans des entreprises de moins de 50 employés et 18 % dans des entreprises de 1000 employés et plus. Elles ont par ailleurs perdu en moyenne 6 142 000 emplois par trimestre, dont 54 % dans des entreprises de moins de 50 employés et 17 % dans des entreprises de 1000 employés et plus. Ainsi, des 382 000 nouveaux emplois nets créés en moyenne par trimestre, 35 % l'ont été dans des entreprises de moins de 50 employés et 29 % dans des entreprises de 1000 employés et plus. La majorité des emplois créés et perdus, soit 53 % et 54 % respectivement, l'ont été dans les entreprises de moins de 50 employés.

1. Les données utilisées dans cette section proviennent de la base de données Business Employment Dynamics du Bureau of Labor Statistics des États-Unis. Au moment de la rédaction de ce cahier, les données disponibles couvraient les 65 trimestres du troisième trimestre de 1992 au troisième trimestre de 2008. Le Canada ne produit pas de données similaires.

**Tableau 5.1**  
**Emplois créés et perdus dans les établissements**  
**d'entreprises privées américaines**  
(en milliers)

	Emplois créés	Emplois perdus	Emplois nets
4 <sup>e</sup> trimestre 2007	7 676	7 564	310
1 <sup>er</sup> trimestre 2008	7 130	7 400	(270)
2 <sup>e</sup> trimestre 2008	7 258	7 751	(493)
3 <sup>e</sup> trimestre 2008	6 822	7 754	(932)

**Tableau 5.2**  
**Ouvertures et fermetures d'établissements**  
**d'entreprises privées américaines**  
(en milliers)

	Ouvertures	Fermetures	Nombre net
4 <sup>e</sup> trimestre 2007	382	360	22
1 <sup>er</sup> trimestre 2008	357	380	(23)*
2 <sup>e</sup> trimestre 2008	355	391	(36)*
3 <sup>e</sup> trimestre 2008	349	379	(30)*

\*Pour la première fois en seize ans, il y a eu décroissance du nombre d'établissements pendant trois trimestres consécutifs.

**Tableau 5.3**  
**Emplois créés et perdus dans les entreprises**  
**privées américaines**  
(en milliers)

	Emplois créés	Emplois perdus	Emplois nets
4 <sup>e</sup> trimestre 2007	6 248	5 997	251
1 <sup>er</sup> trimestre 2008	5 738	6 040	(302)
2 <sup>e</sup> trimestre 2008	5 860	6 336	(476)
3 <sup>e</sup> trimestre 2008	5 465	6 450	(985)

**Tableau 5.4**  
**Proportion d'emplois créés et perdus dans les entreprises**  
**privées américaines selon leur taille**

Taille de l'entreprise	Emplois créés %		Emplois perdus %		Emplois nets (en milliers)	
	<50	>1000	<50	>1000	<50	>1000
4 <sup>e</sup> trimestre 2007	53 %	19 %	55 %	17 %	(24)	193
1 <sup>er</sup> trimestre 2008	56 %	15 %	56 %	17 %	(157)	(145)
2 <sup>e</sup> trimestre 2008	54 %	17 %	54 %	18 %	(251)	(169)
3 <sup>e</sup> trimestre 2008	55 %	16 %	52 %	19 %	(376)	(361)

Si l'on considère les données du troisième trimestre de 2008, on observe que 6 822 000 emplois ont été créés par des établissements privés américains, alors que 7 754 000 emplois ont été perdus. Donc en termes nets, il y a eu une perte de 932 000 emplois en trois mois. Ce nombre d'emplois est sans doute considérable, mais quand on le compare au nombre brut d'emplois créés pendant la même période, il reste quand même relativement faible. Quant au nombre d'ouvertures et de fermetures d'établissements, 349 000 établissements ont ouvert leurs portes tandis que 379 000 établissements ont mis la clé sous la porte. En termes nets, cela représente une baisse de 30 000 établissements privés aux États-Unis pour le troisième trimestre de 2008.

Ainsi, pour le troisième trimestre de 2008, il y a eu plus d'emplois perdus que créés. Or, si l'on s'attarde un peu plus sur les données, les pertes d'emplois n'excèdent pas la création d'emplois dans toutes les industries. Les pertes d'emplois sont concentrées dans certaines industries et de même pour la création d'emplois. En effet, de juillet 2008 à septembre 2008, les pertes brutes d'emplois ont dépassé la création brute d'emplois, sauf pour trois secteurs industriels : ressources naturelles et exploitation minière, services publics (*utilities*) et éducation et services de santé. Ceci illustre le fait que certaines industries sont en train de perdre de l'importance, tandis que d'autres prennent de l'ampleur dans le marché américain.

Pour ce qui est des industries liées à la production de biens, les nouveaux établissements et ceux en expansion ont été responsables de la création de 1 397 000 nouveaux emplois, tandis que les établissements qui ont fermé ou qui ont réduit leurs effectifs ont causé la perte de 1 767 000 emplois. Cette perte nette de 370 000 emplois représente le neuvième trimestre consécutif de pertes nettes d'emplois dans ces industries, un phénomène qui a commencé bien avant la récession.

En ce qui concerne l'industrie de la construction, les gains bruts d'emplois ont diminué à 698 000. C'est le niveau le plus bas de création

d'emplois dans ce secteur depuis le premier trimestre de 1993. Le secteur de la construction a subi une perte nette de 178 000 emplois, même si les pertes d'emplois brutes ont aussi diminué à 876 000. C'était le sixième trimestre consécutif de pertes d'emplois nettes dans ce secteur.

Quant au secteur manufacturier, 425 000 emplois ont été créés tandis que 636 000 ont été perdus pendant le troisième trimestre de 2008. La perte nette de 211 000 emplois représente le neuvième trimestre consécutif de pertes d'emplois nettes dans l'industrie manufacturière, un phénomène qui a donc également commencé bien avant la récession.

Dans les secteurs des services, les gains bruts d'emplois ont diminué à 5 425 000 et les pertes brutes d'emplois ont grimpé à 5 987 000, ayant pour résultat une perte nette de 562 000 emplois. Pour les industries de commerce de détail, les gains bruts d'emplois ont diminué à 892 000. Les pertes d'emplois brutes ont également diminué à 1 062 000 pour une perte nette de 170 000 emplois. C'est la plus importante perte nette dans cette industrie depuis 1992, causée par le plus bas niveau de gains bruts d'emplois dans l'histoire de cette série.

Finalement, les pertes d'emplois brutes ont dépassé des gains bruts dans le secteur financier pour le sixième trimestre consécutif. Il y a eu 376 000 nouveaux emplois contre 460 000 pertes d'emplois, ayant pour résultat une perte nette de 84 000 emplois pour le troisième trimestre.

À l'opposé, les gains bruts d'emplois dans les secteurs de l'éducation et de la santé privées ont grimpé légèrement jusqu'à 799 000 emplois pour le troisième trimestre de 2008, alors que les pertes d'emplois brutes diminuaient à 706 000. Ce secteur d'activité est le seul secteur ayant connu un changement net positif chaque trimestre depuis que la série a commencé en 1992.

Ainsi, malgré les pertes d'emplois considérables des derniers trimestres, il reste que l'économie américaine continue à créer un nombre brut

d'emplois très important dans toutes les industries, et ce, malgré que le nombre d'emplois créés demeure inférieur à celui des emplois perdus.

Malgré les nombreuses pertes d'emplois depuis le début de la crise, les économies canadienne et québécoise restent relativement robustes. Au Québec, les secteurs les plus touchés sont l'industrie du commerce et l'industrie des services aux entreprises, services relatifs aux bâtiments et autres services de soutien. Si l'on regarde l'évolution depuis 2000, l'industrie de la fabrication a connu d'importantes pertes d'emplois, même si

en 2008 il y a eu une faible croissance du nombre d'emplois dans ce secteur.

Au Canada, les secteurs qui ont été les plus atteints par les pertes d'emplois en 2008 sont ceux de la fabrication, du transport et de l'entreposage et de l'information, de la culture et des loisirs. Comme au Québec, l'industrie de la fabrication a connu d'importantes pertes d'emplois depuis 2000. Ceci nous laisse croire que les pertes d'emplois ne sont pas nécessairement liées à la crise économique, mais plutôt à un changement dans la structure du marché du travail.

**Tableau 5.5**  
**Variation annuelle du nombre d'emplois au Québec**

(en milliers)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ensemble de l'économie	74,7	37,4	129,7	58,9	51,7	36,8	48,1	86,3	30,0
Employés (exclut les travailleurs autonomes)	83,2	68,5	130,7	42,0	50,5	17,0	49,4	36,7	39,7
Secteur public	28,7	30,2	24,1	13,7	5,0	23,1	-2,6	15,4	9,3
Secteur privé	54,4	38,3	106,7	28,3	45,5	-6,1	52,1	21,2	30,5
<b>Par industrie</b>									
<b>Industries productrices de biens</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>46,4</b>	<b>17,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>12,6</b>	<b>24,8</b>	<b>29,0</b>	<b>14,3</b>
Agriculture	0,9	-4,6	5,1	-4,6	-6,9	10,7	4,3	0,2	-3,8
Foresterie, pêche, mines et extraction de pétrole et de gaz	2,4	-3,5	3,8	-1,4	-2,7	2,1	0,4	-3,0	-3,1
Services publics	0,8	1,7	0,6	0,5	1,8	-0,4	-2,1	2,6	0,6
Construction	10,5	-2,6	15,8	9,5	1,6	14,7	6,9	9,4	20,3
Fabrication	0,6	-4,9	21,1	-21,1	2,2	-14,5	-34,4	-38,1	0,4
<b>Industries productrices de services</b>	<b>61,3</b>	<b>51,2</b>	<b>83,4</b>	<b>76,1</b>	<b>55,5</b>	<b>24,3</b>	<b>73,0</b>	<b>115,2</b>	<b>15,6</b>
Commerce	22,2	8,2	26,3	27,6	15,0	8,3	8,9	17,5	-21,4
Transport et entreposage	10,2	4,5	-17,1	12,6	7,9	-13,3	2,8	11,2	7,6
Finance, assurances, immobilier et location	4,0	2,9	8,7	-3,3	12,8	1,9	18,5	9,3	-1,0
Services professionnels, scientifiques et techniques	-1,5	10,4	2,2	3,7	11,3	0,9	17,6	15,0	8,9
Services aux entreprises, services relatifs aux bâtiments et autres services de soutien	7,8	0,9	15,1	-7,6	-0,1	13,7	9,2	7,6	-10,5
Services d'enseignement	-9,3	4,6	10,7	8,5	-7,6	7,4	17,1	-1,6	-2,8
Soins de santé et assistance sociale	23,3	14,4	22,6	17,2	14,7	3,4	9,4	1,1	15,4
Information, culture et loisirs	1,2	10,8	4,6	3,4	4,6	1,8	-7,5	11,5	2,9
Hébergement et services de restauration	7,4	0,5	2,1	10,7	-7,5	7,1	-0,9	21,7	8,2
Autres services	-9,3	-15,1	10,5	4,5	0,9	-6,9	-2,0	17,6	-0,9
Administrations publiques	5,4	9,0	-2,3	-1,2	3,4	0,0	0,0	4,2	9,3

Source : Institut de la statistique du Québec. *Variation de l'emploi par rapport à l'année précédente selon le sexe, l'âge, le niveau d'études, le lien, le régime de travail et le statut de l'emploi, moyennes annuelles, Québec, 1998 à 2008*, 24 février 2009.  
[http://www.stat.gouv.qc.ca/donstat/societe/march\\_travl\\_remnr/parnt\\_etudn\\_march\\_travl/pop\\_active/tab12.htm](http://www.stat.gouv.qc.ca/donstat/societe/march_travl_remnr/parnt_etudn_march_travl/pop_active/tab12.htm).

**Tableau 5.6**  
**Variation annuelle du nombre d'emplois au Canada**

(en milliers)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ensemble de l'économie	357,5	182	364,2	361,9	274,7	222,7	314,6	382,1	259,4
Employés (exclut les travailleurs autonomes)	416,7	279	326,4	274,6	223,1	164,6	328,1	265,1	244,8
Secteur public	98,6	43,6	65,4	46,9	88,5	78,6	74,6	84,8	141,7
Secteur privé	318	235,4	261,1	227,7	134,6	85,9	253,6	180,3	103,1
<b>Par industrie</b>									
<b>Industries productrices de biens</b>	<b>79,5</b>	<b>-42,1</b>	<b>98,7</b>	<b>47,1</b>	<b>64,1</b>	<b>12,6</b>	<b>-16,5</b>	<b>7,1</b>	<b>28,3</b>
Agriculture	-33,9	-48,8	2,1	7,0	-6,4	17,7	2,7	-9,2	-10,2
Foresterie, pêche, mines et extraction de pétrole et de gaz	11,6	3,5	-8,6	11,3	5,0	19,8	23,7	9,2	0,8
Services publics	0,6	9,5	7,5	-1,4	2,8	-8	-3,3	16	13,8
Construction	43,2	14,2	40,9	40,8	45,7	67,8	50,2	63,8	98,7
Fabrication	57,9	-20,4	56,9	-10,7	16,9	-84,7	-89,7	-72,8	-74,6
<b>Industries productrices de services</b>	<b>277,9</b>	<b>224</b>	<b>265,6</b>	<b>314,8</b>	<b>210,6</b>	<b>210,1</b>	<b>331,1</b>	<b>375,1</b>	<b>231</b>
Commerce	75,1	70	46	58,5	39,3	67,5	58,9	48,9	-3,6
Transport et entreposage	75,1	-5,1	-24	12,5	-19,2	28,2	-8,6	-10	-52,5
Finance, assurances, immobilier et location	-2,0	18,8	18,4	21,9	43,6	27,2	52,7	19,9	15,0
Services professionnels, scientifiques et techniques	31,5	54,3	0,6	16,5	14,7	31,7	39,9	47,0	63,1
Services aux entreprises, services relatifs aux bâtiments et autres services de soutien	32,3	0,2	42,4	29,1	21,5	24,2	35,6	12,1	-15,6
Services d'enseignement	3,4	7,5	25,8	19,7	8,6	70,4	52,3	24,8	9,6
Soins de santé et assistance sociale	78	26,4	76,9	61,9	54,2	1,2	50,9	60,6	57,3
Information, culture et loisirs	31,6	47,3	5,7	-0,5	23,4	-2,9	9,9	37	-22,4
Hébergement et services de restauration	24,6	5	41,9	20,4	6,9	-7,9	10,5	54,4	4,1
Autres services	-28	-21,7	19,4	26,9	-16,5	-3,2	7,6	22,5	27,6
Administrations publiques	-3,7	12,8	3,5	30,1	6,5	7,6	4,3	27,2	61,1

Source : Statistique Canada, *Enquête sur la population active*.

## 6. Déficit et croissance : amis ou ennemis?

En réaction à la récession, les gouvernements ont gonflé leurs déficits pour tenter de stimuler l'économie. Pourtant, non seulement les effets bénéfiques présumés de ces politiques de « plans de relance » n'arrivent habituellement que trop tard, mais le caractère improvisé du bouquet des mesures proposées risque également de générer beaucoup de gaspillage et des incitations néfastes en amenant les entreprises à s'occuper davantage de leurs représentants politiques que de leurs marchés.

Que les gouvernements aient un rôle clé dans le développement et le maintien des infrastructures publiques, dans l'éducation, la formation professionnelle et la formation continue, entre autres, est indéniable. On pense en particulier aux infrastructures qui ne peuvent être financées efficacement par la tarification. Mais leur responsabilité en cette matière n'est pas plus grande en période de ralentissement économique. On doit peut-être se réjouir du fait qu'à défaut d'avoir bien rempli leur rôle de gardiens du bon état des infrastructures, les gouvernements se réveillent en période de ralentissement économique et s'y mettent enfin, mais leur réveil soudain apparaît surtout comme un indicateur de mauvaise gestion.

La relation entre déficits publics et croissance économique est pour la moins floue et le lien entre les deux très discutable. Pour s'en convaincre, considérons l'expérience canadienne des années 1990.

De 1990 à 1995<sup>1</sup>, le déficit budgétaire du gouvernement canadien s'est élevé en moyenne à 5 % du PIB, déjà une amélioration importante par rapport aux cinq années précédentes. De

1997 jusqu'à aujourd'hui, ces déficits ont fait place à des surplus. Que sait-on de l'impact de ce renversement, plutôt exceptionnel parmi les pays de l'OCDE, sur la croissance?

Dans la décennie des grands déficits, de 1985 à 1995, le Canada a eu une croissance du PIB réel par habitant nettement inférieure à celle du Japon, du Royaume-Uni, de l'Italie, des États-Unis, de la France. Pour la période des surplus budgétaires de 1997 à 2002, les résultats du Canada ont surpassé ceux de tous ces pays. Au chapitre de la création d'emplois, le Canada a également surpassé ces autres pays de 1994 à 2004 et l'écart entre le taux de chômage canadien et américain a chuté de manière importante, passant de 4,2 points de pourcentage de 1993 à 1996 à 1,5 point de 2003 à 2005. Parallèlement, le taux de participation de la main-d'œuvre et le taux d'emploi augmentaient tous les deux de manière importante au Canada par rapport aux États-Unis. De ces observations certes trop partielles, on peut au moins conclure que l'élimination de ses déficits chroniques a permis au Canada d'améliorer sa performance économique par rapport aux pays conservant des déficits budgétaires importants.

Il ne faut pas oublier que les citoyens et les entreprises, en tant qu'agents économiques, comprennent bien que ces déficits auront des conséquences sur la taxation et les taux d'intérêt, donc leurs coûts d'emprunt et leurs coûts du capital, dans un avenir plus prochain que lointain. Il y a un certain consensus chez les économistes sur le fait que les politiques fiscales discrétionnaires n'ont dans le meilleur des cas qu'un effet marginal, mais peuvent avoir par ailleurs provoqué des distorsions durables et importantes qui seront fort coûteuses sur le plan de l'efficacité économique.

Pour situer les plans de relance dans l'ensemble de l'économie, considérons le cas du Canada. Dans le discours du budget du ministre des Finances de janvier 2009, le gouvernement a annoncé des mesures qui mèneront à des déficits additionnels (à ceux qui auraient prévalu en l'absence du plan de relance) totalisant un peu moins de 50 milliards \$ au cours des six

1. Voir Industrie Canada, *Un partenaire indispensable*, 2003; Ministère des Finances Canada, *La mise à jour économique et financière*, 2006.

prochaines années. Ces déficits additionnels seront encourus d'une part en raison de hausses des investissements gouvernementaux dans les infrastructures et d'autre part à cause de baisses d'impôts dont certaines avaient déjà été annoncées, mais qui sont entrées en vigueur en 2009. Ces montants, bien qu'impressionnants à première vue, restent relativement marginaux par rapport à l'ensemble de l'économie. En effet, la composition du PIB canadien lors du troisième trimestre de 2008 (égal à 1640 milliards \$ sur une base annuelle) indique que les dépenses personnelles en biens et services totalisent plus de 900 milliards \$ par année, que les investissements privés totalisent plus de 315 milliards \$ et que les investissements publics totalisent plus de 50 milliards \$.

De toute évidence, le gouvernement canadien devrait et aurait dû se préoccuper d'abord et avant tout de ses missions premières (i) de bon gestionnaire des fonds publics et, pour ce faire, éviter de gonfler indûment son déficit conjoncturel, (ii) de bon gestionnaire des infrastructures publiques, tant de leur développement que de leur entretien, et (iii) de bon gestionnaire de la production des biens et services publics sous sa gouverne.

Il devrait et aurait dû aussi en priorité se consacrer à rétablir la confiance des agents économiques – individus, ménages et entreprises – de façon à assurer le fonctionnement efficace et transparent du système économique canadien, en particulier le bon fonctionnement, sous la gouverne de la Banque du Canada, du système financier.

En temps de récession comme en temps de croissance, une stratégie de déficit budgétaire, de protectionnisme et de subventions à tout vent ne peut que faire plus de mal que de bien. Mieux vaut une stratégie qui favorise l'ajustement nécessaire et efficace des prix, des marchés et du tissu industriel et qui laisse les entreprises se préparer à la reprise : une médecine exigeante, mais qui remettra le malade sur pied de manière durable. Les annonces de dépenses gouvernementales gargantuesques peuvent contribuer à la perte de confiance en annonçant une crise de plus en plus

grave, faisant augmenter les primes de risque et rendant plus difficiles les conditions d'accès au crédit bancaire.

D'abord, ces dépenses bloquent systématiquement les ajustements nécessaires au tissu commercial et industriel de leurs sociétés et économies respectives : il y avait bien avant la crise une surcapacité dans l'industrie automobile, dans l'industrie forestière, dans l'industrie agroalimentaire (des pays développés) et ailleurs. Il fallait libérer et éliminer cette surcapacité pour permettre aux entreprises rentables dans tous les secteurs, nouveaux ou non, de croître. Ensuite, les dépenses gouvernementales constituent un mécanisme d'éviction des investissements du secteur privé. Les déficits devront d'une manière ou d'une autre être financés et éventuellement remboursés. De plus, ils consomment des ressources réelles importantes et canalisées dans des programmes dont la rentabilité n'existe souvent que sur papier.

Les aides et subventions gouvernementales de toutes sortes visent supposément à soutenir les entreprises privées (les entreprises parapubliques étant toujours soutenues de manière prioritaire et permanente) qui doivent composer avec une concurrence intense ou des investissements très risqués. Les millions de dollars promis à Bombardier à l'été 2008 apparaissent aujourd'hui négligeables devant les milliards investis dans GM et Chrysler et les multiples milliards que réclament déjà d'autres entreprises dans bien d'autres secteurs (acier, transport, mines, agriculture, distribution, forêt, tourisme, culture, etc.), affirmant qu'elles sont aussi sinon plus méritantes que le secteur automobile.

Les coûts et bénéfices des aides gouvernementales ont toujours les mêmes caractéristiques. Les coûts sont diffus et répartis sur l'ensemble des citoyens et de l'économie alors que les bénéfices sont capturés par des groupes d'intérêts, patronaux et syndicaux entre autres, bien identifiés et politiquement influents.

C'est l'ensemble des décisions d'investissement, de R&D et de production qui est faussé par

ces programmes d'aide : il devient préférable de s'occuper des représentants politiques plutôt que de se soucier de sa compétitivité, donc de ses employés, clients, fournisseurs et concurrents. Cette stratégie est la voie royale vers l'inefficacité et la faillite éventuelle, une fois les fonds publics proprement dilapidés.

La bonne façon d'évaluer le coût anticipé d'une aide gouvernementale serait d'organiser une enchère visant à transférer le contrat d'aide, tant les garanties, prêts et autres déboursés que les remboursements, à une tierce partie du secteur privé. La meilleure offre reçue pourrait exiger une prime ou compensation d'un certain montant, que le gouvernement devrait inscrire à ses dépenses. Cette sanction transparente par le marché rassurerait l'ensemble des citoyens sur le fait que leur gouvernement veille à leurs intérêts et ne protège pas des emplois précaires d'aujourd'hui dans certaines entreprises au détriment de meilleurs emplois actuels et futurs dans l'ensemble de l'économie.

Face à la crise actuelle, la stratégie débridée de déficits et de subventions, freinant les ajustements souhaitables dans les prix, les marchés et le tissu industriel, risque surtout de retarder et d'affaiblir le retour à une véritable croissance.

## Conclusion : défis et perspectives

Pour conclure, nous regroupons nos recommandations en quatre points généraux.

1. Recentrer le rôle des gouvernements sur les conditions de création d'emplois et de richesse

Quand on évalue la dynamique des emplois et établissements créés et perdus en termes bruts, le portrait de la crise économique prend un tout autre visage. Malgré les pertes d'emplois nettes importantes des derniers trimestres, il reste que le secteur privé de l'économie américaine a continué à créer un nombre brut d'emplois très élevé dans toutes les industries : 7 222 000 emplois ont été créés en moyenne par trimestre, pour les quatre derniers trimestres disponibles (du quatrième trimestre de 2007 au troisième trimestre de 2008).

Quand on compare ces données à l'ampleur des plans de relance gouvernementaux, il apparaît évident que les autorités américaines, canadiennes et étrangères devraient de manière générale mettre l'accent sur des politiques qui catalyseront la création de nouveaux emplois plutôt que d'essayer de sauver des emplois qui sont probablement voués à disparaître. En effet, le nombre d'emplois effectivement visés par les plans de relance, tant aux États-Unis qu'au Canada et qu'en Europe, toujours exprimés en termes bruts, fait piètre figure par rapport à l'ampleur de la création brute d'emplois au sein du secteur privé, même durant les trimestres les plus difficiles de la récession<sup>1</sup>. Le processus de destruction créatrice, qui apparaît tant en période de croissance qu'en période de récession, domine de loin les effets visés par les actions directes des gouvernements.

1. La Maison Blanche a estimé le 30 octobre 2009 que le nombre d'emplois créés ou sauvés grâce à son « plan de relance » de 787 milliards \$ s'établissait à 640 239. Plusieurs intervenants suggèrent que cette estimation est généreuse, car les règles pour calculer les emplois sont plutôt nébuleuses et favorisent une surestimation des emplois créés ou sauvés (voir par exemple : Michael Cooper et Ron Nixon, « Reports Show Conflicting Number of Jobs Attributed to Stimulus Money », *New York Times*, 5 novembre 2009, p. A16).

C'est pourquoi les gouvernements devraient concentrer leurs efforts sur le rétablissement de la confiance et sur le développement des conditions favorables à la destruction créatrice, plutôt qu'intervenir directement au sein de l'économie. Malheureusement, les nombreux plans de relance qu'on a vus naître au cours de la dernière année semblent avoir davantage nui à la confiance et fait dérailler le processus de destruction créatrice qui favorise une reprise réelle et vigoureuse de la croissance.

2. Modification des contrats pour un ajustement graduel et automatique en fonction des conditions économiques

Luigi Zingales, professeur d'économie, d'entrepreneuriat et de finance à l'Université de Chicago, a proposé un plan en deux parties pour faciliter les ajustements des conditions hypothécaires aux variations importantes dans le prix des maisons<sup>2</sup>.

D'abord, le gouvernement devrait favoriser l'inclusion dans les contrats hypothécaires de clauses donnant aux propriétaires d'un logement l'option de renégocier leur prêt hypothécaire à la baisse lorsque la valeur des maisons dans leur quartier ou région a diminué de plus de 20 %. En contrepartie, le prêteur hypothécaire recevrait une portion du prix de vente éventuelle de la maison, par exemple 50 % de la différence entre le prix de vente et le prêt hypothécaire renégocié. C'est là une solution gagnant-gagnant comparativement à la saisie traditionnelle.

Ensuite, pour aider les institutions bancaires en difficulté, le gouvernement mettrait à leur disposition un processus rapide de recours à la faillite partielle selon lequel la dette (papier commercial et obligations) serait transformée en capital-actions et les actionnaires actuels verraient leur capital-actions liquidé tout en obtenant une option, à exercer dans les sept jours, de racheter la dette à sa valeur nominale. Afin de s'assurer que toutes les banques non solvables et seulement

2. Luigi Zingales, « Plan B », *The Economists' Voice*, vol. 5 (2008), no 6, article 4.

celles-là choisissent de recourir à ce processus de faillite, il faudrait assujettir la dette de court terme au processus. Dans la mesure où les créanciers de cette dette considèrent la banque comme non solvable, ils liquideront leur dette dès que possible, provoquant une crise de liquidités et forçant la banque à recourir au processus. Les incitations sont alors bien alignées et la banque retrouvera sa solidité financière, pourra recommencer à prêter et gardera par ailleurs toutes ses autres obligations contractuelles.

La force du processus est triple : d'abord, en cas de crise, le secteur bancaire serait recapitalisé sans injection de capital gouvernemental. Ensuite, le gouvernement n'a pas à déterminer la valeur des actifs de la banque en difficulté. Enfin, on évite de voir le gouvernement décider de l'avenir des banques individuelles, car le marché s'en chargera. Pour le professeur Zingales, il est maintenant temps que les gouvernements mettent en place une solution basée sur le fonctionnement des marchés privés pour d'abord éviter de gaspiller des fonds publics et ensuite n'utiliser la force publique que pour réorganiser rapidement et efficacement le secteur bancaire.

L'économiste Luc Vallée, ex-économiste en chef de la Caisse de dépôt et placement du Québec, a proposé une solution de rechange. Selon lui, le gouvernement devrait offrir à tous les propriétaires occupant leur logement la possibilité d'en vendre un certain pourcentage au gouvernement. Mais, selon Vallée, cette offre doit prévoir des incitations qui assureront que seuls les propriétaires en difficulté accepteront d'y souscrire, ce qu'il définit dans sa proposition.

Cette option est intéressante sur plusieurs plans. Premièrement, les décisions individuelles d'accepter ou non l'option offerte par le gouvernement fourniraient de l'information importante sur la qualité des prêts hypothécaires. En effet, cette offre n'est intéressante que si les propriétaires sont incapables de rembourser leurs prêts. Ainsi, le secteur financier serait en mesure de déterminer la valeur des blocs hypothécaires. Comme l'offre est faite à tous les propriétaires, la nécessité de

déterminer qui devrait bénéficier de l'aide disparaît, un problème épineux des plans d'aide mis de l'avant par les différents gouvernements. Deuxièmement, la possibilité offerte à chaque propriétaire de vendre une quote-part de leur logement au gouvernement (conversion de dette en prise de participation) entraînerait une baisse suffisante des paiements hypothécaires pour permettre à de nombreux propriétaires en difficulté de passer à travers la crise. De plus, cette opération assainirait les bilans financiers des institutions bancaires. Troisièmement, cette stratégie permettrait de stabiliser le marché de l'immobilier en cas de baisse abrupte des prix puisqu'elle réduit le nombre de logements qui seront mis en vente.

D'autres types d'options similaires pourraient être intégrés dans les contrats hypothécaires ou autres pour permettre, en cas de récession ou de crise, des ajustements continuels aux conditions économiques plutôt que des ajustements brusques en cascade qui ne font qu'aggraver inutilement les mauvaises conditions économiques. Ces options seront évidemment incorporées aux contrats à un certain coût pour les parties. Mais, dans la mesure où suffisamment de ces clauses d'ajustement seront effectivement intégrées dans les contrats, elles permettront de réduire les effets collatéraux non désirables des récessions.

### 3. Règles microprudentielles et macroprudentielles

Parmi les changements les plus importants qui permettront d'améliorer la réglementation des institutions financières, il faut mentionner les diverses règles microprudentielles et macroprudentielles qui pourraient être implantées dans les prochaines années.

Parmi ces règles, on retrouve les suivantes :

- ▶ L'utilisation des taux d'intérêt (donc des niveaux de risque) comme facteur de pondération pour la détermination des réserves en capital que devront détenir les institutions.

- ▶ L'imposition aux grandes institutions financières de coefficients de réserve en capital plus élevés en périodes normales ou de croissance soutenue et plus faibles en période de récession. Définir de tels coefficients de réserves permettrait d'accumuler des réserves de capital excédentaires en période favorable à utiliser pour soutenir l'économie et leurs opérations lors des périodes de troubles majeurs. Il serait aussi avisé d'exiger que les banques et autres institutions financières assimilées les plus grosses et les plus complexes (« *too big to fail* ») détiennent des réserves en capital plus élevées étant donné le risque systémique qu'elles représentent pour l'économie.
- ▶ L'imposition de *stress tests* et de calculs de « VaR » (valeur à risque) externes par les organismes responsables de la stabilité des systèmes bancaires et financiers nationaux et du système financier international. Ces tests permettraient de quantifier les effets de chocs financiers majeurs sur le système bancaire : récession majeure, variations importantes des taux de change, choc pétrolier, forte baisse des cours boursiers, en particulier des bourses de produits dérivés. Ces *stress tests* doivent permettre de déterminer les ratios de solvabilité critiques permettant aux systèmes bancaires et financiers de supporter des chocs macroéconomiques d'envergure telle une récession économique prolongée sur deux ou trois ans.
- ▶ L'obligation des agences de cotation (les « organismes de cotation statistique nationalement reconnus » ou NRSRO en anglais) de rendre des comptes quant à leurs évaluations des probabilités de défaut et des pertes en cas de défaut. En plus du capital de réputation qui constitue la principale source de valeur des agences de cotation, on peut anticiper que ces agences devront un jour ou l'autre devoir contribuer à clarifier et à caractériser les incitations auxquelles elles font face et devoir démontrer une capacité financière suffisante pour faire face à des contestations de la qualité de leurs prévisions et analyses, eu égard aux résultats observés.
- ▶ Dans l'esprit des clauses d'ajustement des contrats dont nous avons traité plus haut, il faudra favoriser la « mise en faillite » ordonnée des banques et institutions les plus grosses et les plus complexes : plan de contingence pour le transfert du contrôle et pour le partage des coûts et pertes.
- ▶ Pour éviter les déboires causés par les interventions directes et malavisées des autorités politiques dans la conduite des institutions et des marchés, il faudrait abolir les entreprises offrant des garanties gouvernementales, favorisant par le fait même de mauvaises règles de gestion, telles Fannie Mae, Freddie Mac, la Federal Housing Administration, les Federal Home Loan Banks et ce, en faveur d'une aide directe aux plus démunis pour l'accession à la propriété.
- ▶ Finalement, une mesure susceptible d'améliorer la gouvernance des grandes banques, en particulier un contrôle raisonnable et efficace des gestionnaires par les actionnaires, il faudrait rendre plus flexibles les règles sur la propriété des banques, actuellement très restrictives.

#### 4. Défis politiques et sociaux

Parmi les défis plus larges et plus englobants auxquels nous ferons face, il faut mentionner l'ultime danger d'un recours aux mesures protectionnistes et d'achat local comme tentative de mousser la demande pour les produits et services locaux, au détriment du coût de la vie et du bien-être de la population. Il y a actuellement un réel danger de voir apparaître un cercle vicieux où le protectionnisme répond au protectionnisme, plongeant les économies dans un véritable marasme : rappelons que deux emplois sur cinq au Canada dépendent des marchés étrangers.

Il faut plutôt veiller à protéger le mouvement vers la mondialisation et la libéralisation toujours plus grande des marchés. Certains ont peur des processus concurrentiels non seulement à l'échelle nationale, mais aussi dans le contexte international. La mondialisation des marchés est souvent

considérée comme responsable de la destruction d'emplois (sous-traitance ou délocalisation) dans les économies développées et comme favorisant l'exploitation des travailleurs dans les pays sous-développés.

Cependant, la croissance substantielle du commerce international durant le dernier demi-siècle a été un facteur majeur d'amélioration tant du bien-être économique collectif que du développement culturel et social. Comme le mentionne l'économiste indien Amartya Sen, lauréat du prix Nobel d'économie en 1998 :

« Il y a quelques siècles à peine, la pauvreté et une vie "misérable, bestiale et brève", comme l'écrivait Thomas Hobbes, dominaient le monde, à l'exception de rares poches d'abondance. En maîtrisant cette pénurie, la technologie moderne de même que les échanges économiques ont eu leur importance. Les situations précaires ne peuvent s'inverser si les plus démunis sont privés des bienfaits considérables de la technologie contemporaine, de la solide efficacité du commerce et des échanges internationaux, enfin des avantages sociaux autant qu'économiques à vivre dans une société ouverte plutôt que fermée. Ce qui est nécessaire, c'est une répartition plus équitable des fruits de la mondialisation »<sup>3</sup>.

Sans entrer plus dans le détail, il est clair que nier le potentiel phénoménal du commerce international dans l'amélioration du bien-être de tous doit venir d'une mauvaise compréhension ou d'une ignorance pure et simple des éléments les plus importants de l'histoire économique moderne, à savoir la théorie des avantages comparatifs formulée par l'économiste David Ricardo<sup>4</sup> dont les implications sont implacables et inévitables, mais relativement contre-intuitives. Elle affirme qu'à condition qu'il existe une différence entre les coûts comparés de production de différents biens et services constatés en autarcie dans plusieurs pays,

chacun d'eux bénéficiera du commerce international en se spécialisant dans la production et en exportant les biens pour lesquels il dispose du plus fort avantage comparé ou du moindre désavantage comparé, en important en échange les autres biens. Il est important d'insister sur le fait que *tous les pays* vont bénéficier de ce commerce, indépendamment de leur compétitivité *absolue*.

Cette assertion est sans doute un des résultats les plus importants de la théorie économique moderne. Elle est le fondement du libre-échange, de l'éradication de la pauvreté, de la création de richesse, de la croissance économique et du progrès social.

3. Amartya Sen, « Dix vérités sur la mondialisation », *Le Monde*, 18 juillet 2001.

4. David Ricardo, *On the Principles of Political Economy and Taxation*, 1817.



## À propos de l'auteur

**M**arcel Boyer, économiste principal à l'Institut économique de Montréal (IEDM), est l'un des économistes les plus réputés au Canada. Titulaire d'un doctorat en économie de l'Université Carnegie-Mellon, il est professeur émérite de sciences économiques à l'Université de Montréal. Il est aussi Fellow du Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO) et de l'Institut C.D. Howe, en plus de siéger au conseil d'administration de l'Agence des partenariats public-privé du Québec. Il a notamment obtenu en 1985 le prix triennal d'excellence scientifique Marcel-Dagenais de la Société canadienne de science économique et en 2002 le prix Marcel-Vincent de l'Association francophone pour le savoir (ACFAS) pour la qualité exceptionnelle de ses travaux en sciences sociales. Il est membre élu de la Société royale du Canada (Les Académies des arts, des lettres et des sciences du Canada) et a été président de l'Association canadienne d'économie et de la Société canadienne de science économique.



*Institut  
économique  
de Montréal*

*Des idées pour enrichir le Québec*