

Les impacts de la crise financière au Canada

On ne peut passer à côté : la crise financière mondiale est sur toutes les lèvres et elle suscite beaucoup d'inquiétudes. Ces dernières semaines ont fait état de faillites bancaires (principalement aux États-Unis et en Europe), d'importantes corrections boursières, d'interventions gouvernementales musclées, de baisses de taux d'intérêt directs ainsi que d'une multitude de mesures moins conventionnelles de la part des banques centrales. Mais le climat d'incertitude demeure et l'incidence de la crise sur les conditions de crédit vient amplifier les risques de récession un peu partout sur la planète. Le Canada n'échappe évidemment pas à cet environnement de morosité. Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons que même si les perspectives économiques se sont assombries, le Canada bénéficie d'avantages appréciables. En outre, les institutions financières canadiennes sont, dans l'ensemble, dans une position financière enviable, et les risques d'une correction majeure des prix de l'immobilier demeurent limités. Dans ces conditions, les Canadiens doivent garder la tête froide, ce qui n'empêche pas que l'occasion est tout indiquée pour s'interroger sur sa stratégie de placement.

LA CRISE FINANCIÈRE SECOUÉ LA PLANÈTE

Même si l'actuelle crise financière prend racine aux États-Unis, ce sont tous les marchés financiers de la planète qui écopent. Les indices boursiers ont perdu énormément de terrain au cours des dernières semaines, les taux des obligations fédérales sont en baisse et la plupart des devises se déprécient vis-à-vis du dollar américain. Malgré l'adoption par le Sénat et la Chambre des représentants du plan de sauvetage aux États-Unis, le climat d'incertitude demeure tandis que les difficultés observées au sein des institutions financières dépassent les frontières américaines, notamment en Europe. De plus, les inquiétudes se tournent maintenant vers les conséquences de cette crise financière sur les perspectives économiques aux États-Unis et dans le reste du monde. Dans ces conditions, quels sont les impacts pour le Canada?

LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES CANADIENNES SEMBLENT EN MEILLEURE POSTURE

D'entrée de jeu, soyons rassurants : dans l'ensemble, la position financière des principales institutions financières canadiennes est relativement bonne. Une récente étude du Forum économique mondial place d'ailleurs le Canada au premier rang de la planète quant à la solidité de son système

bancaire. Les risques de défaut ou de faillite sont donc extrêmement minces au pays. Cela reflète en partie un modèle d'affaires différent de celui des banques américaines. En outre, la notion de banque d'investissement n'est pratiquement pas présente au pays, les principales institutions financières canadiennes étant des organismes complets offrant des services tant aux particuliers qu'aux entreprises. Rappelons que ce sont surtout les banques d'investissement qui ont connu d'importantes difficultés aux États-Unis.

Les institutions financières canadiennes sont en meilleure posture que leurs homologues américaines et européennes quant à leur degré d'exposition à l'endettement. Selon le gouverneur de la Banque du Canada¹, les grandes banques canadiennes ont un ratio moyen des actifs sur les fonds propres de 18. Plus ce ratio est élevé, plus les actifs possédés par une banque ont été obtenus par endettement plutôt que par l'injection de capitaux propres. Il s'agit donc d'une mesure du niveau d'endettement d'une institution financière et de

¹ Voir le discours prononcé par M. Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, au Cercle Canadien de Montréal le 25 septembre 2008.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Benoît P. Durocher
Économiste senior

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

son exposition à l'effet de levier. Signalons que la réglementation canadienne exige le maintien d'un ratio maximal de 20. Or, le ratio correspondant des banques d'affaires américaines dépasse 25, celui des banques européennes est d'environ 30, tandis que le ratio des plus importantes banques au monde dépasse 40. Cette position avantageuse des institutions financières canadiennes minimise les risques de sous-capitalisation, ce qui réduit la menace que l'accès au crédit soit restreint.

Par ailleurs, le principal problème des banques américaines, à savoir une exposition élevée au crédit hypothécaire à risque dans un contexte de baisse généralisée des prix de l'immobilier, est pratiquement absent au pays. D'une part, l'exposition des institutions financières canadiennes aux hypothèques à risque aux États-Unis a déjà en grande partie été dévoilée et les pertes absorbées. D'autre part, le phénomène des hypothèques à risque en était à ses balbutiements au Canada lorsque la crise a commencé à l'été 2007. Dès lors, les institutions financières canadiennes ont mis un frein à ce type de développement, de sorte que leur exposition à ce genre de produits est limitée. De plus, les hypothèques de 40 ans ne sont maintenant plus permises au pays et il faut dorénavant un minimum de 5 % en comptant pour acheter une propriété.

L'état du marché immobilier est aussi fort différent entre les deux pays. Alors qu'une baisse importante des prix et qu'un accroissement des délinquances sont observés aux États-Unis, la situation du marché immobilier canadien est beaucoup plus saine². Si certaines régions subissent une légère réduction, la plupart des grandes villes canadiennes bénéficient encore d'une hausse modérée des prix de l'immobilier. Il faut dire qu'une grande partie de la croissance des prix des dernières années était attribuable à un rattrapage à la suite d'une demande excédentaire accumulée au cours des années 90. De plus, le marché canadien a été nettement moins gonflé par l'avènement des hypothèques à risque. Dans ces conditions, les possibilités d'une correction majeure des prix de l'immobilier demeurent faibles au Canada.

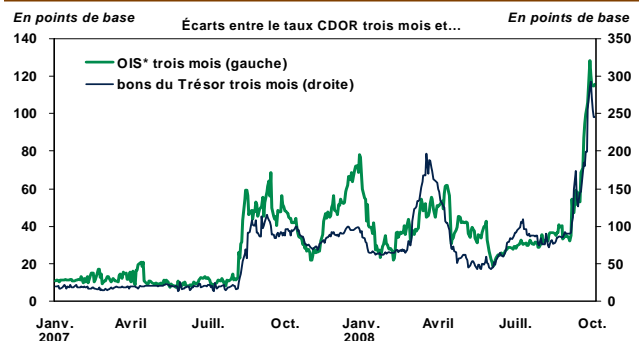
En définitive, il y a donc très peu de risques que nos gouvernements soient dans l'obligation d'intervenir pour sauvegarder une institution financière au pays, comme cela a récemment été le cas aux États-Unis et en Europe. Cela dit, l'État n'est pas resté pour autant les bras croisés. Le gouvernement canadien a récemment annoncé son intention d'acheter jusqu'à 25 G\$ de blocs de prêts hypothécaires

assurés en vertu de la Loi nationale sur l'habitation. Ces achats, effectués par le biais de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), aideront les institutions financières canadiennes à se procurer des fonds à long terme. De plus, la Banque du Canada a massivement injecté des liquidités tout en élargissant l'éventail des titres pouvant être pris en pension dans le but de faciliter le bon fonctionnement des marchés financiers. Elle a aussi conclu des accords de réciprocité avec les autres banques centrales et émis davantage de bons du Trésor. Dans un geste concerté avec plusieurs autres banques centrales, la Banque du Canada a aussi récemment réduit ses taux d'intérêt directeurs de 50 points de base afin de soutenir l'économie canadienne en cette période de crise.

LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES NE SONT CEPENDANT PAS COMPLÈTEMENT À L'ABRI

Il n'empêche que les institutions financières canadiennes ne sont pas totalement immunisées contre les effets de la crise financière. L'un des principaux impacts de l'actuelle crise financière consiste en une plus grande rareté des liquidités au sein des marchés financiers mondiaux. Cela se traduit pour les institutions financières canadiennes par un accès plus difficile et plus coûteux aux capitaux. Par exemple, l'écart entre le taux CDOR trois mois (représentant la moyenne du coût de financement sur le marché canadien des institutions financières au pays) et le taux des bons du Trésor de trois mois (représentant le coût de financement du gouvernement fédéral) a augmenté significativement depuis le début de la crise à l'été 2007 (graphique 1). Toute proportion gardée, les conditions de financement des institutions financières canadiennes se sont donc visiblement dégradées au cours des dernières semaines, ce qui défavorise leur rentabilité.

Graphique 1 – Les écarts de taux s'élargissent



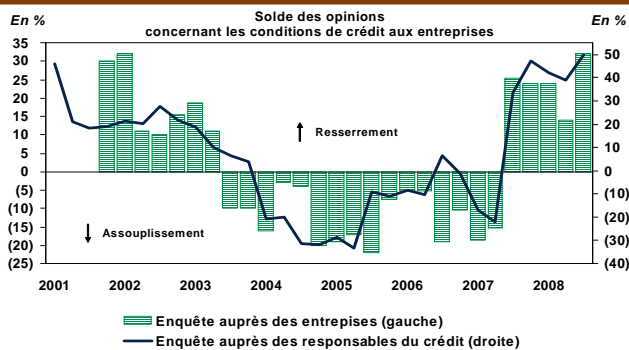
* Overnight Index Swap.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Ces écarts se répercutent sur les conditions de crédit des ménages et des entreprises au pays. Selon deux enquêtes menées par la Banque du Canada auprès des entreprises ainsi que des responsables du crédit, un important resserrement

² Voir notre *Point de vue économique* « Loin d'être généralisée, la baisse des prix de l'immobilier résidentiel se poursuivra dans certaines parties du pays », publié le 25 septembre dernier, pour une analyse complète des prix de l'immobilier au Canada.

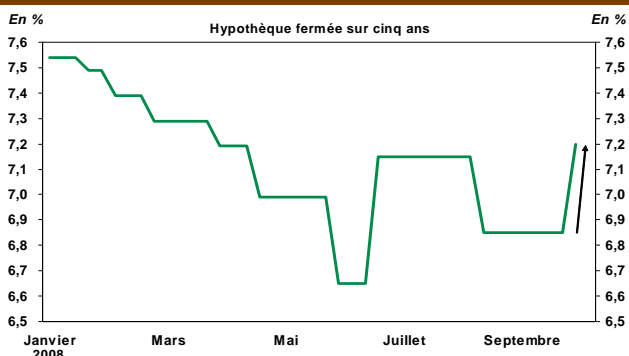
des conditions de crédit est observé au sein des entreprises depuis quelques trimestres (graphique 2). Malheureusement, nous ne disposons d'aucune information précise concernant les conditions de crédit aux ménages (consommation et hypothèques). Plusieurs indices laissent toutefois entrevoir un certain resserrement des conditions. Certains taux hypothécaires ont augmenté récemment et la dernière baisse des taux d'intérêt directeurs ne s'est pas entièrement reflétée tout de suite au sein du taux préférentiel des institutions financières (graphique 3).

Graphique 2 – Les conditions de crédit aux entreprises sont moins favorables



Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Certains taux hypothécaires ont augmenté récemment



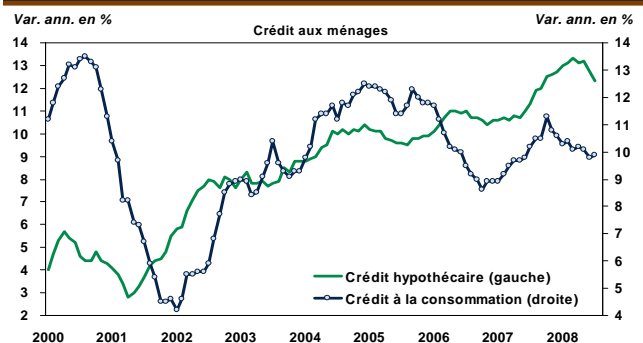
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

L'ÉCONOMIE CANADIENNE S'EN RESENTIRA

Les impacts de la crise financière au Canada ne se bornent pas qu'aux répercussions sur les institutions financières. Il est en effet à craindre que l'ensemble de l'économie en soit affecté. Premièrement, le resserrement des conditions de crédit pourrait se traduire par une progression moins importante des dépenses de consommation (en particulier les biens durables) et de l'investissement. Dans un contexte où l'économie canadienne repose grandement sur la vitalité de sa demande intérieure, un ralentissement plus important des dépenses de consommation et de l'investissement abaisserait de façon significative les perspectives économiques au pays.

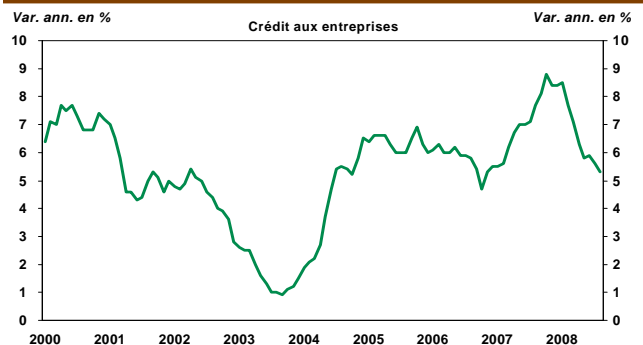
Nous ne disposons actuellement que des résultats antérieurs au mois d'août concernant l'encours du crédit. Pour l'instant, les données signalent que le crédit aux ménages (hypothèques et consommation) poursuit sa progression de façon relativement soutenue (graphique 4). Du côté du crédit aux entreprises, même si un ralentissement y est observé depuis quelques mois, la croissance se maintient à un rythme conforme à la moyenne des dernières années (graphique 5). Il se peut cependant que ces résultats soient entachés prochainement par la détérioration des conditions de crédit. Ce serait alors le prélude à des difficultés nettement plus importantes au sein de l'économie intérieure.

Graphique 4 – La progression du crédit aux ménages demeure assez élevée



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Le crédit aux entreprises ralentit



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Deuxièmement, l'économie canadienne pourrait être touchée par les effets indirects de cette crise. En outre, les problèmes au sein des institutions financières américaines devraient mener à un plus grand resserrement des conditions de crédit au sud de la frontière. Selon toute vraisemblance, cela amènera un ralentissement encore plus important des dépenses de consommation des Américains. Les risques de récession se sont d'ailleurs fortement accrues au cours des dernières semaines aux États-Unis. Par exemple, l'indice ISM manufacturier est descendu à 43,5 en septembre, soit un

niveau près de celui signalant un recul de l'économie américaine (41,1). Dans ces conditions, il est probable que les difficultés des exportateurs canadiens s'accroîtront. De plus, même si le huard s'est déprécié significativement au cours des derniers mois (en particulier lors des derniers jours), il est encore relativement élevé. Le taux de change est donc toujours un facteur modérateur au sein du commerce extérieur canadien.

Malheureusement, les difficultés des exportateurs canadiens ne se limitent pas qu'au ralentissement de la demande américaine. L'effet de contagion de la crise financière à l'ensemble des pays industrialisés assombrit les perspectives de croissance de l'économie mondiale et augmente la possibilité d'une récession à l'échelle planétaire. La demande mondiale de matières premières (dont l'énergie) pourrait donc ralentir davantage que prévu, ce qui accentuerait les difficultés des exportateurs canadiens. Les prix des matières premières s'ajustent d'ailleurs à ce ralentissement de la demande, et une forte baisse est déjà observée depuis quelques semaines.

De plus, la diminution des prix des exportations canadiennes devrait détériorer les conditions des termes de l'échange au pays. L'effet de richesse associé à l'augmentation des prix des matières premières dont bénéficiaient les Canadiens pourrait donc se renverser au cours des prochains trimestres.

Enfin, l'évolution récente des marchés financiers pourrait entraver sérieusement la croissance économique au pays. Le climat d'incertitude, combiné à la baisse des prix des matières premières, entraîne une réduction importante de la Bourse canadienne. Au moment d'écrire ces lignes, l'indice S&P/TSX a perdu 32,9 % depuis son sommet cyclique du 18 juin dernier tandis que les pertes depuis le début de l'année 2008 s'élèvent à 26,9 % (graphique 6). À l'étranger, l'indice américain S&P 500 a perdu 31,6 % depuis le début de l'année tandis que le recul des principaux indices s'élève à

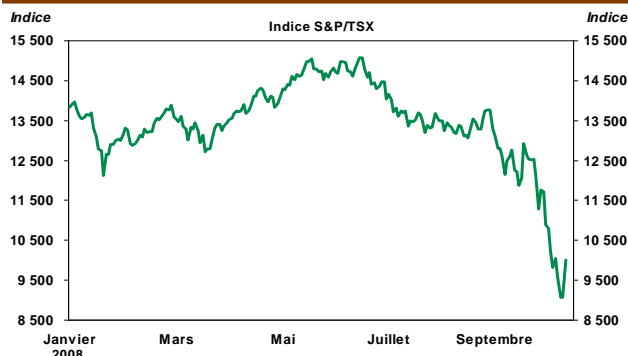
31,9 % en Angleterre, à 35,5 % en Allemagne, à 35,4 % en France et à 38,3 % au Japon. Il n'y a donc aucune échappatoire possible, et le portefeuille boursier de nombreux ménages canadiens de même que les avoirs des caisses de retraite ont diminué significativement au cours des derniers mois. Il est à craindre que cette diminution des actifs financiers des ménages abaisse davantage la confiance des consommateurs, déjà durement touchée par la hausse des prix de l'essence survenue plus tôt en 2008. L'actuel ralentissement des dépenses de consommation pourrait donc s'intensifier. Heureusement, la baisse des prix du pétrole brut observée depuis quelques semaines se répercute de plus en plus sur les prix à la pompe. Même si ces derniers demeurent relativement élevés d'un point de vue historique, le récent repli pourrait néanmoins se refléter positivement sur la confiance des ménages et ainsi contrebalancer, en partie, l'impact de la chute des cours boursiers.

Au bout du compte, que ce soit par le biais du commerce extérieur, des dépenses de consommation ou de l'investissement, un risque à la baisse plane sur l'économie canadienne. Dans ces circonstances, l'actuel climat de stagnation ou de très faible croissance économique au pays pourrait se prolonger au cours des prochains mois. Il n'est également pas exclu qu'une récession technique soit en fin de compte décelée durant cette période. En fait, nous estimons à 50 % les probabilités d'une récession au Canada. Par contre, si jamais une récession devait se concrétiser au pays, elle serait selon toute vraisemblance d'une ampleur limitée.

Au Québec, l'économie tourne également au ralenti depuis la mi-2007 et les risques de récession sont toujours présents. En dépit de la baisse des prix énergétiques, la confiance des consommateurs tarde à regagner le terrain perdu. La remontée du taux de chômage, qui est passé d'un creux de 6,8 % en janvier à 7,3 % en septembre, est préoccupante. Son niveau demeure cependant faible selon les standards historiques et, surtout, loin de la pointe de 14,2 % atteinte lors de la récession du début des années 90. Au moment où la baisse des exportations s'accroît, le principal pilier de la demande intérieure, soit les dépenses de consommation, risque de ralentir.

En Ontario, si les résultats des comptes économiques du printemps ont été plus élevés que prévu, il n'en demeure pas moins que les perspectives économiques sont encore sombres. Non seulement le secteur de la fabrication ontarien sera fortement freiné par la baisse de la cadence de l'économie américaine et mondiale, mais les difficultés de l'industrie de l'automobile devraient s'accroître alors qu'un nombre croissant de consommateurs freineront leurs dépenses en biens durables. Dans ce contexte, les probabilités d'une récession en Ontario demeurent supérieures à 50 %.

Graphique 6 – La Bourse canadienne a fortement chuté depuis son sommet cyclique de juin



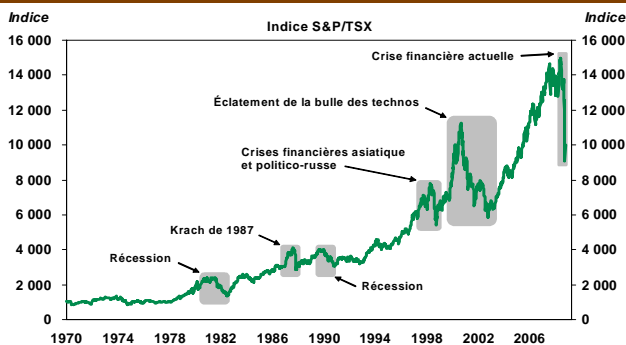
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

RISQUES POUR LES MARCHÉS FINANCIERS CANADIENS

En dépit de l'adoption de plusieurs mesures stabilisatrices (plan de sauvetage des Américains et des Européens, baisse concertée des taux d'intérêt directeurs, ajouts de liquidités, etc.), les marchés financiers mondiaux demeurent fragiles. Non seulement les problèmes se répandent au sein d'institutions financières à l'extérieur des États-Unis, mais les inquiétudes sont de plus en plus tournées vers la possibilité d'un ralentissement significatif des économies américaine et mondiale. Le climat d'incertitude se prolongera certainement encore pendant plusieurs semaines. Quand et à quel niveau la débâcle boursière s'arrêtera-t-elle? Il est évidemment difficile de répondre à cette question. La mise en œuvre graduelle des plans de sauvetage américain et européen, les interventions de certains gouvernements, les baisses concertées des taux d'intérêt directeurs, ainsi que d'autres mesures à venir devraient néanmoins favoriser une certaine stabilisation au cours des prochaines semaines.

En cette période trouble, les investisseurs ont toutefois avantage à garder la tête froide. Comme on peut le constater dans le graphique 7, la Bourse canadienne a subi plusieurs cycles baissiers au cours des dernières décennies. À première

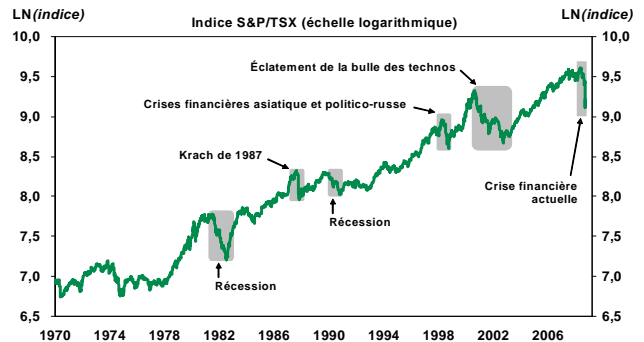
Graphique 7 – La récente chute boursière en perspective (1)



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

vue, la baisse du S&P/TSX depuis le début de la crise semble importante par rapport aux corrections précédentes. Il faut toutefois mettre les soubresauts du S&P/TSX en perspective. Une baisse de 1 000 points n'a pas le même impact en 2008, alors que le S&P/TSX est aux alentours de 10 000, qu'une correction similaire en 1987, soit lorsque l'indice se situait près des 4 000 points. En ce sens, l'utilisation d'une échelle logarithmique (graphique 8) permet de comparer l'évolution du S&P/TSX à travers le temps, tout en conservant la même amplitude. On peut en tirer deux constats. D'une part, la correction du S&P/TSX survenue au cours des derniers mois demeure à ce jour inférieure à plusieurs corrections majeures observées dans le passé. D'autre part, l'histoire démontre que les hauts et les bas sont dans la nature des marchés boursiers et que ces derniers finissent à la longue par regagner

Graphique 8 – La récente chute boursière en perspective (2)



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

le terrain perdu. Ce n'est qu'une question de temps. Il ne faut donc pas céder à la panique. En fait, la baisse des marchés boursiers mettra de plus en plus en lumière certaines opportunités d'achat, et plusieurs investisseurs pourraient même en tirer profit. La récente chute boursière illustre néanmoins l'importance d'avoir une stratégie d'investissement conforme à nos objectifs, à notre tolérance vis-à-vis du risque et à notre horizon de placement.

En ce qui concerne les devises, les titres américains jouent une fois de plus leur rôle de valeurs refuges en cette période de grande incertitude. Cela favorise le dollar américain au détriment des autres devises. Le huard est doublement touché, car la baisse des prix des matières premières accentue sa correction. Nous demeurons cependant optimistes à plus long terme concernant le dollar canadien. Une fois la crise financière et le ralentissement économique surmontés, la tendance à la hausse des prix des matières premières devrait reprendre ses droits. Le huard pourrait donc s'apprécier de nouveau à compter de 2009.

Du côté des taux d'intérêt, ce sont surtout les grands écarts entre les titres de dette gouvernementaux et les autres types d'emprunts qui retiennent l'attention. La poursuite du climat d'incertitude au cours des prochains mois sera évidemment propice au maintien d'écarts importants. Le coût de financement des institutions financières demeurera donc sous pression, ce qui pourrait limiter les baisses des taux hypothécaires et des autres taux d'intérêt en vigueur au Canada, voire engendrer de nouvelles augmentations, quoique légères.

LE CANADA EST RELATIVEMENT BIEN POSITIONNÉ POUR SURMONTER LA CRISE

En conclusion, les Canadiens ne pourront visiblement pas échapper aux effets directs et indirects de la crise financière. Le Canada bénéficie néanmoins de plusieurs avantages qui devraient lui permettre de traverser la crise sans trop de

heurts. D'une part, la Banque du Canada dispose d'une certaine marge de manœuvre dans la gestion de sa politique monétaire. Avec un taux cible des fonds à un jour à 2,50 %, il y a encore assez d'espace pour procéder à plusieurs autres réductions. Cela contraste avec la situation américaine, où le taux cible des fonds fédéraux se situe déjà à 1,50 %. D'autre part, le bilan des institutions financières canadiennes semble en relativement bonne posture, et les risques d'une correction majeure du marché immobilier canadien sont limités.

De plus, les gouvernements sont en bonne position pour réagir en cas de difficultés. Tant le gouvernement fédéral que celui de la plupart des provinces ont dégagé d'importants surplus budgétaires au cours des dernières années. Même si leurs résultats financiers risquent de se dégrader en raison du ralentissement économique, leur situation demeure bonne en comparaison de la plupart des autres gouvernements de la planète. Cela leur procure une certaine latitude. Dans ce contexte, il ne serait pas désappointant que des déficits soient déclarés au cours des prochains exercices, à condition qu'il s'agisse d'une situation temporaire et cyclique. De plus, les gouvernements du Québec, de l'Ontario et de certaines autres provinces ont déjà entamé un important programme d'investissement en infrastructures, contribuant ainsi significativement à la croissance économique. Par contre, si la crise financière avait des impacts plus importants sur l'économie au cours des prochains mois, il faudrait intervenir rapidement. C'est ainsi que des mesures supplémentaires pourraient agir en appui : intensification des travaux publics,

programme de soutien sectoriel ciblé ou injection d'aide d'urgence aux ménages.

Enfin, la stabilité monétaire instaurée par la Banque du Canada depuis le début des années 90 avec l'établissement d'une fourchette cible pour l'inflation devrait amoindrir les soubresauts de l'économie canadienne. Il ne faut donc pas craindre une répétition de la récession du début des années 80, alors que les taux d'intérêt avaient augmenté considérablement sous l'incidence d'une forte progression des prix.

Pour passer au travers de la crise, la Banque du Canada doit néanmoins continuer, en collaboration avec les autres banques centrales, à rendre le marché monétaire plus fluide et tenter de diminuer, le plus possible, les coûts d'emprunt des particuliers et des entreprises. De son côté, le gouvernement fédéral doit s'assurer de réduire la méfiance des épargnants envers le système financier. Parmi les mesures qui peuvent être appliquées rapidement, le relèvement temporaire de la limite de l'assurance-dépôts et son application à une gamme plus large de produits, comme l'ont fait d'autres pays, est un moyen simple qui serait favorablement accueilli.

Benoit P. Durocher
Économiste senior