



National Library
of Canada

Bibliothèque nationale
du Canada

Canadian Theses Service

Service des thèses canadiennes

Ottawa, Canada
K1A 0N4

NOTICE

The quality of this microform is heavily dependent upon the quality of the original thesis submitted for microfilming. Every effort has been made to ensure the highest quality of reproduction possible.

If pages are missing, contact the university which granted the degree.

Some pages may have indistinct print especially if the original pages were typed with a poor typewriter ribbon or if the university sent us an inferior photocopy.

Reproduction in full or in part of this microform is governed by the Canadian Copyright Act, R.S.C. 1970, c. C-30, and subsequent amendments.

AVIS

La qualité de cette microforme dépend grandement de la qualité de la thèse soumise au microfilmage. Nous avons tout fait pour assurer une qualité supérieure de reproduction.

S'il manque des pages, veuillez communiquer avec l'université qui a conféré le grade.

La qualité d'impression de certaines pages peut laisser à désirer, surtout si les pages originales ont été dactylographiées à l'aide d'un ruban usé ou si l'université nous a fait parvenir une photocopie de qualité inférieure.

La reproduction, même partielle, de cette microforme est soumise à la Loi canadienne sur le droit d'auteur, SRC 1970, c. C-30, et ses amendements subséquents.

CIRCULATION FINANCIERE ET FINANCEMENT DE LA DÉPENSE :
UNE ANALYSE CONJONCTURELLE DES COMPTES DES FLUX FINANCIERS

par

Guy Fortin
(048329)

Thèse présentée à l'Ecole des Etudes Supérieures
de l'Université d'Ottawa

Pour l'obtention du diplôme de Maîtrise

Directeur de thèse : Professeur Marc Lavoie

© Guy Fortin, Ottawa, Canada, 1990



National Library
of Canada

Bibliothèque nationale
du Canada

Canadian Theses Service Service des thèses canadiennes

Ottawa, Canada
K1A 0N4

The author has granted an irrevocable non-exclusive licence allowing the National Library of Canada to reproduce, loan, distribute or sell copies of his/her thesis by any means and in any form or format, making this thesis available to interested persons.

The author retains ownership of the copyright in his/her thesis. Neither the thesis nor substantial extracts from it may be printed or otherwise reproduced without his/her permission.

L'auteur a accordé une licence irrévocable et non exclusive permettant à la Bibliothèque nationale du Canada de reproduire, prêter, distribuer ou vendre des copies de sa thèse de quelque manière et sous quelque forme que ce soit pour mettre des exemplaires de cette thèse à la disposition des personnes intéressées.

L'auteur conserve la propriété du droit d'auteur qui protège sa thèse. Ni la thèse ni des extraits substantiels de celle-ci ne doivent être imprimés ou autrement reproduits sans son autorisation.

ISBN 0-315-60110-8

Canada



UNIVERSITÉ D'OTTAWA
UNIVERSITY OF OTTAWA

Présentation

La présente étude examine le comportement des agents économiques en regard du financement de la dépense et des activités financières auquel il donne lieu. Pour ce faire, l'auteur utilise une composante du système des Comptes nationaux, à savoir: les Comptes des Flux Financiers.

La première section se penche sur le contenu de ces comptes. Elle examine d'abord la procédure par laquelle sont dérivées les séries statistiques qui la composent en soulignant les avantages et inconvénients. Par la suite, après avoir présenté la ventilation sectorielle et catégorielle des flux, l'auteur effectue des regroupements de catégories et de secteurs. C'est à partir de cette nouvelle agrégation qu'est définie la Matrice de flux financier et que s'organise l'analyse sectorielle des flux financiers.

Outre les Comptes des Flux Financiers, le second élément à partir duquel sera réalisée l'analyse descriptive du financement est l'évolution conjoncturelle de l'économie canadienne. La deuxième section considère cet aspect. Elle identifie les cycles des affaires depuis le début des années 1960. Elle fournit également un premier aperçu global de l'évolution cyclique des flux de financement et de dépenses.

La troisième section aborde explicitement la question du financement sectoriel de la dépense. Deux types de dépenses sont considérés: l'acquisition d'actifs réels, principal moteur de la dynamique économique, et l'investissement financier. Sans négliger le rôle de l'acquisition financière, l'emphase est mise sur l'interrelation existant entre les disponibilités financières provenant de sources internes et externes et le financement de la dépense en actifs réels. Cette analyse est réalisée à partir des modifications observées dans la composition des portefeuilles des agents économiques. Par ailleurs, on y constate le rôle central des intermédiaires financiers dans le processus de financement. Le contrôle qu'ils détiennent sur la formation des crédits lui confère, en outre, une position déterminante dans le processus décisionnel menant à la détermination du niveau de la dépense en actifs réels des agents non financiers.

Enfin, dans le cadre de relations économétriques, la dernière section tente de mesurer l'influence de la disponibilité du crédit sur le comportement cyclique de la dépense sectorielle en actifs réels.

TABLE DES MATIERES

Introduction	p.iv
--------------	------

SECTION -1-DES COMPTES DES FLUX FINANCIERS A LA MATRICE DES FLUX FINANCIERS

1. Les C.F.F. dans le contexte des Comptes nationaux	
a) Relations entre les C.F.F. et les C.R.D.	p.2
b) Relations entre les C.F.F. et les C.B.N.	p.4
c) Atouts des C.F.F. sur les autres comptes	p.4
2. La catégorisation des flux financiers	
a) Les catégories non financières	p.5
b) Les catégories financières	p.7
3. La sectorisation des flux financiers	p.9
4. La M.F.F.	
a) Regroupements catégoriels des flux financiers	p.10
b) Regroupement des secteurs par agent fondamental	p.11
1. LES MENAGES	p.12
2. LES FIRMES	p.14
3. LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	p.14
4. LES SERVICES FINANCIERS	p.15
5. LE RESTE DU MONDE ET LES AUTORITES MONETAIRES	p.17

SECTION -2-CYCLE DES AFFAIRES, SOURCES ET EMPLOIS DU FINANCEMENT

(1) Aspects définitionnels	p.19
(2) Les cycles de la conjoncture	
(a) Quelques précisions	p.22
(b) L'évolution cyclique de l'économie canadienne	p.22
(3) Le financement de l'économie et le cycle des affaires	
(a) Les ressources disponibles	p.33
(i) Formation de l'épargne brute	p.33
(ii) Le financement externe	p.36
(b) Les dépenses en actifs réels et financiers	
(i) L'investissement brut	p.38
(ii) L'acquisition d'actifs financiers	p.40

SECTION -3-
ANALYSE SECTORIELLE DES FLUX FINANCIERS

Remarques préliminaires	p.58
 <u>1. Les Ménages</u>	
1. Composition du portefeuille des ménages : Sources et emplois du financement	p.64
2. Le financement dans une perspective conjoncturelle :	p.66
(a) De la "Grande Expansion" à la récession de 1974-1975	p.66
(b) De l'après-récession à la reprise des années 1983-1987	p.70
(c) Quelques caractéristiques du comportement des ménages	p.73
 <u>2. Les Firmes</u>	
1. Composition du portefeuille des firmes : Sources et emplois du financement	p.85
2. Le financement dans une perspective conjoncturelle :	p.87
(a) De la "Grande Expansion" à la récession de 1974-1975	p.87
(b) De l'après-récession à la reprise des années 1983-1987	p.91
(c) Quelques caractéristiques comportement des firmes	p.94
 <u>3. Les Administrations Publiques</u>	
1. Composition du portefeuille des administrations publiques : Sources et emplois du financement	p.104
2. Le financement dans une perspective conjoncturelle :	p.106
(a) De la "Grande Expansion" à la récession de 1974-1975	p.107
(b) De l'après-récession à la reprise des années 1983-1987	p.109
 <u>4. Les Services Financiers</u>	
1. Composition du portefeuille des services financiers : Sources et emplois du financement	p.117
2. L'intermédiation financière et le réseau de financement : Un aperçu à travers la formation catégorielle des flux	p.118
3. Le financement dans une perspective conjoncturelle	p.120
(a) Les activités non financières	p.120
(b) L'endettement externe des services financiers :	p.121
(i) Les titres bancaires et les assurances	p.122
(ii) Les titres financiers	p.123
(iii) Les titres commerciaux et engagements	p.124

	iii
c) L'acquisition nette d'actifs financiers	p.124
(i) Les titres bancaires	p.124
(ii) Les titres financiers	p.125
(iii) Les comptes à recevoir et les créances	p.126
4. Le secteur bancaire et la disponibilité du crédit	p.126

5. Le Reste du Monde

1. Composition du portefeuille du secteur extérieur : Sources et emplois du financement	p.138
--	-------

Section -4-

ACQUISITION D'ACTIFS RÉELS ET DISPONIBILITÉ DU CRÉDIT : UNE ESTIMATION DES FACTEURS AGISSANT SUR LA VARIATION CYCLIQUE DE LA DÉPENSE SECTORIELLE D'INVESTISSEMENT

(a) Considérations générales	p.144
(b) Définition du modèle et méthode d'estimation	p.146
(c) Cadre d'analyse	p.148
(i) Estimation des variables	p.148
(ii) Définition des variables construites	p.149
(d) Estimation et interprétation des coefficients	p.153
Conclusion	p.160
Bibliographie	p.163

L'objectif de cette recherche est d'évaluer l'importance des phénomènes monétaires dans la détermination du niveau de la dépense d'investissement des agents économiques. Pour ce faire, l'analyse s'organise autour des phénomènes liés au financement. Les Comptes des flux financiers forment l'instrument à partir duquel on examinera à la fois les circuits empruntés par les agents pour assurer le financement de la dépense et l'usage qui est faite des ressources disponibles. L'utilisation de cette composante du système de comptabilité nationale permet de suivre la circulation des flux dans le processus de financement en vue de l'acquisition d'actifs financiers aussi bien que non-financiers. Pour ce faire, elle partitionne l'ensemble des agents économiques en treize secteurs et définit, pour chacun de ceux-ci, la composition de son portefeuille de titres financiers. De plus, elle lie les activités financières et la formation de l'épargne et de l'investissement sur une base sectorielle.

La première section présente d'abord la composition des Comptes des Flux Financiers. Elle souligne ensuite les avantages et les inconvénients que son utilisation peut représenter comparativement à d'autres composantes de la comptabilité nationale. Enfin, elle précise les regroupements opérés dans la ventilation sectorielle et catégorielle des titres afin d'en simplifier l'analyse descriptive sans toutefois y perdre au chapitre de l'information contenue.

Afin d'inscrire cette analyse descriptive de la circulation financière dans une perspective conjoncturelle, la seconde section identifie d'abord les cycles qui ont caractérisés l'évolution de la conjoncture économique canadienne au cours du dernier quart de siècle. Cet espace temporel (1962-1987) a été retenu pour

l'unique raison qu'il correspond à la période d'existence des Comptes des Flux Financiers. Par la suite, une première esquisse du comportement cyclique des flux de financement de même que la formation de l'épargne et de l'investissement permet de dégager à la fois la position de chaque secteur économique dans la formation de ces flux et la relation entre leur évolution respective et celle de la conjoncture économique.

Une fois cette introduction à la circulation financière complétée, cette recherche tombe au coeur de son objet d'étude. La troisième section aborde explicitement la question du financement dans le cadre d'une analyse sectorielle des flux. On cherche alors à souligner l'interrelation entre le financement disponible, interne et externe, et la dépense en actifs réels et financiers. Plus précisément, cette section examine comment chaque secteur se procure les ressources dont il a besoin pour, d'une part, assurer le financement de sa dépense en actifs réels et, d'autre part, réaliser son acquisition d'actifs financiers.

Enfin, ayant en outre dégager la relation entre le financement externe, le financement interne et la dépense sectorielle d'investissement en actifs réels, la dernière section évalue les facteurs ayant pu contribuer à modifier le comportement de la dépense d'investissement sur une base cyclique. Chaque secteur non financier fait alors l'objet d'une triple estimation économétrique à travers lesquelles les composantes de la dépense d'investissement sont tour à tour analysées.

SECTION -1-

DES COMPTES DES FLUX FINANCIERS A LA MATRICE DES FLUX FINANCIERS

Les Comptes des Flux Financiers (C.F.F.) sont composés de multiples séries statistiques compilant les valeurs trimestrielles des flux financiers circulant entre les agents économiques. L'enregistrement de ces flux s'inscrit dans un cadre comptable qui les distingue suivant leur nature et leur provenance. Ainsi, avant d'en analyser le contenu, il importe de préciser la terminologie employée dans leur présentation par Statistiques Canada. De plus, comme le travail d'analyse porte sur un ensemble simplifié que nous appelons Matrice des Flux Financiers (M.F.F.), la définition de cet ensemble précède l'analyse proprement dite de son contenu.

Les C.F.F. sont dérivés à partir d'autres comptes, d'où l'emprunt de la terminologie sectorielle et catégorielle à ces derniers pour définir les postes de son cadre comptable d'enregistrement. Dans les pages qui suivent, trois aspects du cadre définitionnel des C.F.F. sont successivement abordés, à savoir:

1. les C.F.F. dans le cadre des Comptes nationaux;
2. la catégorisation des flux financiers;
3. la sectorisation des flux financiers.

La première partie situe les C.F.F. dans le contexte du système national des comptes nationaux en indiquant les liens de filiation entre les différents comptes impliqués. La seconde et la troisième parties décrivent le cadre comptable des C.F.F..

Après l'exposé de ces trois éléments, la dernière partie présente une synthèse des regroupements catégoriels et sectoriels qui fondent la composition de la M.F.F. et l'analyse descriptive qui en sera faite.

1. Les C.F.F. dans le contexte des Comptes nationaux

Les C.F.F. entretiennent une relation directe avec deux éléments des Comptes nationaux: les Comptes de financement du capital (C.F.C.) et les Comptes du Bilan National (C.B.N.). Comme les C.F.C. sont dérivés des Comptes nationaux des revenus et des dépenses (C.R.D.), les C.F.F. sont liés aux C.R.D. Quant aux C.B.N., ils constituent un élément distinct des C.R.D. au sein du système des Comptes nationaux. La figure -I-, page 3, synthétise l'ensemble des relations entre les principales composantes des C.R.D., des C.B.N. et des C.F.F..

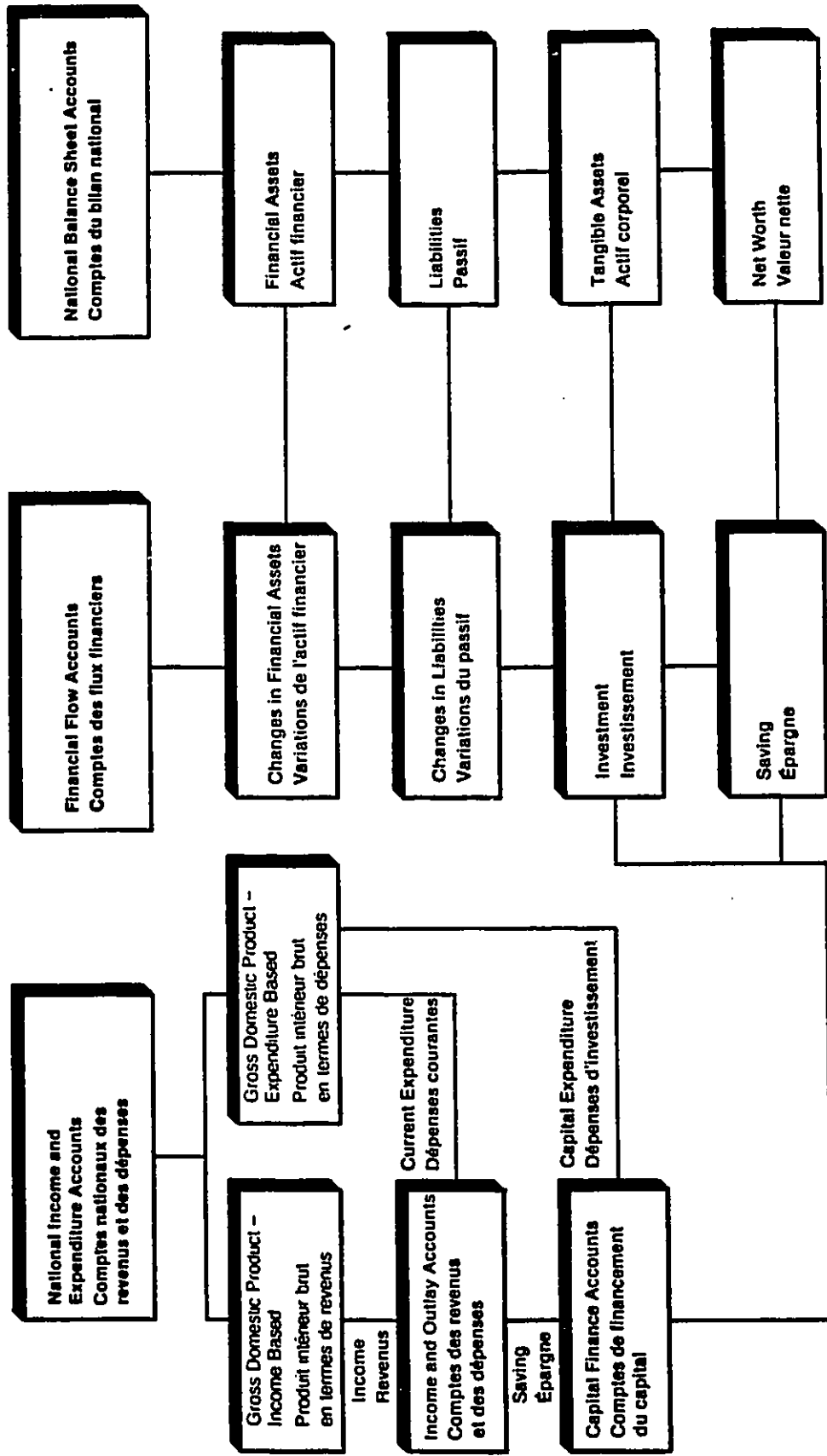
a) Relations entre les C.F.F. et les C.R.D.

Les Comptes nationaux des revenus et des dépenses enregistrent la valeur périodique de chacune des composantes de la production nationale. Deux mesures sont utilisées: le produit national en termes de revenus et le produit national en termes de dépenses. Une fois mesurées, les valeurs globales et sectorielles des flux de dépenses courantes sont confrontées à celles des flux de revenus. La différence en émergeant correspond à la valeur des flux d'épargne brute formés par les agents économiques. Une fois déterminés, les flux d'épargne brute inscrits aux C.F.C. sont confrontés avec les flux sectoriels de dépenses d'investissement. Théoriquement, les valeurs globales de ces deux flux sont d'un volume identique. Cependant, les manipulations comptables induisent une certaine divergence statistique.

Les C.F.C fournissent ainsi la valeur périodique des flux sectoriels et globaux d'épargne brute et d'investissement brut. Ces flux sont inscrits aux C.F.F. après réaménagement des catégories⁽¹⁾. Cette redéfinition catégorielle des flux non financiers procure une plus grande cohérence entre l'ensemble des catégories de flux non financiers provenant des C.F.C..

¹. Les C.F.F. distinguent les achats nets d'actifs existants et intangibles du prêt net, ce que ne font pas les C.F.C..

Figure -1-
Conceptual Relationship Between the National Income and Expenditure Accounts, Financial Flow Accounts, and the National Balance Sheet Accounts
Relation entre les comptes nationaux des revenus et des dépenses, les comptes des flux financiers et les comptes du bilan national



b) Relations entre les C.F.F. et les C.B.N.

Les C.F.F. sont également constitués d'une grande variété de catégories de flux financiers. Ces flux proviennent des C.B.N.. Les C.B.N. enregistrent les valeurs trimestrielles de l'accumulation non financière et financière qui a périodiquement cours à l'échelle de l'économie. Ces comptes se composent de quatre filières: la valeur nette, le capital physique, l'actif et le passif financier. Les deux premières filières fournissent aux C.F.F. une seconde source à partir de laquelle peuvent être dérivées les grandeurs des flux d'épargne et d'investissement. Les deux autres filières enregistrent les valeurs globales de l'accumulation financière. En mesurant la variation nette périodique des catégories de flux enregistrés, on obtient les flux financiers inscrits au bilan des secteurs économiques des C.F.F..

Par opposition aux C.F.F. où les activités de financement sont comptabilisées en termes de flux, les C.B.N. présentent

"un état des stocks d'actifs corporatis pour l'ensemble de l'économie (patrimoine national), du niveau de l'actif financier et du passif qui ont financés ces stocks et de la valeur nette nationale qui émane de ces derniers."⁽²⁾

c) Atouts des C.F.F. sur les autres comptes

Pour réaliser un examen exhaustif des caractéristiques de l'évolution de la circulation financière, l'utilisation des C.F.F. comporte plusieurs avantages que les autres comptes du système de comptabilité nationale n'offrent ni individuellement ni collectivement. Ces particularités sont:

1. "[d'offrir] une meilleure ventilation par secteur [des flux d'] épargne et [d'] investissement enregistrés dans les C.F.C."⁽³⁾

2. Statistiques Canada, "Comptes du Bilan National 1961-1985", Cat. 13-214, p.XI.

3. Statistiques Canada, "Comptes du Bilan National 1961-1985", Cat.13-214, p.XLIII.

2. "[d'] illustrer la relation étroite qui existe entre les flux financiers et [, également, de] faire ressortir les liens entre l'aspect matériel et l'aspect financier de l'économie"⁽⁴⁾
3. "[d'établir] l'acquisition des actifs financiers et la source des passifs qui sont à la base des niveaux de prêt ou d'emprunt net"⁽⁵⁾
4. "[de montrer] les changements d'actifs et de passifs financiers qui engendrent les décisions d'épargne et d'investissement de l'économie."⁽⁶⁾

Toutefois, la présence de ces avantages ne peut compenser pour certaines déficiences importantes dans la définition actuelle des C.F.F.. Nous profiterons de ces avantages mais, auparavant, nous devons souligner les faiblesses les plus restreignantes de ces comptes.

2. La catégorisation des flux financiers

Deux types de catégories définissent les C.F.F.. Un premier ensemble de catégories caractérisent la circulation des flux non financiers. Un ensemble d'autres catégories précise le composition de la circulation des flux financiers.

a) Les catégories non financières

Les catégories non financières expriment la relation existant entre l'épargne brute et la dépense d'investissement. Ces deux catégories sont complétées par six autres catégories. Voici l'inventaire des flux non financiers:

4. *ibid.*

5. Statistiques Canada, "Comptes des Flux Financiers", Cat.13-002, p.XXV

6. *ibid.*

# série	nom
1100	Epargne brute (EB)
1200	Provision pour consommation de capital et ajustements divers (PPCC)
1400	Epargne nette (EN)
1500	Acquisition de capital non financier (ACNF)
1600	Formation brute de capital fixe (FBCF)
1700	Variation matérielle des stocks
1800	Achats nets d'actifs existants et intangibles ⁽⁷⁾
1900	Prêt ou emprunt net (PN/EN)

Les identités suivantes résument les relations existant entre les catégories non financières:

$$\begin{aligned}
 EB &= PPCC + EN && [1] \\
 ACNF &= FBCF + 1700 + 1800 && [2] \\
 EB &= ACNF && [3] \\
 PN &= EB - ACNF && [4]
 \end{aligned}$$

La première et la seconde de ces relations sont de nature définitionnelle. Elles expriment la composition de chacune des deux principales variables de la circulation non financière initiée par chacun des secteurs économiques. La troisième relation exprime l'identité macroéconomique entre l'investissement brut et l'épargne brute. Toutefois, comme l'équilibre macroéconomique n'est généralement pas la règle au niveau sectoriel, la quatrième relation mesure la divergence sectorielle entre ces deux catégories et fait ressortir la position de prêteur net ou d'emprunteur net des secteurs.

7. Cette catégorie est définie comme suit dans les C.F.F.:
 "Achat ou vente (mais non importation ou exportation) de capital fixe utilisé, de droits fonciers, de droits relatifs aux minéraux ou au bois brut et de droits d'auteur. [Cette catégorie représente] un transfert de capital dans le cas du secteur XIII (Reste du Monde). A l'occasion, la catégorie sert à saisir un transfert de capital, comme l'amortissement d'un prêt, dans d'autres secteurs." [Stat. Can., "C.F.F., Cat13-002, p.XXIX, 1985] Ses données sont de qualité médiocre à cause des difficultés d'identification.

b) Les catégories financières

La catégorisation des flux financiers distingue les titres à court terme de ceux à long terme. La sous-catégorisation précise la composition des catégories suivant l'origine du titre. On notera que la somme des flux de toutes les sous-catégories identifiées est identique au flux indiqué à chaque postes comptables de chacune des catégories concernées.

A) Catégories de titres à court terme

#actif	nom	#passif
2210	Réserves officielles de liquidités internationales	3210
2310	Dépôts	3310
2311	Argent liquide et dépôts bancaires	3311
2312	Dépôts dans les autres institutions financières	3312
2313	Devises et dépôts étrangers	3313
2320	Comptes à payer ou à recevoir	3320
2321	Crédit à la consommation	3321
2322	Effets commerciaux (à recevoir ou à payer)	3322
2330	Prêts ou Emprunts	3330
2331	Prêts ou Emprunts bancaires ^(a)	3331
2332	Autres prêts ou emprunts ^(a)	3332
2340	Bons du trésor fédéraux	3340
2350	Autres effets à court terme (comprennent les acceptations bancaires et bons du trésor provinciaux et municipaux)	3350

^a. Comprend les prêts bancaires consentis par les banques à chartes (Loi sur les banques, Annexe -A-). Par ailleurs, après la révision de la Loi en 1980, cette catégorie comprend également les prêts consentis par les filiales des banques étrangères (Annexe -B-)

^a. Prêts des institutions financières privées et publiques.

B) Catégories de titres à long terme

#actif	nom	#passif
2410	Hypothèques	3410
2420	Obligations	3420
2421	Obligations fédérales	3421
2422	Obligations provinciales	3422
2423	Obligations municipales	3423
2424	Autres obligations canadiennes (obligations des sociétés et des institutions à but non- lucratives)	3424
2430	Assurances-vie et rentes ⁽¹⁰⁾	3430
2510	Créances sur ou engagements envers des entreprises associées ⁽¹¹⁾	3510
2512	Entreprises constituées	3512
2513	Entreprises publiques	3513
2520	Actions	3520
2530	Investissements étrangers	3530
2610	Autres effets à long terme (ex. or non-monnaire, impôts à payer, intérêts courus).	3610

Finalement, les C.F.F. comprennent quatre autres catégories dont deux mesurent la valeur globale nette de l'actif et du passif financiers alors que les deux autres rendent comptes des relations entre catégories financières et non financières:

10. "L'actif [de cette catégorie] est entièrement entre les mains de particuliers et représente la variation des primes et contributions accumulées plus le revenu de placement moins les frais d'exploitation, les prestations ou les créances payées."{Stat. Can., "C.F.F.", Cat.13-002, p.XXXI}

11. "Du côté de l'actif (2512), cette catégorie couvre les placements en actions, les titres de dettes négociables (...), ainsi que les prêts et les avances leur étant jusque là consentis [par des sociétés constituées]. Du côté du passif (3512), cette catégorie ne comprend pas les actions que l'on trouve toutes à 3520 des secteurs canadiens.

Ainsi, " 2512 + 2520 = 3512 + 3520. [ibid]

C) Autres catégories financières

2100	variation nette actif/passif	3100
	2100 = Σ (2210, 2310, 2320, 2330, 2340, 2350, 2410, 2420, 2430, 2510, 2520, 2530, 2610)	
	3100 = Σ (3210, 3310, 3320, 3330, 3340, 3350, 3410, 3420, 3430, 3510, 3520, 3530, 3610)	
2000	investissement financier net (IFN)	
	2000 = 2100 - 3100	
4000	divergence entre le prêt ou emprunt net et l'investissement financier net	
	4000 = 1900 - 2000 = PN - IFN	

D'abord, la première de ces catégories précise que la variation nette de l'actif ou du passif financier correspond à la somme des variations nettes enrégistrées pour chacune des catégories la composant. Ensuite, la divergence sectorielle entre la variation nette de l'actif financier et la variation nette du passif financier permet de dégager la position nette ou "investissement financier net" du secteur. L'investissement financier net à l'échelle de l'économie est nul puisque les secteurs déficitaires absorbent les surplus dégagés par les secteurs excédentaires. On peut également mesurer la position nette sectorielle en effectuant la différence entre l'épargne brute et l'investissement brut. Toutefois, bien qu'identiques en théorie, une divergence entre ces deux mesures émerge sur le plan comptable. La catégorie 4000 rend compte de cette divergence dont l'origine remonte aux manipulations réalisées lors du transfert des C.F.C. et des C.B.N. aux C.F.F..

3. La sectorisation des flux financiers

"La sectorisation a pour but de regrouper les unités qui ont le même genre d'actif et de passif. Il y a deux grandes catégories d'unités statistiques dans l'économie: les agents ultimes et les agents intermédiaires. Ces derniers, c'est-à-dire les sociétés commerciales financières et non financières, appartiennent à

d'autres unités, ce qui n'est pas le cas des agents ultimes."⁽¹²⁾

Cette définition de la sectorisation, tirée des Comptes du Bilan National, s'applique également au cadre comptable des C.F.F.. Ce cadre partage les agents économiques en treize secteurs dont quelques-uns comportent des sous-secteurs. Ces treize secteurs constituent l'ensemble des agents ultimes entre lesquels circulent les flux financiers. Les agents intermédiaires sont des sous-secteurs dont le champ d'activité est restreint à certaines opérations financières bien spécifiques dans la circulation des flux. Ils sont concentrés au niveau des secteurs des administrations publiques et des institutions financières.

A travers les regroupements sectoriels de la Matrice des Flux Financiers (M.F.F.), la prochaine section présente le détail de la sectorisation des agents des C.F.F..

4. La Matrice des Flux Financiers

Au terme de cette présentation catégorielle des C.F.F., il convient de préciser la composition de la version simplifiée des comptes des flux financiers dont nous ferons usage. Cet abrégé des C.F.F., ou Matrice des Flux Financiers, reprend l'ensemble des catégories et secteurs mais à l'intérieur de regroupements permettant d'en simplifier la lecture et l'analyse.

a) Regroupements catégoriels des flux financiers

D'une part, au chapitre des catégories non financières, l'analyse s'appuiera sur les trois principaux flux non financiers, à savoir:

- | | | |
|---------|--------------------------------------|--------|
| 1. 1400 | Epargne nette | [EN] |
| 2. 1500 | Acquisition de capital non-financier | [ACNF] |
| 3. 1900 | Prêt net ou emprunt net | [PN] |

Les données relatives à la provision pour consommation de capital (PPCC)

¹². Statistiques Canada, "Comptes du Bilan national 1961-1985", Cat.13-214, 1986, p.IV.

et à l'épargne brute [EB] sont également utilisées. Quant aux composantes de l'acquisition d'actifs non financiers, comme le précise les C.F.F., seule la formation brute de capital fixe [FBCF] constitue une catégorie fiable alors que les séries 1700 et 1800 souffrent de sous-estimation. Par ailleurs, la valeur de la dépense nette d'investissement [IN]), obtenue par soustraction de l'amortissement au volume brut de l'investissement, constitue une catégorie nouvelle que l'analyse sectorielle utilisera.

D'autre part, certains réaménagements des catégories financières ont été réalisés. Voici les regroupements retenus pour réaliser l'analyse sectorielle:

A) Titres à court terme :

1.	2311+2312	Argent liquide et dépôts	3311+3312
2.	2313	Dépôts en devises	3313
3.	2321	Crédit à la consommation	3321
4.	2322	Effets de commerce	3322
5.	2330	Prêts ou Emprunts	3330
6.	2340	Bons du trésor	3340

B) Titres à long terme :

7.	2410	Hypothèques	3410
8.	2421+2422	Obligations publiques	3421+3422
	+2423		+3423
9.	2424	Obligations privées	3424
10.	2430	Assurances-vie et rentes privées	3430
11.	2510	Créances ou engagements	3510
12.	2520	Actions	3520
13.	2530	Investissements étrangers	3530

b) Regroupements des secteurs par agent fondamental

Les treize secteurs des C.F.F. sont regroupés en fonction du comportement économique typique à chacun d'eux. Chacun des regroupements constitue un agent fondamental. Sous la rubrique identifiant les agents constitués pour former la M.F.F., les secteurs constitutifs sont identifiés et brièvement décrits.

Quelques notes pertinentes complètent enfin le portrait: elles précisent certaines caractéristiques des secteurs telles qu'ils sont actuellement définis dans les C.F.F..

Voici le descriptif des cinq agents fondamentaux de la Matrice des Flux Financiers:

1. LES MENAGES

secteurs	nom	unités constitutives
I & II	Particuliers et Entreprises non-constituées en société	inclus également -institutions sans buts lucratifs; -90% du secteur agricole

La constitution de ce secteur nous oblige à une certaine prudence. La procédure à partir de laquelle sont obtenues les données décrivant les activités de ce secteur sont à l'origine de nombreuses faiblesses parmi lesquelles se retrouvent les trois suivantes:

D'abord, le secteur des particuliers et entreprises non incorporées constitue le secteur résiduel dans le système des Comptes des Flux Financiers. En effet, des enquêtes statistiques sont réalisées auprès des agents des secteurs privés financiers et non financiers et des administrations publiques alors que les activités des autorités monétaires et du reste du monde sont recensées directement ou imputées à travers une procédure bien définie. Les statistiques pour les secteurs I & II sont, quant à elles, obtenues par retranchement des sommations catégorielles des activités des autres secteurs aux valeurs globales correspondantes. De ce fait, un bon nombre de catégories souffrent de sous-estimation, ce qui motive une cote "médiocre" pour l'évaluation de leur champ d'observation par Statistiques Canada.

Deuxièmement, il est impossible de distinguer le secteur II, i.e. les entreprises non-incorporées, du secteur I, i.e. les particuliers. Dans un premier temps, une recherche préalable nous avait permis de constater l'existence de cette distinction. Mais, à compter de 1971, toutes les livraisons trimestrielles des C.F.F. présentent les activités du secteur I & II conjointement. De plus, l'examen des critères d'identification des entités économiques devant faire l'objet d'enquêtes a révélé que, pour des raisons de coûts, la division des enquêtes ne considère que les agents ayant un actif d'une certaine taille¹³. Il résulte de cette situation que, malgré l'absence de compatibilité entre le comportement d'un particulier et celui d'une entreprise non incorporée, ces derniers se trouvent joints. Ceci rend impossible, comme nous l'aurions souhaité, une distinction claire entre les "ménages", qui ne comprendrait que les particuliers, et les "firmes" incluant aussi bien les entreprises non incorporées que celles qui le sont. Dans le cas actuel, la présence du secteur II au sein des "ménages" induit une certaine distorsion quant à la validité des conclusions que l'on peut tirer des statistiques de ce secteur. Nous aurons le loisir de constater combien les motivations des entreprises quant à leurs activités financières sont différentes de celles caractérisant les particuliers.

Enfin, il faut noter que certaines sociétés financières sont considérées comme des associations de particuliers. Il s'agit plus précisément des caisses populaires, d'épargne et de crédit dont l'existence légale repose sur l'acquisition d'une part sociale. Il résulte de ce fait que toutes leurs activités non financières sont inscrites aux postes comptables des particuliers. Nous reviendrons sur la procédure comptable d'enregistrement de ces flux sous la rubrique du secteur des services financiers. Pour l'instant, constatons simplement la nouvelle marge d'erreur qu'induit l'ajout de cette source interne de financement des agents financiers au niveau du secteur des particuliers.

¹³. Depuis 1978, la taille minimum de l'actif des firmes faisant objet systématique d'une enquête est de l'ordre de dix millions de dollars.

2. LES FIRMES

secteurs	nom	unités constitutives
III	Sociétés privées non financières ⁽¹⁴⁾	Sociétés: -industrielles canadiennes -en participation -en nom collectif Succursales de filiales étrangères Certaines sociétés de portefeuille Firmes immobilières
IV	Sociétés publiques non financières	Entreprises: -fédérales -provinciales -municipales

Cet agent fondamental regroupe les secteurs III et IV des C.F.F. Il joint les entreprises publiques et privées qui ont des activités autres que financières. Il représente un peu plus de 70% du total de l'actif de l'univers des sociétés non financières, le reliquat fait partie du secteur des particuliers. En outre, on notera que la majorité des données des catégories sont de bonne qualité puisqu'elles proviennent directement du traitement d'enquêtes statistiques spécifiques effectuées auprès de ses unités constitutives.

3. LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

Les administrations publiques rassemblent l'ensemble des administrations, organismes et institutions publiques qui sont sous la tutelle d'un corps électif représentatif. Les données fournies par les services de Statistiques Canada y sont généralement de bonne qualité, sauf pour certaines d'entre elles provenant du monde municipal où les délais de transmission aboutissent à une révision parfois tardive des statistiques. Heureusement, comme les activités financières des municipalités sont faibles relativement à l'ensemble de celles des corps

¹⁴. Une société est dite privée lorsqu'au moins 50% de ses actionnaires n'appartiennent pas au secteur des administrations publiques.

publics, les distorsions que cela engendre demeurent négligeables.

Les administrations publiques

secteurs	nom	unités constitutives
X	Administration publique fédérale	-ministères -fonds de sécurité sociale -organismes non constitués en sociétés
XI	Autres administrations publiques et hôpitaux	-provinciales -municipales
XII	Caisses de sécurité sociale	-Régimes de pension du Canada et des rentes du Québec

4. LES SERVICES FINANCIERS

secteurs	nom	unités constitutives
VI	Banques et quasi-banques	-Banques à Chartes -quasi-banques -Sociétés affiliées de prêts hypothécaires -Sociétés de fiducie
VII	Sociétés d'assurances-vie et Régimes de pension	
VIII	Autres institutions financières privées	-Courtiers en valeurs mobilières -fonds mutuels -ass. générales -financement du crédit à la consommation -Sociétés de portefeuille (sauf celles inscrites au secteur III)
XI	Institutions financières publiques	-fédérales -provinciales -municipales

Les services financiers forment un agent fondamental qui incorpore l'ensemble des intervenant agissant au niveau de l'intermédiation des flux financiers. Dans l'ensemble, comme le précise Statistiques Canada, les données y sont de bonne qualité. Elles proviennent de compilations effectuées par les services de la Banque du Canada ou sont transmises par les services de l'Inspecteur général des banques. Notons toutefois que:

"dans le système de la comptabilité nationale du Canada, les caisses populaires et les caisses d'épargne et de crédit sont considérées comme des associations de particuliers,"⁽¹⁵⁾

De ce fait,

"leurs sources de fonds internes (épargne nette) sont enregistrées dans la catégorie du passif 3312 (Dépôts). [...] Dans le secteur I et II des C.F.F. cet élément figure comme une source de fonds des catégories 1400 (parce qu'il est traité comme un revenu de placement des particuliers) et comme une utilisation de fonds dans les catégories de l'actif 2312 - dépôts dans les autres institutions."⁽¹⁶⁾

Il convient de souligner à quel point le traitement accordé aux caisses populaires, d'épargne et de crédit est invraisemblable. Certes, d'un point de vue légal, l'entreprise est considéré comme une association de particuliers. De ce fait, elle ne peut retenir pour ses fins propres les profits réalisés à travers ses activités et doit les redistribuer. Toutefois, étant donné, d'une part, la place occupée par ces institutions sur le marché de l'intermédiation financière, d'autre part, l'éventail de leurs activités et, enfin, l'indépendance de leurs conseils d'administration vis-à-vis les dépositaires de parts sociales, il conviendrait davantage de les différencier de leur statut légal et de considérer qu'ils agissent dans un esprit relevant de la logique bancaire. Ainsi, responsable de la gestion de ses ressources internes, la formation de l'épargne nette du secteur devrait être jointe à celle des banques et autres

¹⁵. Statistiques Canada, "Comptes du Bilan national 1961-1985", Cat.13-214, p.LIX.

¹⁶. Statistiques Canada, Guide des C.F.F. et des C.B.N., Cat.13-585F, pp.65-66.

institutions financières plutôt qu'à celle des particuliers où sa présence ne se justifie pas.

5. LE RESTE DU MONDE ET LES AUTORITES MONETAIRES

Sauf pour quelques catégories financières, l'action du secteur Autorités Monétaires (secteur V) se trouve concentrée au niveau des relations avec le Reste du Monde (secteur XIII). Ce fait nous incite à joindre ces deux secteurs. Ainsi, nous obtenons un agent dont l'actif des catégories et sous-catégories suivantes est identique au passif:

2210	Réerves officielles de liquidités internationales	3210
2211	Avoirs officiels en or et devises étrangères	3211
2212	Fonds Monétaire International	3212
2213	Droits de tirages spéciaux	3213

De plus, nous nous trouvons à joindre les titres gouvernementaux et quelques autres catégories de titres détenus par les Autorités monétaires à ceux détenus par le Reste du Monde. Cette procédure n'a pas d'implications importantes dans la mesure où les autorités monétaires jouent un rôle peu important dans la circulation des flux financiers.

Quant à la fiabilité des statistiques inscrites sous le secteur Reste du Monde (secteur XIII), elles sont généralement obtenues à partir d'enquêtes ou par dérivation. La qualité de ces données est variable suivant le procédé employé. Certaines catégories de flux sont facilement dérivables à partir du Bilan canadien des investissements internationaux, composante du Bilan National. Leur champs d'observation est fiable. D'autres catégories peu nombreuses souffrent de sous-estimation.

La définition des C.F.F. n'est donc pas exempte d'importantes déficiences au nombre desquelles on retrouve:

1. le caractère résiduel des secteurs I & II et le faible degré de confiance de certaines des données qui en résulte;
2. l'incapacité de distinguer entre les secteurs I & II et, de ce fait, la présence de 30% des effectifs du secteur des firmes au sein du secteur des ménages;
3. l'assimilation des revenus nets de certains agents financiers à l'épargne des ménages.

Néanmoins, malgré celles-ci, l'analyse à venir des activités de financement des secteurs reposera sur les données contenues dans les C.F.F..

SECTION -2-

CYCLE DES AFFAIRES, SOURCES ET EMPLOIS DU FINANCEMENT

La présente section brosse un portrait global de l'évolution de la conjoncture économique canadienne depuis 1962. Il ne s'agit pas d'une description exhaustive des différents mouvements observés dans l'évolution de l'activité économique. Plus simplement, veut-on identifier les principales phases du cycle des affaires de l'économie canadienne, dégager les caractéristiques propres à chacune d'elles et, en regard des cycles observés, y examiner l'évolution globale des ressources et emplois du financement.

La méthode utilisée pour identifier les phases du cycle des affaires s'inspire des travaux de Philip Cross⁽¹⁷⁾. Nous présentons d'abord un résumé de la méthodologie et des critères de détermination retenus. Ensuite, nous distinguons explicitement les différentes phases de l'économie canadienne. Enfin, nous portons un premier regard sur l'évolution des flux financiers à travers ces cycles en considérant successivement la formation sectorielle des quatre principaux flux, à savoir: l'épargne brute globale, l'investissement brut global, la variation nette l'actif financier net et le la variation nette passif financier net.

1. Aspects définitionnels

Comment définir la notion de "cycle des affaires"? Pour répondre à cette interrogation et fonder sa démarche de recherche, P. Cross emprunte une définition tirée d'un ouvrage classique sur la question. En 1946, dans le cadre de travaux réalisés pour les besoins du National Bureau of Economic Research, Burns et Mitchell décrivaient ce phénomène économique de la sorte:

"Business Cycles are a type of fluctuation found in the aggregate economic activity of nations that organize their work mainly in business enterprise: a cycle consists of expansions occurring about the same time in many economic activities followed by similarly general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle..."⁽¹⁸⁾

17. Cross, Philip [1982, pp.XXII-XXXI].

18. Burns et Mitchell [(1946), p.3] cité dans P. Cross [1982, p.XXII].

Bien que faisant sienne cette définition, P. Cross ne reprend pas la démarche d'identification empruntée par ces chercheurs pour mesurer l'"activité économique globale" et en dégager les fluctuations. Dans l'optique d'identifier les moments où l'activité économique atteint ses sommets et ses creux, Burns et Mitchell préféraient à l'emploi d'une mesure unique l'utilisation de multiples indicateurs représentatifs des différents aspects de l'activité économique tel la production, le transport, la consommation, le commerce, le revenu, la monnaie, l'emploi, etc... Ainsi, considéraient-ils que,

"only by analysing numerous time series, each of restricted significance, can business cycles be made to reveal themselves definitively enough to permit close observation."⁽¹⁹⁾

A l'opposé, P. Cross considère que, d'une part, l'emploi de multiples indicateurs engendre nécessairement des double-emplois provenant des recoupements inévitables entre les séries. D'autre part, argument plus important que le précédent dans son esprit, les améliorations apportées depuis ce temps aux méthodes comptables prévalant pour mesurer périodiquement le volume de la production nationale ont permis d'en réduire considérablement les sources d'erreurs et les imperfections. Enfin, à cette autre objection soulevée entre autre par Zarnowitz⁽²⁰⁾ à l'effet que le concept de Produit National Brut comme mesure de l'activité économique globale ne permet pas de prendre en considération l'influence des phénomènes monétaires et des prix sur le cycle des affaires, il rétorque:

"While there can be no doubt that developments in inflation and in the money markets are key variables to be studied in understanding the underlying process of economic activity at any time, their importance in dating business cycles depends upon their influence on final demand and output."⁽²¹⁾

Ainsi, pour ce qui concerne l'identification des cycles économiques, l'influence de ces facteurs est suffisamment perceptible à travers les variations de la production nationale.

19. Ibid, cité dans P. Cross [1982, p.XXII].

20. Zarnowitz, V. [1963].

21. Cross, P. [1982, p.XXIII].

P. Cross retient comme mesure le taux de croissance du Produit intérieur brut en termes réels. Il utilise parallèlement trois autres indices, à savoir: le produit domestique en termes réels ("Real Domestic Product"), l'indice de la production industrielle ("Index of Industrial Production") et un indice de diffusion qui change suivant que l'on se situe avant ou après 1960⁽²²⁾. L'identification des phases du cycle économique repose sur les trois critères suivants qu'il emprunte à M. G. Moore:

1. "There is «no fixed requirement upon the duration of business expansions and contractions»;
2. «expansions and contractions reflect an absolute rise and an absolute fall in aggregate activity»;
3. "business cycles cannot be «divisible into shorter cycles with amplitudes approximating their own.»"⁽²³⁾

Bien que, en vertu de ces critères, l'émergence d'un cycle de récession ne requiert aucune durée ou amplitude minimale dans la chute du Produit intérieur brut réel, P. Cross se fixe une balise: comme l'identification des cycles repose sur l'évolution trimestrielle du P.I.B., on devra observer une diminution absolue de l'activité économique globale pendant une période d'au moins un trimestre. Mais, s'il s'agit là d'une condition nécessaire, elle n'est nullement suffisante de telle sorte que:

"In the final analysis, one must assess each recessionary period separately to appraise the duration, dispersion and depth behind the contraction of aggregate output."⁽²⁴⁾

22. "Les indices de diffusion permettent d'appréhender l'extension d'une fluctuation de l'activité économique et de dater approximativement le passage d'une expansion à une récession et inversement" (Kespí, Martine [1984, p.56]).

23. Moore, G. (1967, p.16) in P. Cross [1982, pp.XXV].

24. Cross, P.[1982, p.XXV].

2. Les cycles de la conjoncture

(a) Quelques précisions

La description des cycles des affaires de l'activité économique au Canada qui suit respecte les paramètres précédents mais admet une simplification. Pour fin d'identification de chacune des phases des cycles, nous tenons compte de l'évolution de deux variables: la première, soit l'indice composite²⁵, fournit une mesure synthétique de l'évolution économique et permet de distinguer les phases d'expansion des périodes de récession; la seconde, soit le taux de croissance trimestriel du Produit intérieur brut à prix constant, mesure la croissance périodique de l'activité économique. Son observation procure un indicateur plus précis pour l'identification du point tournant du cycle.

(b) L'évolution cyclique de l'économie canadienne

Entre 1962 et 1974, l'économie canadienne est en pleine période d'essor. Dans son Exposé Annuel de 1967, le Conseil économique du Canada n'hésite pas à qualifier la période antérieure à cette date de "Grande Expansion". Rétrospectivement, l'absence de récession pendant la période ultérieure autorise à désigner sous ce vocable toute la période 1962-1974. En effet, au tableau -6-, page 43, on peut constater que l'activité économique enregistra un rythme rapide de croissance oscillant entre 3,9% et 8,3% annuellement en termes réels, sauf en 1967 et 1970. Cette croissance fut le fruit d'un ensemble de facteurs: croissance du revenu personnel disponible et de la dépense de consommation des ménages; coût du crédit relativement faible favorisant la croissance de la dépense d'investissement; augmentation notable de la capacité de production et de la main-d'oeuvre employée pendant les années 1960; accroissement de la dépense publique en 1965-68 puis en 1971-1973; croissance des exportations; etc.

Le premier ralentissement notable de la croissance pendant cette période intervint en 1967. Comme l'indique le tableau -1-, l'indice composite atteignit

²⁵. L'indice composite avancé retenu est celui mesuré par Statistiques Canada. Un indice composite est "une synthèse d'indicateurs simples.[...] Il est calculé à partir des douze principaux indicateurs simples avancés"[Kespi, Martine [1984, p.62]].

un sommet en mai 1966, et connu un déclin continu qui pris fin en décembre de la même année. Pour sa part, le Produit intérieur brut demeura en expansion jusqu'en fin d'année avant d'enregistrer une baisse absolue en volume au premier trimestre de 1967. Ce ralentissement fut observable pendant un seul trimestre. Comme le montre le tableau -7-, page 44, il provint d'un tassement notable de certaines composantes de la dépense d'investissement. Ainsi, on constate effectivement que, par rapport à son volume de l'année précédente, le volume réel de l'acquisition d'actifs réels des ménages diminua de 4% en 1967. Toutefois, la baisse de 14,1% de la dépense des firmes devait avoir un impact plus important étant donné la position qu'occupe ce secteur dans le volume global de l'investissement. Enfin, un ralentissement dans la croissance des immobilisations des administrations publiques, lesquelles avaient augmentées au cours de 1965-1966 pour compléter les infrastructures d'Expo'67, y contribua également.

Tableau -1-
Indicateurs de la récession:
Ralentissement de 1967

		Indice composite	variations du P.I.B. réel		
			Mois	Trimestre	
1966	Avril	89,69	0,14%		
	Mai	89,90	0,01%		
	Juin	89,70	0,44%	0,59%	
	Juil.	89,25	0,35%		
	Août	88,61	-0,39%		
	Sept.	87,15	0,85%	0,80%	
	Oct.	86,56	0,77%		
	Nov.	86,13	-0,33%		
	Déc.	85,98	0,14%	0,57%	
	1967	Janv.	86,04	0,20%	
		Fév.	86,33	-1,06%	
		Mars	86,93	0,32%	-0,54%
Avril		87,64	1,37%		
Mai		88,39	0,75%		
Juin		88,97	0,10%	2,22%	

Ces compressions de la dépense discrétionnaire⁽²⁶⁾ des trois secteurs nationaux non financiers furent à l'origine de la baisse du taux de croissance du P.I.B. réel de 6,1% en moyenne entre 1962 et 1966 à 3,3% en 1967. Toutefois, comme le note P. Cross, la baisse du P.I.B. s'apparente davantage à un ralentissement passager qu'à une récession en bonne et due forme. De fait, les autres composantes de la demande intérieure continuèrent de progresser. Parallèlement, les salaires et bénéfices évoluèrent positivement. P. Cross note enfin une baisse du taux d'accumulation des stocks mais, précise-t-il,

"it was not clear whether this was the result of firms trimming production schedules in reaction to the large increase in inventories in 1966, or was the result of the unexpected expansion in final demand for canadian output."⁽²⁷⁾

La phase de "Grande Expansion" reprit dès le second trimestre de 1967 et se poursuivit tout au long des années 1968 et 1969. La croissance du P.I.B. réel fut de l'ordre de 5,5% annuellement en moyenne; l'investissement des agents privés reprit vigoureusement alors que le secteur public réduisit la croissance de son acquisition d'actifs réels. Cette reprise bénéficia de la progression du revenu personnel disponible et de l'amélioration des bénéfices nets.

Le second ralentissement notable enregistré au cours de cette période survint en 1970. Comme l'indique le tableau -2-, certains symptômes de ralentissement de l'activité économique se manifestèrent dès le second semestre de 1969. L'indice composite entama une phase de déclin dès juin. Par contre, le produit intérieur brut continua de progresser jusqu'au début de 1970.

Au premier semestre de 1970, l'activité économique se contracta. La baisse simultanée du P.I.B. et de l'indice composite est un indicateur de ce ralentissement économique. Toutefois, bien qu'il y eut un recul significatif de la production et que ce recul se prolongea sur plusieurs mois, P. Cross considère qu'on ne peut pas encore parler de récession. Il écrivait:

²⁶. Le concept de "dépense discrétionnaire" est défini en section -4-, page 155 et ss.

²⁷. Cross, P. (1982, p.XXIX).

"Industrial output did not clearly begin to recede until March, although increased strike activity in construction and the post office served to accentuate this cyclical weakness. Industrial output began to recover unequivocally in July, with the hiatus of the auto strike in September. The slowdown final demand in 1970, then, brought only a marginal four-month recession in output, a decline too brief and shallow to be regarded as a cyclical contraction in economic activity."⁽²⁸⁾

Tableau -2-
Indicateurs de la récession:
Ralentissement de 1970

		Indice composite	variations du P.I.B. réel	
			Mois	Trimestre
1969	Juin	103,04	0,74%	
	Juil.	102,77	0,27%	
	Août	102,14	-0,25%	
	Sept.	101,38	0,83%	0,85%
	Oct.	100,57	-0,34%	
	Nov.	99,64	0,62%	
	Déc.	98,70	0,73%	1,02%
1970	Janv.	97,61	-0,51%	
	Fév.	96,58	0,64%	
	Mars	95,48	-0,48%	-0,36%
	Avril	94,32	-0,40%	
	Mai	93,13	0,41%	
	Juin	91,97	-0,04%	-0,04%
	Juil.	90,97	0,13%	
	Août	90,22	0,06%	
	Sept.	89,74	0,26%	0,44%
	Oct.	89,43	-0,01%	
	Nov.	89,31	0,70%	
	Déc.	89,41	0,31%	1,01%

Les arrêts de travail furent donc, à son avis, la principale cause de la baisse passagère du Produit intérieur brut. Ils auraient induit certaines distorsions ayant affecté la mesure de la production nationale. Cette évaluation est confirmée par l'évolution de la demande intérieure. En effet, à l'exception

²⁸. Cross, P. [1982, p.XXX] [nous soulignons].

de la construction de logement et de la demande de meubles et d'appareils ménagers, la croissance des autres composantes de la demande intérieure laisse plutôt à penser que l'économie canadienne s'était bien tenue. A cet égard, le tableau -7-, page 44, indique une baisse de 20,5% de la dépense d'investissement brut des ménages. Par ailleurs, si la dépense des firmes en actifs réels ne s'accroît pas, elle n'en demeure pas moins au même niveau que l'année précédente. Enfin, les administrations publiques ont, elles aussi, réduit leurs dépenses d'investissement. Par contre, comme le note la Banque du Canada, la "réorientation vers l'expansion, dès les premiers mois de 1970, de la politique fiscale et monétaire"⁽²⁹⁾ ne pouvait qu'avoir une influence positive en contribuant à soutenir la demande. On retrouve quelques indications de l'assouplissement de la politique monétaire aux graphiques -1.5-, page 50, et -1.8-, page 52, ainsi qu'au tableau -6-, page 43. Signe d'une politique monétaire expansionniste, le taux de croissance de la masse monétaire (M1) mesuré de décembre à décembre se situa à 5,4% en 1970 contre 3,1% en 1969; les taux de l'intérêt à court et long terme furent progressivement réduits après avoir atteint un sommet en 1969.

Une fois les quelques mois de ralentissement surmontés, l'économie canadienne entra dans la dernière "phase de croissance accélérée"⁽³⁰⁾ de cette période. Pendant un peu plus de 40 mois, la demande intérieure bénéficia d'abord d'un taux élevé de croissance de la dépense publique. Du côté des ménages, la dépense en biens résidentiels, durables et semi-durables progressa de 16,7% annuellement en termes réels entre 1971 et 1973. Quant à elles, les entreprises privées réalisèrent d'importants investissements fixes et les sociétés publiques entreprirent de gros travaux d'infrastructure (entre autre les sociétés provinciales d'électricité). Le volume réel de leur investissement progressa de 9,8% annuellement pendant cette période. L'accroissement des stocks fut faible pendant la première année mais repris par la suite. Enfin, pour ce qui est de la demande de biens d'exportation, son développement alla de pair avec la bonne performance de l'économie américaine, mais une évolution similaire des importations vint en réduire les effets bénéfiques.

²⁹. Revue de la Banque du Canada, dec. 1971, p.3.

³⁰. Revue de la Banque du Canada, mars 1974, p.5.

Cependant, cette croissance accélérée de l'activité économique n'a pas eu que des effets bénéfiques. Dans son Exposé Annuel de 1974, le Conseil Economique du Canada soulignait ceci:

"Pour la troisième année consécutive, l'expansion de l'économie a excédé le taux potentiel de sorte que l'écart entre le P.N.B. réel et potentiel, qui s'était élargie considérablement au cours de 1970, est maintenant très faible."³¹

La mesure du taux annuel d'utilisation de la capacité de production de la Banque du Canada indique à cet égard une augmentation de 86,4% en 1970 à 95,2% en 1973 (voir tableau -6-, page 43). Ainsi, la croissance de l'investissement des firmes aurait été insuffisante pour répondre aux besoins d'une demande augmentant plus rapidement que la capacité de production. Cette surchauffe fut jumelée à une progression rapide du niveau des prix alors que le taux de chômage demeurait plus élevé que celui des années 1960.

A l'automne de 1973, la décision inattendue des pays producteurs de pétrole de hausser substantiellement les cours mondiaux du prix du brut est venue bouleverser la situation économique de l'ensemble des pays occidentaux. L'économie américaine entra dans une phase de récession que l'adoption d'une politique économique plus restrictive ne contribua pas à améliorer. En Europe, les partenaires commerciaux du Canada furent également fortement affectés par cette hausse du coût des hydrocarbures ce qui poussa nombre de ceux-ci à adopter une politique budgétaire et monétaire plus restrictive.

Face à ces perturbations internationales, les autorités canadiennes modifièrent également la politique monétaire dans une direction plus restrictive. Ainsi, comme l'indique le tableau -6-, page 43, le taux d'expansion de la masse monétaire (M1) calculé de décembre à décembre fut beaucoup plus lent qu'auparavant (6,2% en 1974 contre 11,2% l'année précédente). De son côté, alors qu'il était demeuré stationnaire pendant plus d'un an et demi, le taux d'es-compte fut relevé pas moins de cinq fois pendant l'année 1973 puis encore à

³¹. Conseil Economique du Canada, Exposé Annuel pour l'année 1974, p.6.

trois reprises au cours du premier semestre de 1974. Le taux de l'intérêt à court terme évolua dans le même sens passant de 3,6% en 1972 à 6,3% en 1973 puis 7,1% en 1974. Quant au taux d'intérêt à long terme, il connu une évolution à la hausse mais beaucoup moins marqués (7,1% en 1972 contre 8'8% en 1974).

Tableau -3-
Indicateurs de la récession:
Récession de 1974-1975

		Indice composite	variations du P.I.B. réel	
			Mois	Trimestre
1974	Janv.	140,48	0,45%	
	Fév.	140,92	0,42%	
	Mars	141,30	0,28%	1,15%
	Avril	141,29	-1,23%	
	Mai	141,17	1,07%	
	Juin	140,27	-0,24%	-0,40%
	Juil.	138,77	-0,09%	
	Août	136,64	0,37%	
	Sept.	133,92	-0,35%	-0,07%
	Oct.	130,75	0,44%	
	Nov.	127,26	-0,40%	
	Déc.	123,67	0,18%	0,22%
1975	Janv.	120,67	-0,44%	
	Fév.	118,35	0,42%	
	Mars	116,57	-1,00%	-1,03%
	Avril	115,69	1,15%	
	Mai	115,63	-0,03%	
	Juin	116,16	0,67%	1,78%

Le second trimestre de 1974 marqua l'entrée de l'économie canadienne dans sa première véritable récession depuis les années 1960. Au tableau -3-, on constate que la baisse de l'indice composite s'amorça en mars. Simultanément, la chute de la production nationale intervint. L'économie canadienne entra dans une phase de déclin qui se prolongea pendant le second semestre de 1974 et le premier trimestre de 1975.

Cette récession fut avant tout influencée par la mauvaise conjoncture internationale et la chute de la demande d'exportation: le secteur de la

fabrication de pièces automobile fut particulièrement touché du fait de l'insuffisance de la demande aux Etats-Unis. Sur le plan national, la hausse des taux de l'intérêt affecta grandement la construction résidentielle, le secteur du meuble et de l'électroménager. La progression de la demande résidentielle et de biens durables et semi-durables enregistra un net ralentissement mais demeura malgré tout positive (+1,7%). Pour sa part, l'investissement brut du secteur des firmes enregistra une croissance de 14,8%. Enfin, la dépense du secteur public fut accrue de 19,4% en volume par rapport à 1973. A l'opposé, en 1975, la demande d'actifs réels des ménages progressa de 8,7% et celle des administrations publiques de 11,7% alors que le secteur des firmes réduisit son investissement de 7% (voir tableau -7-, page 44). L'introduction du principe de l'indexation de la taxation sur le revenu et l'adoption de limites à la hausse des prix intérieurs du pétrole comme mesures de soutien du pouvoir d'achat des ménages furent autant de facteurs qui contribuèrent au maintien de la demande intérieure de ce secteur.

A compter du second trimestre de 1975, l'activité économique reprit. Elle demeura en progression jusqu'au début de 1979 mais son rythme fut beaucoup plus lent. L'application par les autorités fédérales de mesures visant, entre autre, le contrôle des salaires affecta au ralenti l'évolution du revenu disponible réel et, par suite, la demande de consommation des ménages. De plus, malgré une amélioration sensible de leurs bénéfices, la faible progression de la dépense d'investissement des entreprises contribua également à affaiblir la demande intérieure. Enfin, dans le but de restreindre la progression du déficit budgétaire, les administrations publiques réduisirent leur investissement de 7% annuellement. Quant aux autorités monétaires, la gestion de la monnaie s'orienta vers le contrôle de l'inflation plutôt que le soutien de la croissance économique. Ce fut le début de la politique de "gradualisme monétaire" adoptée par la Banque du Canada, laquelle politique visait à limiter la croissance de la masse monétaire.

Les résultats des trois premiers trimestres de 1979 sur le plan de l'évolution de l'économie canadienne laissaient pourtant présager de bonnes perspectives pour quelques semestres encore. Cependant, au dernier trimestre,

le doublement inattendu des cours du pétrole sur les marchés mondiaux et la hausse des cours internationaux des matières premières vinrent intensifier les tensions inflationnistes dans l'ensemble des pays occidentaux. Les banques centrales renforcèrent les contrôles sur la masse monétaire (M1). La demande intérieure fut affectée par l'impact de ces hausses de prix et les hauts taux de l'intérêt. Pour l'année 1980, l'investissement brut global diminua de 3,9%: la part des ménages de 11,2% et celle des firmes de 2,2%. La demande de biens d'exportation, particulièrement les produits de l'automobile, encaissa les contrecoups de la récession aux Etats-Unis. Le tableau -4- indique clairement qu'ela baisse de la production nationale en termes réels n'intervint qu'au premier et second trimestre de 1980 cependant que l'indice composite était en baisse depuis juillet 1979.

Tableau -4-
Indicateurs de la récession:
Récession de 1979-1980

		Indice composite	variations du P.I.B. réel	
			Mois	Trimestre
1979	Juil.	156,89	0,47%	
	Août	156,58	0,37%	
	Sept.	155,99	0,14%	0,97%
	Oct.	154,89	0,07%	
	Nov.	153,43	-0,16%	
	Déc.	151,57	0,19%	0,10%
1980	Janv.	150,38	0,16%	
	Fév.	149,43	-0,79%	
	Mars	148,20	0,58%	-0,04%
	Avril	146,17	0,09%	
	Mai	143,60	-0,50%	
	Juin	140,97	-0,24%	-0,65%
	Juil.	139,00	0,88%	
	Août	137,97	-0,04%	
	Sept.	138,18	0,93%	1,76%

Toutefois, contrairement à la récession de 1974-1975, les entreprises canadiennes s'ajustèrent rapidement à cette nouvelle conjoncture. La persistance de hauts taux d'intérêt nominaux ne les découragea pas à reprendre leurs

immobilisations: les mises en chantiers de logements recommencèrent à augmenter, l'investissement fixe crût vigoureusement et l'accumulation des stocks reprit. La demande intérieure fut également soutenue par la demande des ménages en meubles et biens ménagers. Seule une hausse de la demande en importations vint réduire ces effets positifs d'autant plus que les exportations enregistraient une faible contraction.

Tableau -5-
Indicateurs de la récession:
Récession de 1981-1982

		Indice composite	variations du P.I.B. réel	
			Mois	Trimestre
1981	Avril	144,30	1,40%	
	Mai	144,64	-0,64%	
	Juin	144,76	0,11%	0,86%
	Juil.	144,51	-0,30%	
	Août	143,30	-1,43%	
	Sept.	141,11	1,18%	-0,56%
	Oct.	137,92	-0,69%	
	Nov.	134,48	-0,43%	
	Déc.	131,56	-0,10%	-1,22%
1982	Janv.	128,69	-1,04%	
	Fév.	125,90	0,27%	
	Mars	123,07	-0,59%	-1,36%
	Avril	120,47	-0,98%	
	Mai	118,15	0,14%	
	Juin	116,01	-0,86%	-1,69%
	Juil.	114,16	-0,66%	
	Août	113,07	0,42%	
	Sept.	112,67	0,13%	-0,11%
	Oct.	113,14	-1,43%	
	Nov.	114,31	0,79%	
	Déc.	116,34	0,21%	-0,43%
1983	Janv.	119,26	1,05%	
	Fév.	122,63	0,15%	
	Mars	126,1	0,65%	1,86%

Cette reprise fut de courte durée. En réponse à la persistance de l'inflation et alors même que les marchés pétroliers venaient de connaître une nouvelle hausse important des prix du brut, l'application de nouvelles restrictions à la fois dans les finances publiques et dans le cadre d'une

politique monétaire déjà restrictive entraîna l'activité économique vers une nouvelle phase de récession. L'indice composite indiqua les premiers signes de l'affaiblissement de l'économie canadienne dès mai 1981 (voir tableau -5-). Tout comme ce fut le cas en 1974-1975, la variation du P.I.B. fut concomitante.

Au milieu de l'été, avec des taux d'intérêt nominaux à des niveaux jamais observés (en juillet, le taux sur les prêts aux entreprises s'élevait à 22,75% et le taux hypothécaire à 21,75%), l'activité économique entra dans une phase de récession. Bien qu'ayant débuté au troisième trimestre, son importance se précisa au trimestre suivant. Comme on le constate au tableau -5-, la production intérieure enregistra des reculs successifs de grande importance pendant le dernier trimestre de 1981 et les deux premiers de 1982. La persistance de hauts taux d'intérêt nominaux pendant toute l'année 1982 fut un facteur déterminant dans l'évolution de la demande intérieure. Toutes ses composantes enregistrèrent d'importantes variations à la baisse: dépenses de consommation, mises en chantier, investissements fixes, accumulation des inventaires, etc. Ainsi, comme l'indique le tableau -7-, page 44, la dépense d'investissement des firmes chuta brusquement de 32,6%, celle des ménages de 26,5%. Les administrations réduisirent le rythme de croissance des dépenses publiques mais accrurent leur dépense en actifs réels de 11,1%.

L'absence d'une politique de soutien du pouvoir d'achat, comme ce fut le cas en 1974-75, vint accentuer le repli. Le revenu personnel disponible en termes réels des ménages diminua et les bénéficiaires des sociétés s'effondrèrent. La récession de l'économie américaine aggrava la situation en réduisant les exportations. Cette récession fut la plus importante à survenir depuis 1929, déclassant celle de 1974-75 autant par sa profondeur que par sa durée: six trimestres continus de déclin absolu du P.I.B. réel.

Au début de 1983, les agents reprirent progressivement leurs activités. Les ménages augmentèrent leurs dépenses de consommation. De même, sauf pour l'année 1983, la baisse des taux de l'intérêt encouragea la construction résidentielle. Les ménages profitèrent également des programmes gouvernementaux pour encourager l'acquisition résidentielle et élargir l'accessibilité à la pro-

priété. L'achat de meubles et appareils ménagers reprit sous cette impulsion. Par ailleurs, la dépense d'investissement des entreprises s'améliora en 1983. Quant à celle des administrations publiques, elle continua son sentier de la décroissance. Enfin, le rythme de déstockage indiquait des signes de ralentissement ce qui est un signe additionnel de la reprise de la demande intérieure alors que le volume des exportations s'accrût avec celui des importations.

Depuis lors, la reprise de l'économie canadienne se poursuit.

3. Le financement de l'économie et le cycle des affaires

En regard du cycle des affaires dont nous venons de dégager les principaux mouvements, quel fut le comportement sectoriel des principaux flux de ressources et de dépenses au cours des vingt-cinq dernières années? Nous examinons ici l'évolution des activités des secteurs économiques à partir de leurs positions relatives respectives dans le formation annuelle de chacun des quatre principaux flux, à savoir: l'épargne brute globale et l'investissement brut global; les variations nettes de l'actif financier et du passif financier.

(a) Les ressources disponibles

(i) Formation de l'épargne brute

Les données contenues au tableau -8-, page 45, et figurant aux graphiques -1.10.1- et -1.10.2-, page 53, reflètent la contribution sectorielle à la formation du flux d'épargne brute, lequel flux constitue pour chaque agent une source interne de financement. Ce flux comprend à la fois la provision pour consommation de capital et l'épargne nette. En considérant d'abord son évolution en termes de taux de croissance, on constate que la contribution des ménages enregistre une progression rapide entre 1962 et 1982, seule la fin des années 1960 fait exception. La croissance annuelle de l'épargne brute formée par les ménages révèle que la diminution en volume réel observée au cours des dernières années de 1960 ne constitue qu'un bref intermède dans son développement à long terme. En effet, le volume d'épargne brute des ménages enregistre une croissance

annuelle phénoménale dans les cinq premières années de la décennie 1970 et, bien que ce taux ralentisse de moitié pour le reste de la décennie, il demeure suffisant pour permettre au secteur de renforcer sa position relative. Par ailleurs c'est en phase de récession qu'on observe généralement une accélération de la formation. En 1974-1975 et 1981-1982, le taux de croissance de l'épargne brute se situe respectivement à 12% et 17,3%. La période ultérieure est cependant marquée par un net ralentissement de l'épargne des ménages. Entre 1975 et 1979 la croissance moyenne n'est que de 4,9% annuellement alors qu'entre 1983-1987 la croissance fait place à la décroissance.

Cette évolution en termes réels affecte la composition procentuelle de l'épargne brute globale. Ainsi, avant 1973, la part du secteur des ménages est inférieure à celle des firmes. De 1960 à 1969, elle tend même à diminuer. Par contre, avec les années 1970, la forte croissance observée entraîne à la hausse la part des ménages. Cette progression constante se poursuivra jusqu'en 1981 et, l'année suivante, la conjonction d'une très forte baisse de l'épargne des firmes et l'explosion du déficit budgétaire des administrations publiques propulsera la part des ménages à plus de 84% du volume global de l'épargne. Au cours des années 1983-1987, on voit se profiler un retour des choses. La reprise des activités des entreprises et des bénéfices nets vient progressivement réduire la place occupée par le secteur des ménages. On note également une augmentation substantielle de la part de l'épargne du secteur financier. Par ailleurs, sur le plan de son évolution conjoncturelle, on doit souligner que la part des ménages enregistre une progression remarquable en période de récession ce qui tend à confirmer le caractère contracyclique du comportement de l'épargne brute des ménages.

Au niveau du secteur des firmes, l'évolution est passablement différente. Contrairement au secteur des ménages, les phases de repli économique se caractérisent par un mouvement similaire dans le volume de ses ressources internes de financement. Ainsi, que ce soit en 1974-1975 ou en 1981-1982, la stagnation ou le repli de cette source de financement sectorielle est manifeste. Il en va également de même en période de récession. Toutefois, l'inclusion de la provision pour consommation de capital dans la formation sectorielle de

l'épargne brute dissimule l'importance des pertes. Les variations de l'épargne nette sont, à cet égard, sans équivoque. Il en sera question un peu plus loin lorsque nous aborderons l'analyse sectorielle des flux financiers.

Ces mouvements sont également perceptibles au niveau de la position des firmes dans la formation de l'épargne brute globale: la part relative du flux provenant des entreprises démontre une baisse significative dans presque tous les cas. Seules le ralentissement de 1970 et la récession de 1979-80 font exception à la règle. On notera enfin la prédominance de l'épargne brute du secteur des firmes sur celui des ménages dans le flux global jusqu'en 1973, date à partir de laquelle la situation est inversée. La période de forte croissance ayant caractérisé les années 1971-1973 aurait donc favorisé les ménages sur ce plan.

Le troisième secteur qui, historiquement, a contribué le plus à la formation de l'épargne brute est le secteur public. Jusqu'en 1975, l'évolution de son épargne brute reflète le rôle contra-cyclique de la politique économique: une baisse notable en volume de son épargne est observée en phase de recul ou de ralentissement de l'économie. Elle va de pair avec la baisse du surplus budgétaire: des besoins en ressources plus importants en phase de ralentissement économique réduisent d'autant l'excédant budgétaire et affectent à la baisse son épargne. Toutefois, cette évolution est peu perceptible en termes relatifs. La désépargne simultanée du secteur extérieur contribuant semble-t-il à accroître l'importance de l'épargne des administrations publiques. Par contre, à compter de 1975, le secteur public ne contribue que marginalement à la formation de l'épargne brute. De fait, on note une progressive détérioration de sa position relative: jusqu'en 1979, son épargne brute demeure faiblement positive mais elle ne cesse de diminuer en volume; par contre, en 1980, et à compter de 1982, le secteur doit recourir au financement externe non seulement pour le financement de sa dépense d'investissement mais aussi pour financer une part croissante de ses dépenses courantes. Il faut également préciser qu'entre 1975 et 1987, les administrations publiques n'ont pour toute épargne positive que la provision pour consommation de capital. En d'autres termes, le secteur public désépargne. Ce phénomène explique donc en grande partie l'appréciation de la position

relative du secteur des ménages après 1975 et, dans une moindre mesure, celle du secteur externe.

Le secteur des services financiers contribue quant à lui très faiblement à la formation de l'épargne globale. Cependant, cette part va croissante tout au long de la période et, comme nous le soulignons précédemment, évolue rapidement pendant les années 1980.

Enfin, la participation du secteur extérieur est plus importante que celle du secteur financier mais aussi plus volatile. Comme ce fut le cas pendant les années 1960, lorsque les sources nationales croissent rapidement, le besoin de financement extérieur est moins grand. Par contre, lorsque certains agents désépargnent, l'épargne nationale ne peut répondre à la demande de financement que si elle progresse aussi rapidement que désépargne le secteur en déficit. Ainsi, au milieu des années 1970 et après la récession de 1981-1982, malgré la croissance de l'épargne brute du secteur des ménages, celle-ci demeure insuffisante pour répondre aux besoins des firmes et du secteur public. Le secteur extérieur a alors contribué à compléter les besoins des agents nationaux. A l'inverse, la forte croissance de l'épargne brute des agents nationaux au début des années 1970 et entre 1982 et 1984 réduit l'espace occupé par le secteur du reste du monde dans la formation de cette source de financement. Par conséquent, l'épargne du secteur extérieur agit en complément aux besoins formulés par les agents nationaux.

(ii) Le financement externe

Le tableau -10-, page 47, et les graphiques -1.13.1- et -1.13.2-, page 56, présentent la composition sectorielle du passif financier net global. Ils fournissent également quelques indications sur la croissance par secteur de cette source de financement. Chez les ménages, le recours au financement externe fut une source en pleine expansion pendant la seconde partie des années 1960 et les premières années de 1970. De fait, le flux d'endettement stagna en volume entre 1962 et 1966 mais enregistra une croissance accélérée par la suite. De 1967 à 1969, l'accroissement de l'endettement est venu suppléer à la décrois-

sance de l'épargne brute comme source de financement. De 1971 à 1973, période de croissance économique exceptionnelle, le financement externe évolue de pair avec les sources internes. Cet accroissement de l'endettement a cependant fait place à une progressive décroissance pendant les dernières années. Les ménages réduisent d'abord substantiellement le volume de leur endettement net en 1974 avant de réduire progressivement sa croissance annuelle à compter de 1975. De 1980 à 1982, ce mode de financement est de moins en moins important au profit de l'épargne du secteur. Mais, comme nous le verrons, chacune de ces deux sources procure un financement répondant aux besoins de l'un ou l'autre des emplois. De fait, sauf cas de force majeure, ils ne sont point substitués. La diminution des ressources externes ira donc de pair avec la diminution de l'acquisition non financière.

Du côté des entreprises, la période de "Grande Expansion" a donné lieu à une forte progression de son endettement. En dehors des deux périodes de ralentissements et de la fin des années 1960, la croissance de son volume d'endettement enregistre un rythme qui excède 10% annuellement. Cette phase culmine en 1974, année où la faible croissance des ressources internes a provoqué un recours additionnel en ressources externes pour rencontrer les besoins de financement. A cet égard, l'impossibilité devant laquelle se sont retrouvées les entreprises de pouvoir réévaluer à court terme les projets de dépenses en actifs réels en fut probablement la cause. Le surendettement alors engendré semble avoir eu des répercussions sur le comportement des firmes l'année suivante: en 1975, l'endettement net est fortement réduit. En examinant l'évolution des flux d'épargne et d'endettement pour les autres récessions, on constate une évolution similaire. Ainsi, en 1981-1982, l'impact de la baisse des ressources internes affecte-t-elle l'endettement du secteur non seulement en 1982 mais également en 1983.

Le secteur public augmente nettement le volume de son endettement lorsque survient un repli de l'activité économique mais en diminue le volume net avec la reprise économique. Seule l'année 1983 se distingue avec un accroissement de l'endettement net correspondant à celui de 1982. Pendant cette période, le secteur public occupe le premier rang parmi les débiteurs alors que triple sa

part relative dans le volume global de l'endettement. Il se retrouve ainsi devant le secteur des services financiers qui, de par ses fonctions d'intermédiation, occupe normalement cette position.

Pour ce qui est du secteur financier, son endettement envers l'économie diminue autant en volume qu'en termes relatifs en phase de ralentissement. On peut penser que la baisse de la demande de financement en est à l'origine. Nous préférons cependant vérifier si la cause ne résiderait pas plutôt dans une baisse de la disponibilité des crédits externes.

Enfin, l'endettement du secteur extérieur présente une évolution fort volatile sur l'ensemble des cycles économiques. Il faut y voir non seulement l'action du reste du monde mais également celle des autorités monétaires qui s'y retrouvent.

(b) Les dépenses en actifs réels et financiers

(i) L'investissement brut

Au tableau -7-, page 44, ainsi qu'à travers les graphiques -1.11.1- et -1.11.2-, page 54, on constate d'emblée que l'acquisition d'actifs réels concerne essentiellement trois des cinq secteurs de l'économie canadienne: les ménages, les firmes et les administrations publiques. Les services financiers et le secteur externe n'investissent que marginalement dans l'acquisition de ce type de biens.

Le secteur des firmes réalise plus de la moitié de la dépense d'investissement brut de l'économie. Son évolution cyclique est largement influencée par la croissance des ressources internes du secteur mais semble davantage affectée par la disponibilité des ressources externes sur les marchés financiers. Du moins, c'est la constatation que l'on pourrait formuler à partir de l'évolution comparée des sources internes et externes de financement à l'investissement brut du secteur. Les taux de croissance évoluent généralement dans le même sens. Cependant, le caractère agrégé des données actuelles ne permet pas de confirmer

une telle hypothèse. Nous reviendrons sur cet aspect lors de l'analyse sectorielle des flux.

Du côté des ménages, la situation semble plus nette. D'une façon générale, son investissement évolue dans le même sens que son passif financier. A chaque phase d'expansion de l'investissement correspond un accroissement de l'endettement. Inversement, un ressac de l'acquisition d'actifs réels s'accompagne d'une baisse de l'endettement. Plus loin, l'examen de la composition du passif financier du secteur précisera l'importance des crédits d'origine bancaire et, plus particulièrement, des hypothèques comme source de financement externe. Toutefois, le recours aux ressources externes par les ménages ne fut pas toujours destiné à cette seule utilisation. C'est ainsi qu'entre 1967 et 1969 l'endettement a donné lieu à une accumulation nette d'actifs financiers. Néanmoins, comme nous le notions pour les firmes, les restrictions imposées au crédit pourraient être à l'origine de la diminution des dépenses d'investissement ce qui aurait contribué au ralentissement économique de 1970 et aux récessions de 1974-1975, 1979-1980 et 1981-1982.

Les administrations publiques ont, quant à elles, contribué à maintenir l'activité économique en période de récession en augmentant le volume de leur investissement. Tel fut le cas en 1974-1975 et en 1982. Cependant, son impact réel fut somme toute faible compte tenu de l'importance de la dépense du secteur relativement à la dépense de l'ensemble des agents économiques. Cette part démontre d'ailleurs une nette tendance à la baisse entre les périodes 1962-1969 et 1980-1987. Le secteur public se désengage de son rôle d'entrepreneur au profit de celui de consommateur et de pourvoyeur de services publics. Son action est de plus en plus orientée vers le soutien de l'activité économique par le biais de sa dépense courante au détriment de l'acquisition d'actifs réels. Quant au financement de cette dépense, il est difficile d'attribuer à l'épargne nette du secteur le mérite d'avoir servi à des fins d'investissement. Une mesure de la place des Caisses de sécurité sociale dans la formation de l'épargne du secteur public permet de lui imputer plus des deux tiers de ce flux. Par conséquent, l'émission de titres demeure-t-elle son principal mode de financement.

(ii) L'acquisition d'actifs financiers

Enfin, le tableau -9-, page 46, et les graphiques -1.12.1- et -1.12.2-, page 55, permettent d'envisager l'activité financière sectorielle en termes d'acquisition de créances sur l'économie. Dans le cas des ménages, ils traduisent en termes financiers la formation de l'épargne brute du secteur. Comme on peut le constater, ce secteur est, après les services financiers, celui qui acquiert le plus de titres financiers. D'ailleurs, le volume de son acquisition financière suit généralement l'évolution du flux des ressources internes quoique, comme nous l'avons notée, le secteur puisse également profiter de sources externes pour effectuer de tels acquisitions. Ainsi, la croissance de l'actif financier des ménages est observable sur l'ensemble de la période 1962-1979 avec une accélération entre 1971 et 1973. En termes relatifs, sauf pendant les dernières années de 1960, l'importance du secteur progresse jusqu'en 1975 puis fléchit par la suite. En 1981, une diminution de 16,1% du volume des ressources destinées à cette fin s'accompagne de la baisse de la part relative du secteur, laquelle atteint son plus bas niveau jamais observé. Par contre, l'année suivante, cette part grimpe à 44% suite à une baisse généralisée de l'acquisition financière de tous les autres secteurs.

Le secteur des firmes alloue également une partie de ses ressources à l'acquisition financière. Toutefois, au fil des ans, sa position relative exprime une nette tendance à la baisse. De plus, chacune des phases de repli se caractérise par une diminution de l'importance du secteur dans la formation de ce flux. Le secteur des firmes démontrerait donc un certain désintéressement envers l'acquisition financière au profit de l'acquisition d'actifs réels, ce que tend à confirmer l'évolution de sa part dans la formation de la dépense d'investissement.

Du côté des administrations publiques, l'importance qu'elles occupent dans l'acquisition d'actifs financiers reflète leur comportement face à l'épargne. Ainsi, avant 1975, elles occupent une place importante qui, entre 1975 et 1987, diminue globalement de moitié. D'ailleurs, étant donné l'émergence de déficits budgétaires à partir 1975, on est sûr que la formation d'actifs financiers par

le secteur public est alors financée par endettement.

Enfin, le secteur extérieur utilise pratiquement toutes ses ressources internes et externes à des fins d'acquisition financière. Son investissement étant d'un volume marginal, ce secteur devient ainsi l'un des principaux créanciers de l'économie après les ménages et les firmes. De plus, sa part des créances demeure relativement stable pendant toute la période.

=====

Pour résumé les principaux éléments de ce premier contact avec la circulation financière, les graphiques -1.14- et -1.15-, page 57, fournissent une vision synthétique de l'activité financière et de son influence sur le comportement de la dépense des agents économiques. Le graphique -1.15- présente l'activité financière des secteurs économiques à travers l'évolution de leur position financière nette mesurée en termes réels. Rappelons que la position financière nette sectorielle est déterminée par l'acquisition nette de créances ou de dettes émergeant de la différence entre l'actif financier net et le passif financier net. Examinons d'abord la situation des secteurs déficitaires. Le premier d'entre eux, le secteur des firmes, voit sa position nette se détériorer à chaque phase de repli alors que chacune des phases de croissance économique est le moment d'une amélioration sa position déficitaire. Par ailleurs, après la récession de 1981-1982, on constate un effort particulier de la part de ce secteur pour réduire au minimum son déficit en ressources. Le second secteur déficitaire est celui des administrations publiques. Pendant la période antérieure à 1975, sa position oscille entre un faible déficit et un faible excédent en ressources. Par contre, après cette date, les déficits budgétaires se succèdent et contraignent le secteur à une position d'emprunteur net qui se détériore brusquement à partir de 1982.

Face à ces deux secteurs, le secteur des ménages dégage un surplus de ressources qu'il transforme en titres financiers. Cette accumulation financière nette en termes réels se développe progressivement au rythme de l'épargne du secteur. Elle connaît une accélération à compter de 1973 et continue à se

développer très rapidement entre 1976 et 1982 avant de diminuer progressivement à partir de 1983. Pour sa part, la position nette du secteur extérieur évolue doucement jusqu'en 1976, i.e. jusqu'à ce que la position du secteur public soit nettement déficitaire. A compter de cette date, l'investissement financier net du secteur des ménages ne peut absorber les déficits cumulés des deux secteurs qui en ont besoins. Le secteur extérieur trouve alors une place à occuper d'où un investissement financier plus important.

Le graphique -1.14- permet, quant à lui, de visualiser l'évolution conjoncturelle de l'actif financier des intermédiaires financiers. Certes, cette catégorie financière comprend plus que les titres bancaires, lesquels sont source de financement externe pour les autres agents économiques. Il contient également des titres commerciaux et des titres financiers acquis par les agents du secteur. Cependant, comme nous le verrons, la majeure partie de ces flux d'actifs provient des crédits bancaires accordés aux divers agents économiques. Sur cette base, la comparaison de l'évolution des actifs financiers du secteur financier avec l'évolution de la dépense d'investissement (graphique -1.11.1-, page 54) et l'évolution de la conjoncture économique (graphique -1.1-, page 48) permet d'envisager la relation que nous espérons établir entre la disponibilité du crédit et le niveau de la dépense discrétionnaire des agents économiques.

=====

TABLEAU -6-
EVOLUTION ANNUELLE DE CERTAINS AGGREGATS ECONOMIQUES
(EN DOLLARS DE 1981)

ANNEE	CROISSANCE DU P. I. B.		CROISSANCE DE LA MASSE MONETAIRE			TAUX D'INTERET		TAUX D'INFLATION	TAUX DE CHOMAGE	UTILISATION DE CAPACITE DE PRODUCTION	CROISSANCE REVENU PERS. DISPONIBLE
	M1	M2	M3	COURT TERME	LONG TERME						
1962	8.3	3.6	.	3.9	5.1	2.3	.	89.8	4.2		
1963	6.2	6.4	.	3.8	5.1	1.4	.	90.5	5.2		
1964	8.0	6.6	.	4.5	5.4	2.5	.	93.5	7.6		
1965	3.9	7.8	.	5.0	5.8	4.1	3.4	94.2	6.1		
1966								92.4			
1967	3.3	7.5	.	5.9	6.5	4.2	4.4	88.9	3.9		
1968	6.5	7.0	8.1	6.2	7.3	4.3	4.5	88.8	3.7		
1969	4.5	3.1	.	7.8	8.3	4.4	4.5	89.5	4.3		
1970	1.0	5.4	9.0	4.4	7.0	2.3	6.2	86.4	2.6		
1971	7.5	17.6	11.5	3.2	6.6	3.4	5.9	84.7	7.4		
1972	6.5	14.2	12.8	3.6	7.1	4.4	6.4	89.1	9.7		
1973	7.2	11.2	18.1	6.3	7.7	8.0	5.4	95.2	10.0		
1974	0.9	6.2	15.6	7.1	8.8	12.3	6.0	91.9	6.7		
1975	5.0	22.0	16.2	8.6	9.5	8.7	7.0	81.6	6.3		
1976	3.9	1.5	14.4	8.1	8.5	6.4	7.5	83.9	5.5		
1977	2.5	11.9	12.0	7.2	8.8	8.1	8.5	85.2	2.6		
1978	4.7	8.1	12.5	10.5	9.7	7.9	8.1	84.1	4.9		
1979	2.5	3.6	18.1	13.7	11.3	8.6	7.1	88.6	3.9		
1980	3.5	10.2	17.9	17.0	12.7	10.8	7.2	81.4	3.0		
1981	0.2	0.7	11.8	14.4	15.3	10.9	8.6	78.4	4.9		
1982	-3.6	2.8	7.9	9.8	11.7	9.8	12.8	69.2	0.3		
1983	7.2	8.7	3.5	9.7	12.0	4.8	11.2	73.1	-1.2		
1984	4.8	0.4	7.2	9.8	11.7	3.2	10.8	81.6	4.7		
1985	5.8	9.7	10.5	9.2	10.1	3.7	10.0	85.1	4.0		
1986	1.4	5.2	9.5	8.2	9.2	4.1	9.5	84.2	1.4		
1987	5.8	7.9	6.1	8.4	10.3	3.3	8.1	85.6	3.1		

n. b. (les donnees de ce tableau sont reproduites sur les graphiques)

Tableau -7-

Formation de l'investissement brut global :A) Taux de croissance périodique mesurés en dollars constants

	Ménages	Firmes	Gouv.	Total
1962-1969	4,7	7,8	4,0	6,4
1962-1966	4,6	15,8	7,0	11,1
1966-1967	-4,0	-14,1	5,8	-8,2
1967-1969	9,6	4,5	-2,7	4,9
1970-1979	8,4	7,1	0,1	6,5
1969-1970	-20,5	-0,9	0,9	-6,2
1970-1973	16,7	9,8	1,6	10,3
1973-1974	1,7	14,8	19,4	12,1
1974-1975	8,7	-7,0	11,7	0,0
1975-1979	4,2	7,0	-7,7	4,1
1980-1987	3,7	0,3	1,6	1,6
1979-1980	-11,2	-2,2	4,8	-3,9
1980-1981	9,4	9,4	2,6	8,5
1981-1982	-26,5	-32,6	11,1	-24,4
1982-1983	13,1	4,6	-9,2	4,0
1983-1987	9,1	7,3	1,9	6,9

B) Répartition sectorielle (% du total)

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Monde
1962-1969	27,9	53,1	1,0	17,6	0,2
1962-1966	28,3	53,4	1,1	17,3	-0,1
1967	25,9	53,4	0,7	19,2	0,7
1968-1969	28,1	52,3	1,1	17,6	0,9
1970-1979	27,8	54,5	1,6	15,1	1,1
1970	24,0	56,0	1,3	17,7	1,0
1971-1973	26,9	54,1	1,4	16,5	1,2
1974	25,9	56,4	1,5	14,8	1,4
1975	28,1	52,5	1,7	16,5	1,2
1976-1979	29,8	54,5	1,8	13,1	0,9
1980-1987	27,1	56,3	2,3	12,7	1,6
1980	26,0	59,6	2,1	11,1	1,2
1981	26,3	60,1	1,8	10,5	1,3
1982	25,5	53,5	3,6	15,5	1,8
1983	27,6	54,0	3,3	13,5	1,5
1984-1987	27,9	55,8	1,9	12,7	1,8

Tableau -8-

Formation de l'épargne brute globale :A) Taux de croissance périodique mesurés en dollars constants

	Ménages	Firmes	Gouv.	Total
1962-1969	3,7	4,3	18,7	6,5
1962-1966	9,0	6,0	25,5	10,0
1966-1967	-2,9	-1,3	-9,5	-6,7
1967-1969	-3,1	3,9	21,6	6,5
1970-1979	11,2	5,9	9,8	7,5
1969-1970	7,8	0,8	-23,4	-12,7
1970-1973	19,9	6,8	5,3	13,0
1973-1974	10,9	0,5	35,2	15,5
1974-1975	12,0	-0,3	-78,2	-3,3
1975-1979	4,9	8,2	-9,5	4,4
1980-1987	-0,5	3,3	59,7	1,6
1979-1980	5,7	3,7	-116,4	-4,5
1980-1981	11,0	-22,0	-1213,0	8,0
1981-1982	17,3	-23,7	-361,1	-24,8
1982-1983	-14,6	52,8	47,4	-1,1
1983-1987	-3,4	8,5	11,3	8,5

B) Répartition sectorielle (% du total)

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Monde
1962-1969	32,2	43,2	1,7	17,7	5,2
1962-1966	32,7	44,2	1,4	15,6	6,1
1967	34,0	41,5	1,8	18,9	3,8
1968-1969	30,0	41,7	2,4	22,4	3,6
1970-1979	42,6	38,9	2,6	10,9	5,0
1970	34,7	45,6	2,7	21,7	-4,7
1971-1973	39,1	40,3	2,6	17,3	0,6
1974	40,0	33,4	1,6	20,4	4,5
1975	46,3	34,6	2,6	4,6	11,9
1976-1979	47,0	38,6	2,8	2,5	9,1
1980-1987	61,0	44,2	3,7	-12,8	4,0
1980	52,3	43,3	2,1	-0,4	2,7
1981	53,8	31,2	2,1	4,6	8,3
1982	83,9	31,9	2,7	-16,3	-2,1
1983	72,3	49,0	5,2	-24,0	-2,5
1984-1987	56,5	49,5	4,4	-16,6	6,3

Tableau -9-

Acquisition nette d'actifs financiers :A) Taux de croissance périodique mesurés en dollars constants

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Total
1962-1969	4,0	-0,2	13,7	21,5	10,3
1962-1966	1,0	7,5	11,9	28,3	8,0
1966-1967	17,6	16,6	38,4	-1,0	24,6
1967-1969	3,8	-20,4	6,4	20,5	8,2
1970-1979	10,9	17,2	13,2	-5,0	10,3
1969-1970	7,6	14,1	-9,0	15,5	0,8
1970-1973	28,2	30,1	29,3	-19,4	18,3
1973-1974	0,4	20,1	-3,2	181,0	10,8
1974-1975	3,3	-28,5	-16,8	-51,2	-15,2
1975-1979	3,7	21,8	15,1	-3,2	11,6
1980-1987	-0,7	-2,9	-1,8	-9,1	-2,1
1979-1980	11,2	-12,6	2,7	88,3	7,8
1980-1981	-16,1	16,2	9,5	21,3	10,1
1981-1982	4,1	-59,9	-67,9	-63,0	-57,3
1982-1983	-7,6	-37,5	20,1	36,9	13,0
1983-1987	4,2	29,3	20,1	-4,4	12,8

B) Répartition sectorielle (% du total)

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Monde
1962-1969	23,4	17,3	35,1	12,1	12,2
1962-1966	24,9	19,6	34,0	10,2	11,3
1967	22,5	17,2	37,1	13,2	10,1
1968-1969	20,3	11,5	36,7	16,2	15,4
1970-1979	24,9	13,9	38,2	10,9	12,1
1970	22,0	10,5	32,4	18,9	16,2
1971-1973	23,8	14,6	38,6	11,7	11,2
1974	25,4	15,1	36,9	15,2	7,3
1975	30,9	12,9	36,1	8,8	11,3
1976-1979	24,9	14,1	40,1	7,8	13,1
1980-1987	30,0	12,8	36,9	7,6	12,7
1980	23,8	14,8	39,1	8,6	13,7
1981	18,2	15,5	38,7	9,6	18,0
1982	44,0	14,6	29,4	8,4	3,6
1983	36,2	8,1	31,0	9,9	14,7
1984-1987	29,4	12,3	39,3	6,1	13,0

Tableau -10-

Acquisition nette de titres de dettes :A) Taux de croissance périodique mesurés en dollars constants

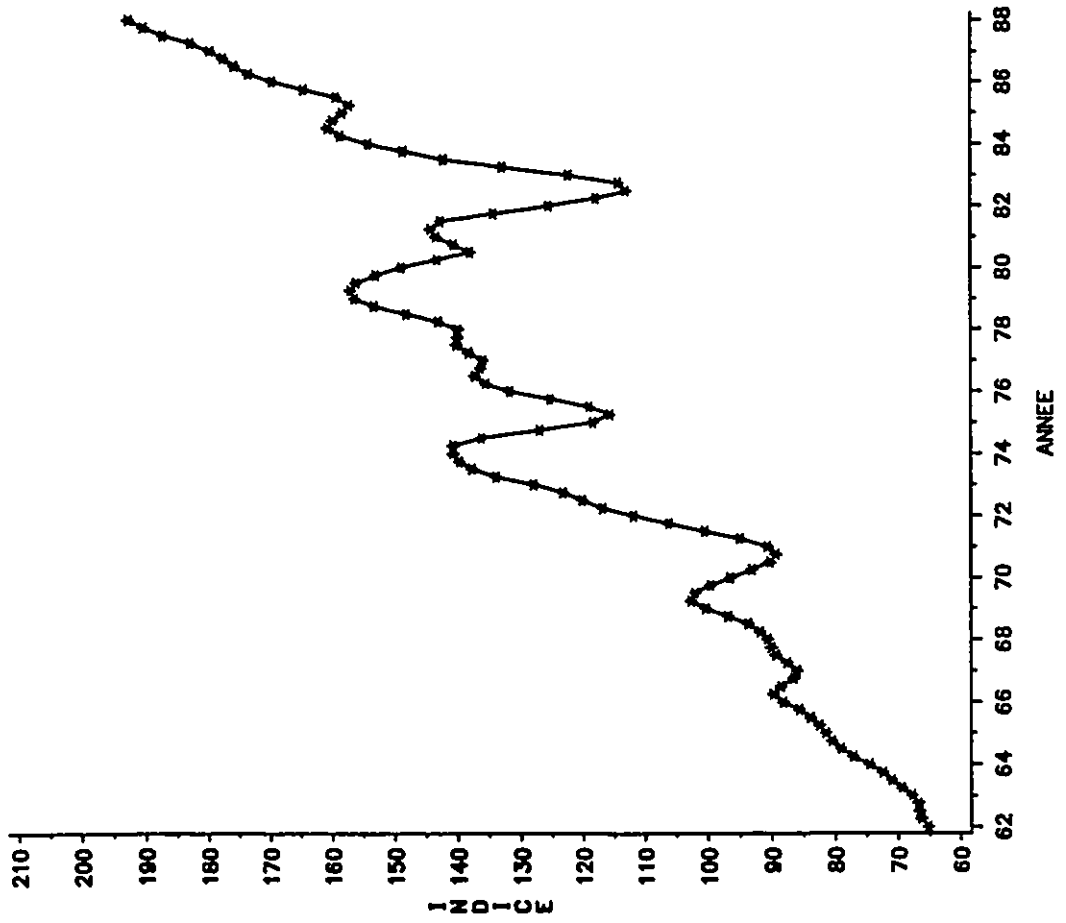
	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Total
1962-1969	9,5	5,3	13,4	2,5	10,3
1962-1966	-0,5	12,4	11,4	8,4	8,0
1966-1967	40,1	-16,9	37,2	29,4	24,6
1967-1969	17,5	4,0	6,9	-18,5	8,2
1970-1979	12,5	14,0	13,4	3,3	10,3
1969-1970	-32,1	-8,2	-9,8	73,4	0,8
1970-1973	40,2	23,1	29,7	-18,9	18,3
1973-1974	-10,4	40,9	-2,2	159,4	10,8
1974-1975	7,5	-30,8	-18,1	10,4	-15,2
1975-1979	2,0	15,7	15,3	-3,2	11,6
1980-1987	4,0	-6,2	-1,7	1,8	-2,1
1979-1980	-8,6	-8,6	2,8	44,9	7,8
1980-1981	-39,7	44,7	10,5	9,6	10,1
1981-1982	-76,4	-65,0	-66,0	21,5	-57,3
1982-1983	137,9	-37,3	8,1	21,6	15,7
1983-1987	40,4	19,1	21,6	-8,6	12,4

B) Répartition sectorielle (% du total)

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Monde
1962-1969	16,8	28,0	34,7	13,6	7,0
1962-1966	16,8	31,0	33,8	13,2	5,2
1967	15,8	24,5	36,3	16,8	6,5
1968-1969	17,3	22,3	36,0	12,8	11,7
1970-1979	17,4	24,0	37,6	13,3	7,7
1970	12,5	20,6	31,8	16,5	18,6
1971-1973	17,4	24,1	38,0	12,0	8,5
1974	16,9	29,5	36,8	12,6	4,2
1975	21,5	24,1	35,5	16,3	2,6
1976-1979	17,7	23,4	39,6	13,0	6,5
1980-1987	11,1	20,5	36,1	23,4	8,4
1980	12,8	23,2	38,7	12,6	12,3
1981	6,9	31,0	38,7	12,4	11,0
1982	3,7	25,9	31,3	35,2	4,4
1983	7,9	13,9	29,7	36,8	12,2
1984-1987	14,4	17,6	37,6	22,5	6,7

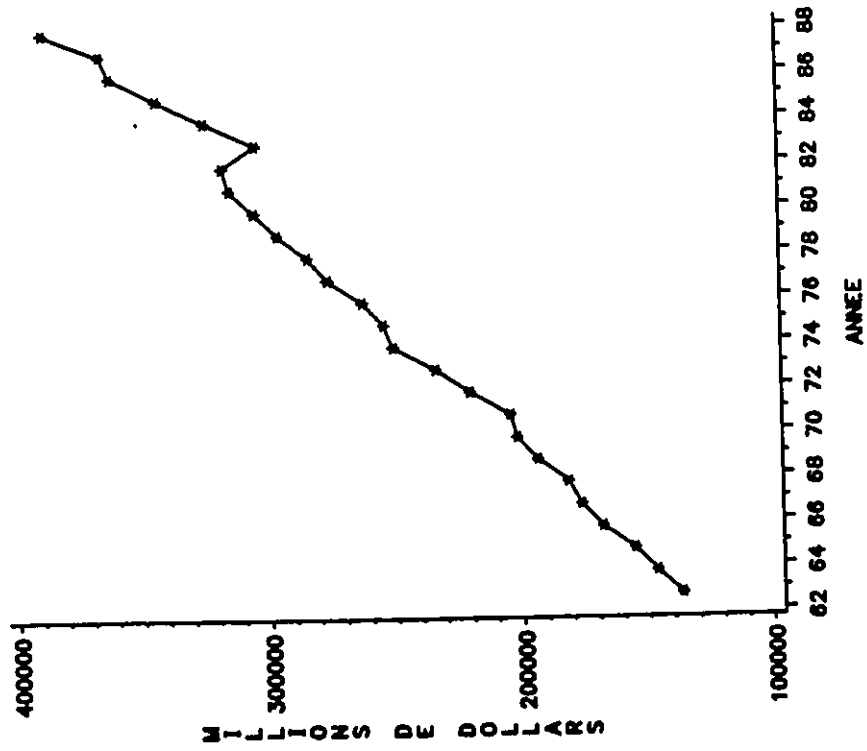
GRAPHIQUE - 1.1 -

LE CYCLE DES AFFAIRES AU CANADA (1962-1987)
(EVOLUTION DE L'INDICE COMPOSITE (1971=100))



GRAPHIQUE -1.2-

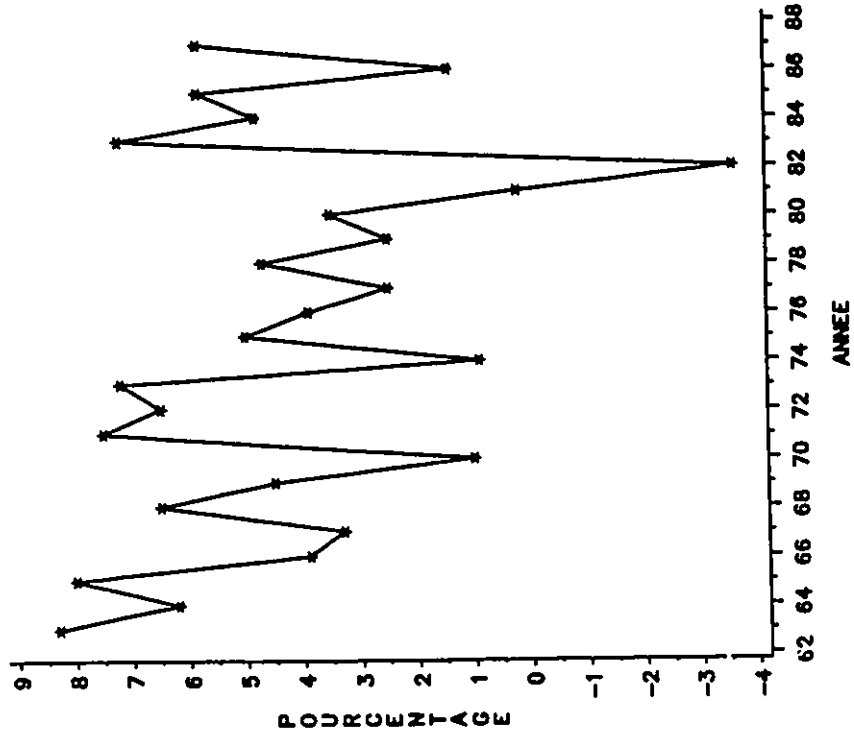
EVOLUTION DU PRODUIT INTERIEUR BRUT (1962-1987)
(VARIATION DE DECEMBRE A DECEMBRE))



NOTE: EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

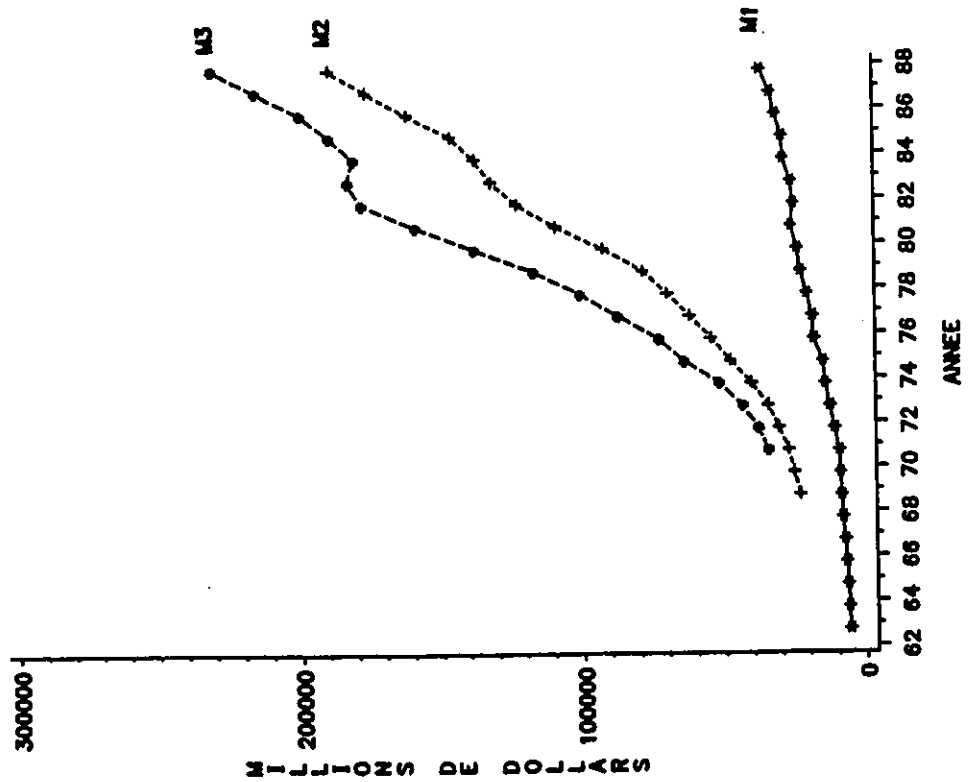
GRAPHIQUE -1.3-

EVOLUTION DU TAUX DE CROISSANCE DU P.I.B. (1962-1987)
(VARIATIONS ANNUELLES DE DECEMBRE A DECEMBRE)



GRAPHIQUE - 1.4-

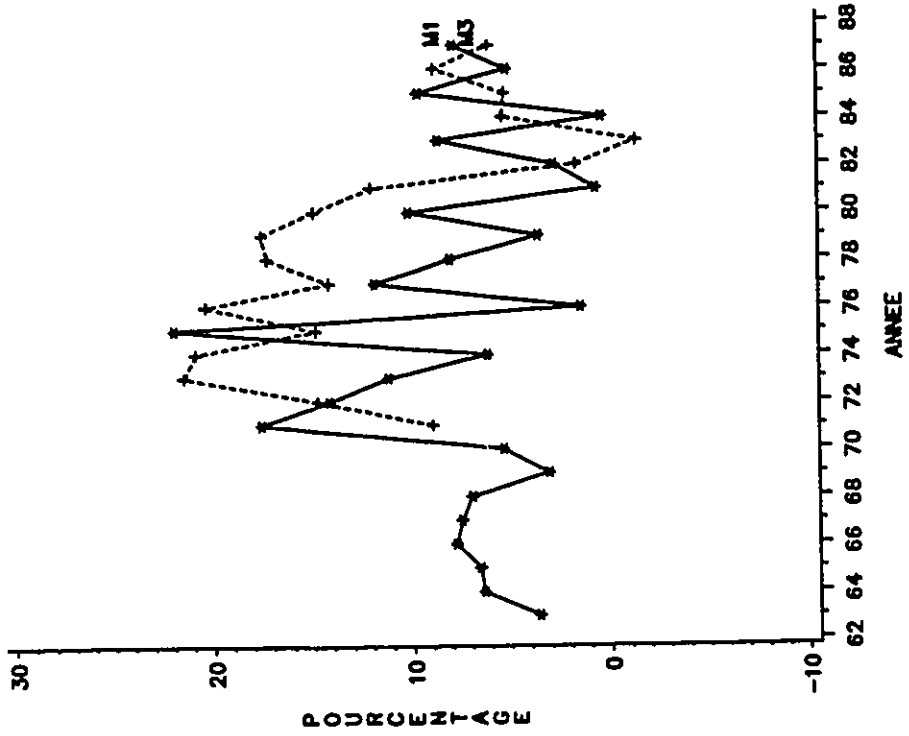
EVOLUTION DE TROIS AGREGATS MONETAIRES (1962-1987)
(VARIATION DE DECEMBRE A DECEMBRE))



NOTE: EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

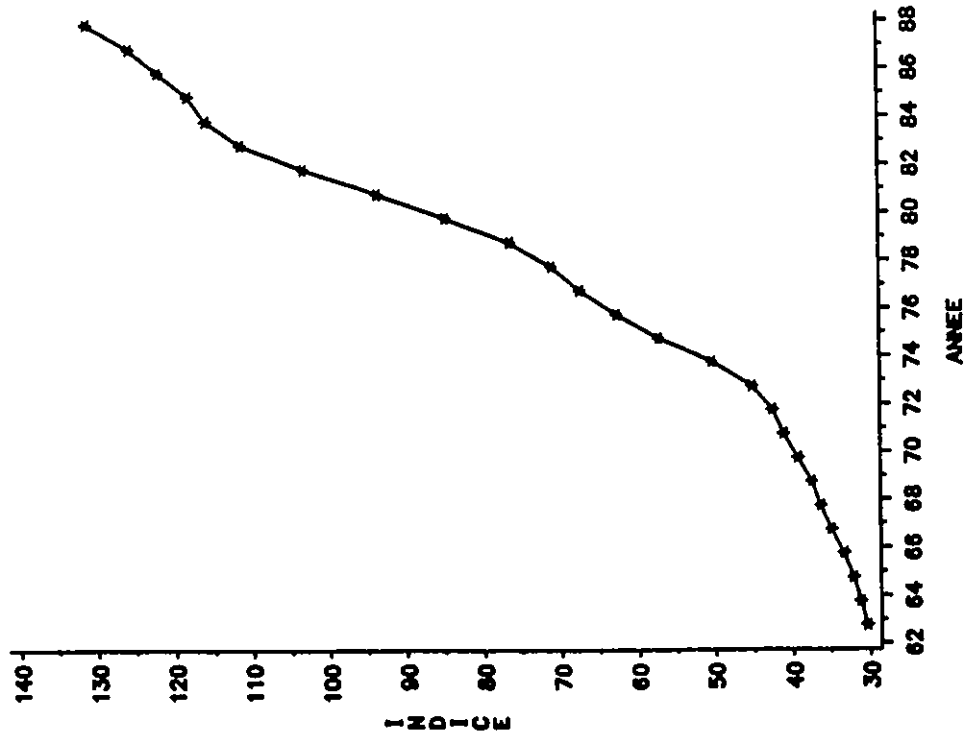
GRAPHIQUE - 1.5-

EVOLUTION DU TAUX DE CROISSANCE DE LA MASSE MONETAIRE (1962-1987)
(VARIATIONS ANNUELLES DE DECEMBRE A DECEMBRE)



GRAPHIQUE -1.6-

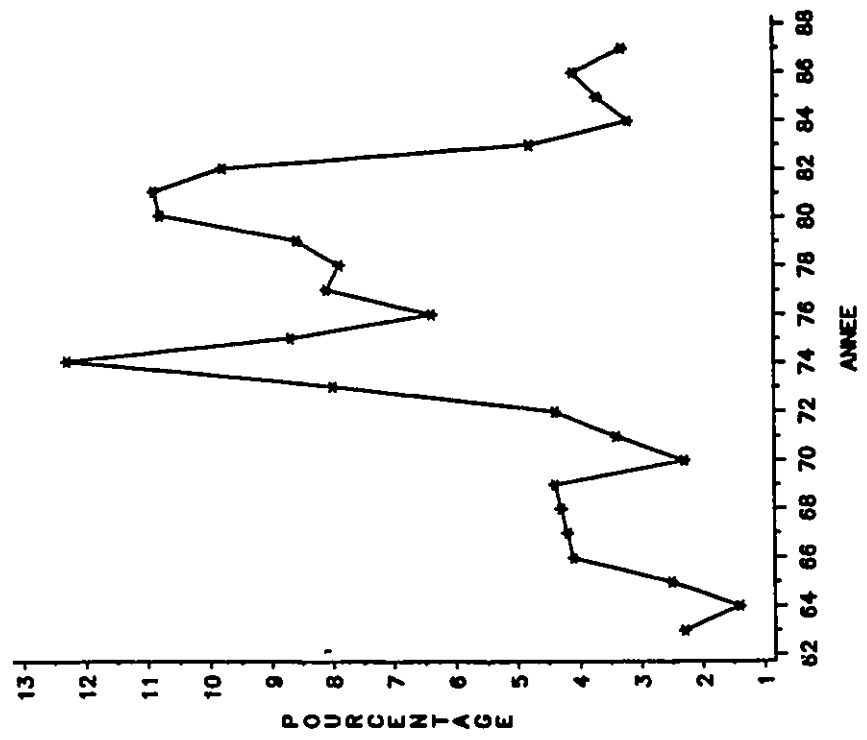
EVOLUTION DE L'INDICE IMPLICITE DES PRIX (1962-1987)
(VARIATIONS ANNUELLES AU DERNIER TRIMESTRE)



NOTE: 1981=100

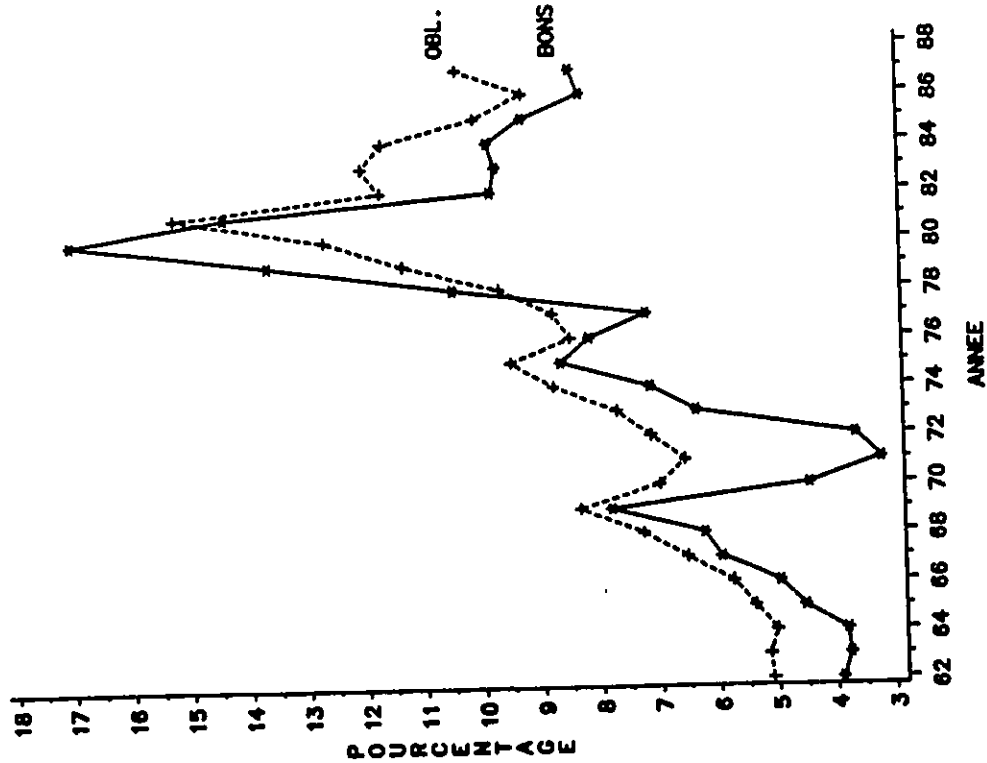
GRAPHIQUE -1.7-

EVOLUTION DU TAUX D'INFLATION (1962-1987)
(VARIATIONS ANNUELLES AU DERNIER TRIMESTRE)



GRAPHIQUE -1.8-

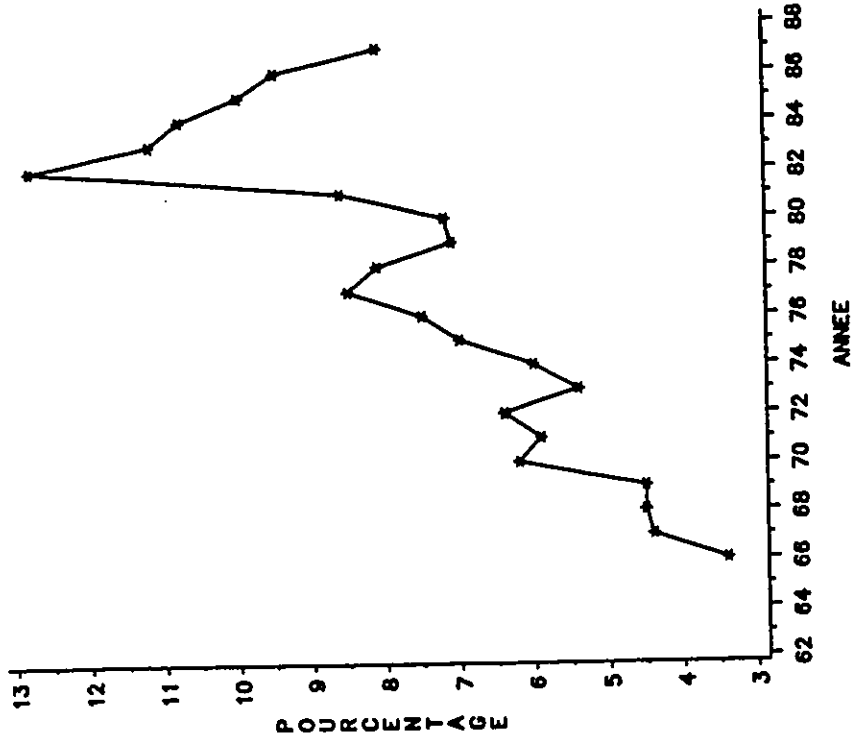
EVOLUTION DES TAUX D INTERET A COURT TERME
ET A LONG TERME (1962-1987)



NOTE: TAUX SUR LES BONS DU TRESOR A 90 JOURS
TAUX SUR LES OBLIGATIONS A 5 ANS

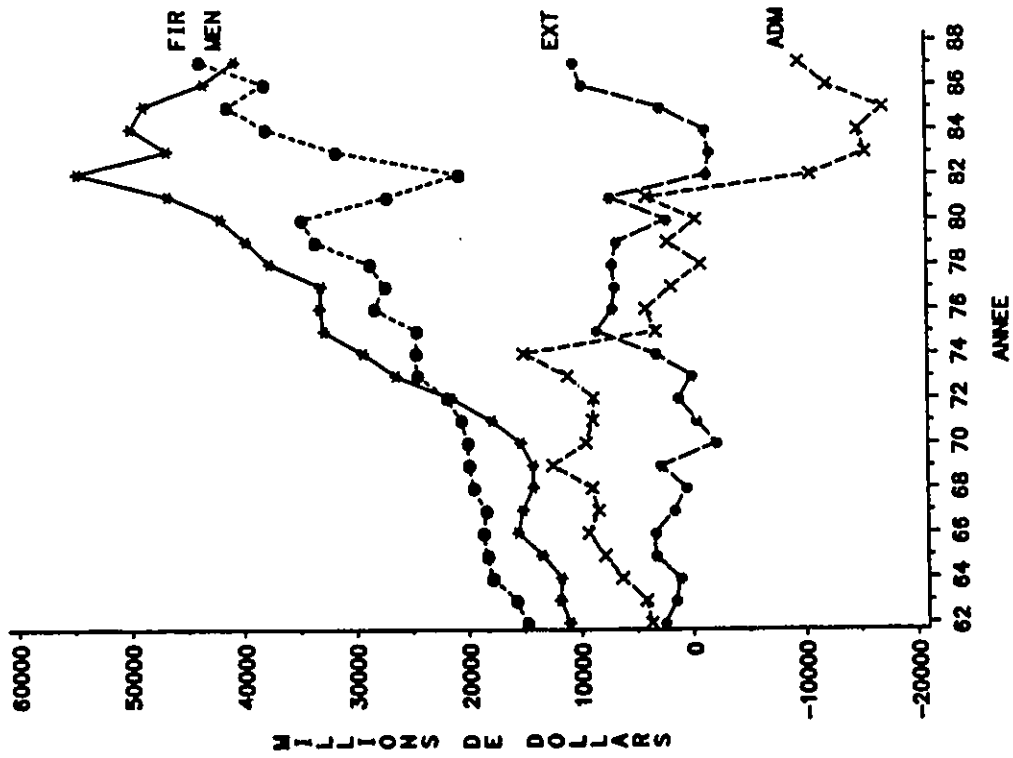
GRAPHIQUE -1.9-

EVOLUTION DU TAUX DE CHOMAGE (1962-1987)
(VARIATIONS ANNUELLES AU DERNIER TRIMESTRE)



GRAPHIQUE - 1.10.1-

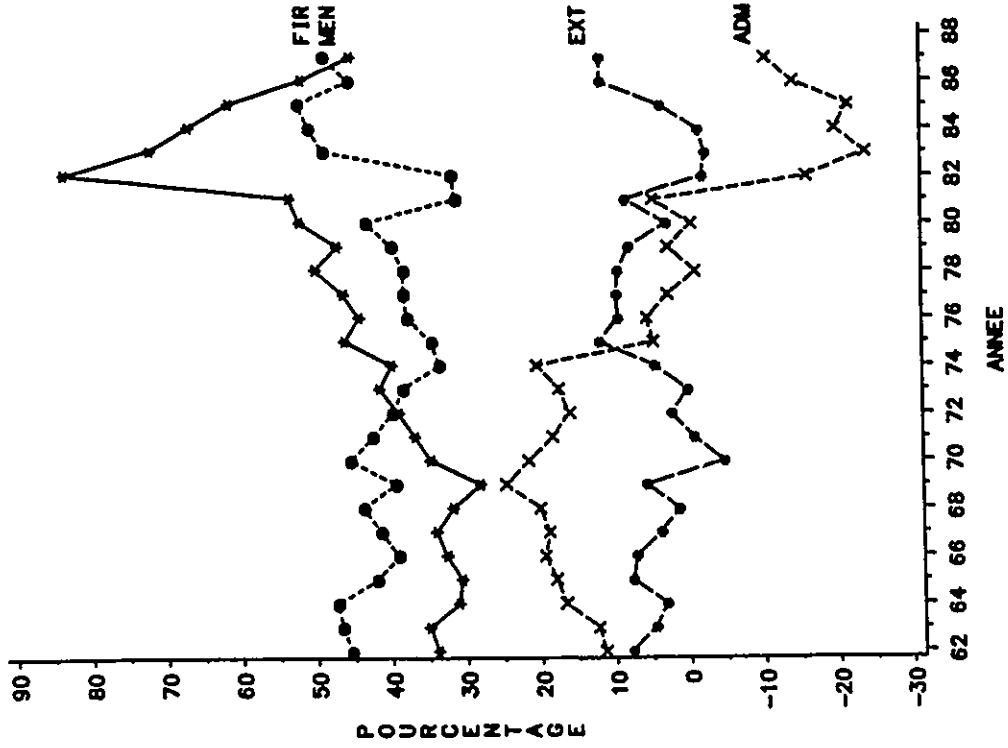
LES SECTEURS NON-FINANCIERS :
EVOLUTION DE L'EPARGNE BRUTE (1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE - 1.10.2-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS :
EVOLUTION DE L'EPARGNE BRUTE (1962-1987)

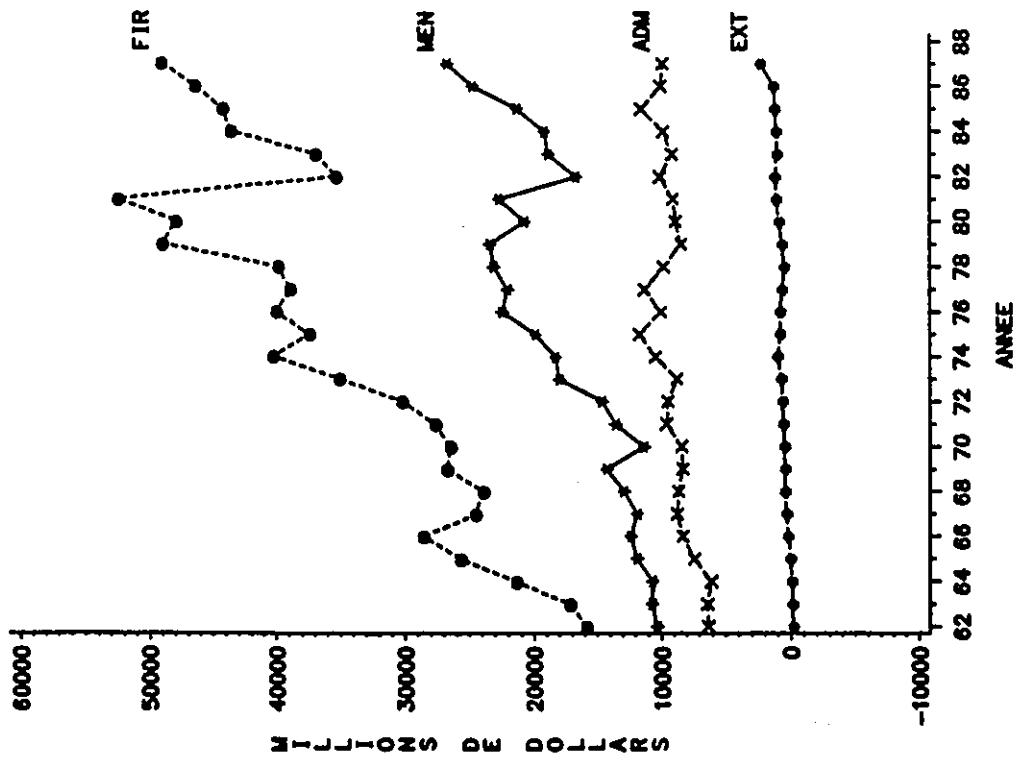


NOTE : EN PROPORTION DE L'EPARGNE BRUTE GLOBALE

GRAPHIQUE -1.1.1.1-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS :

EVOLUTION DE L INVESTISSEMENT BRUT (1962-1987)

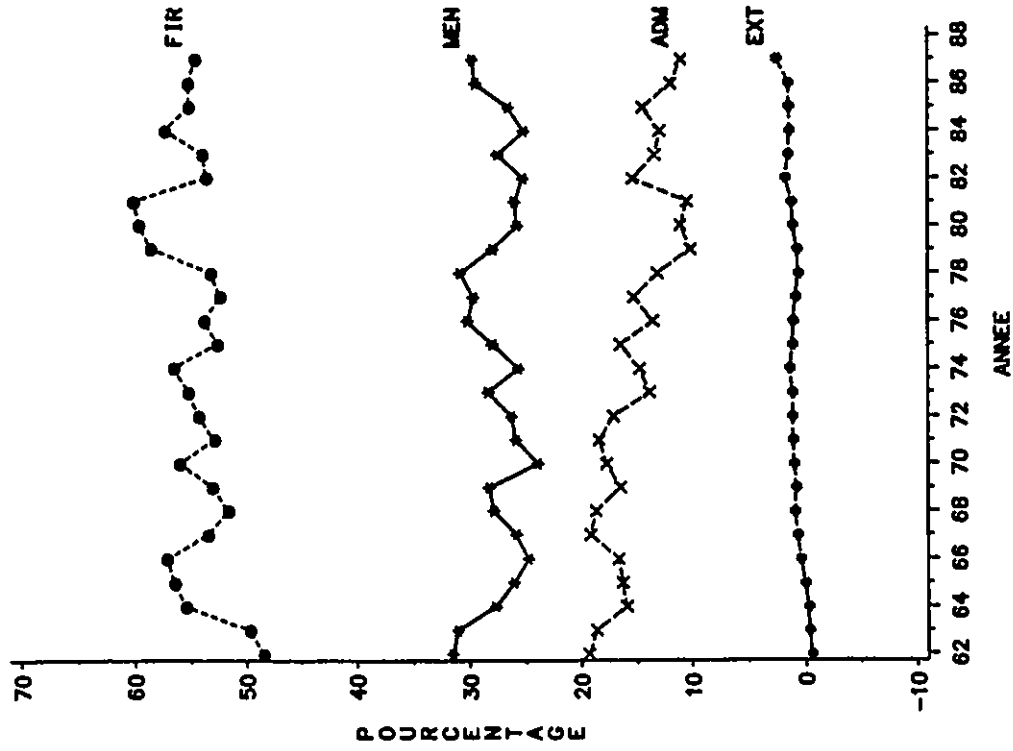


NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -1.1.1.2-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS :

EVOLUTION DE L INVESTISSEMENT BRUT (1962-1987)

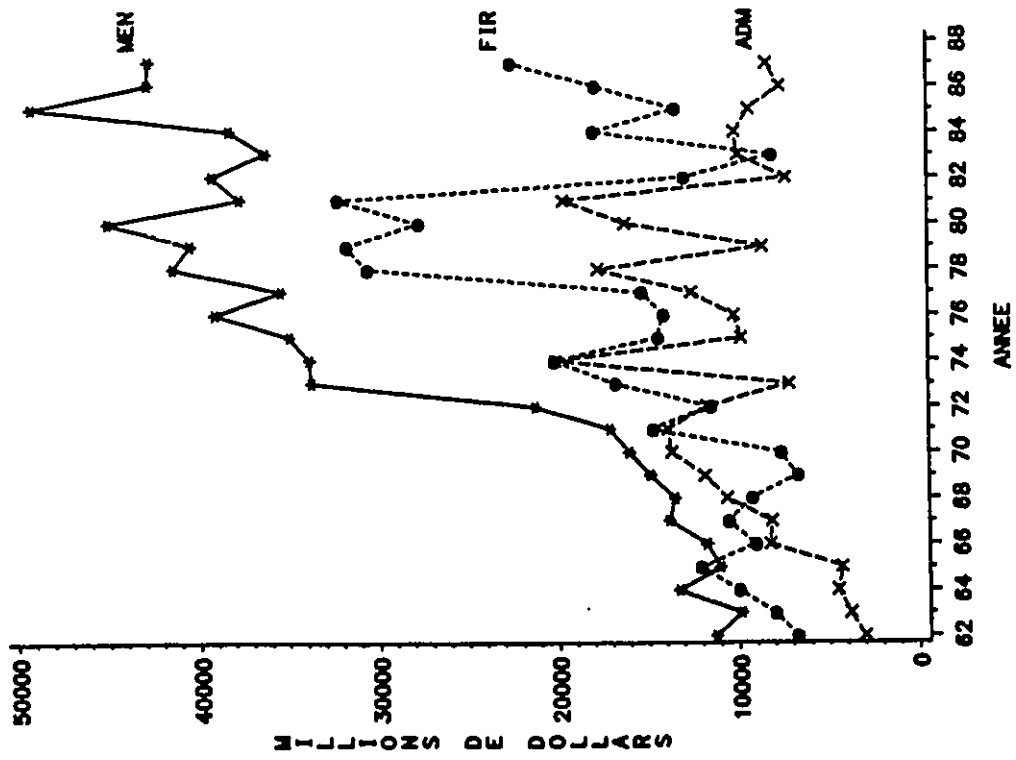


NOTE : EN PROPORTION DE L INVESTISSEMENT BRUT GLOBAL

GRAPHIQUE - 1.12.1-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS :

EVOLUTION DE L'ACQUISITION NETTE DE CREANCES FINANCIERES (1962-1987)

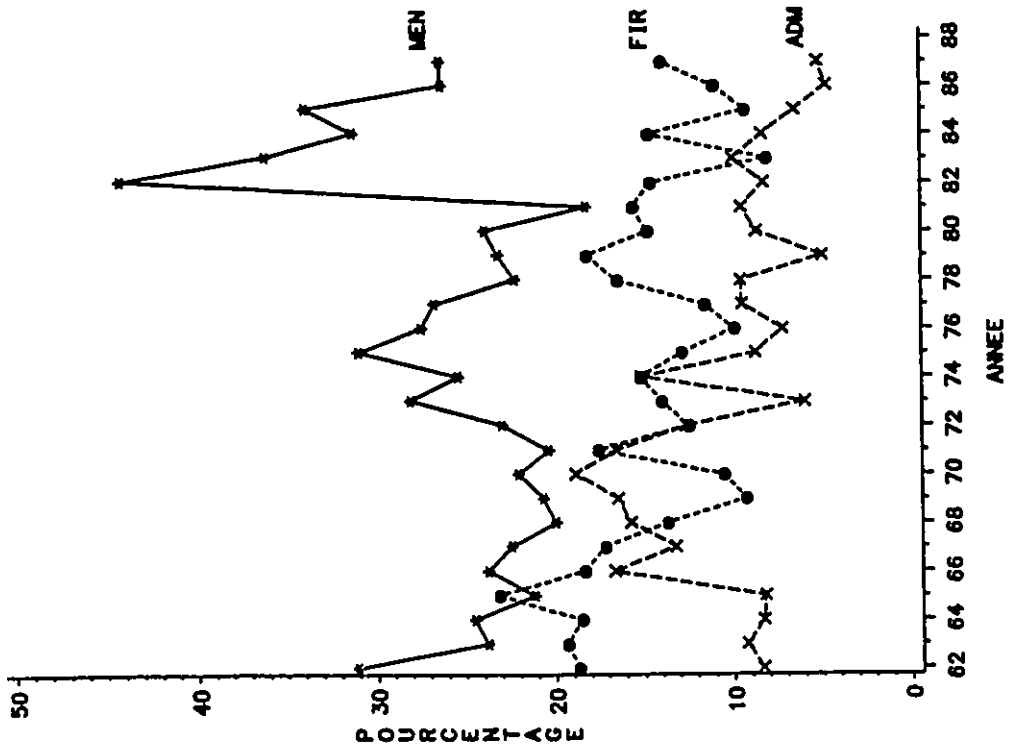


NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE - 1.12.2-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS NATIONAUX :

EVOLUTION DE L'ACQUISITION NETTE DE CREANCES FINANCIERES (1962-1987)

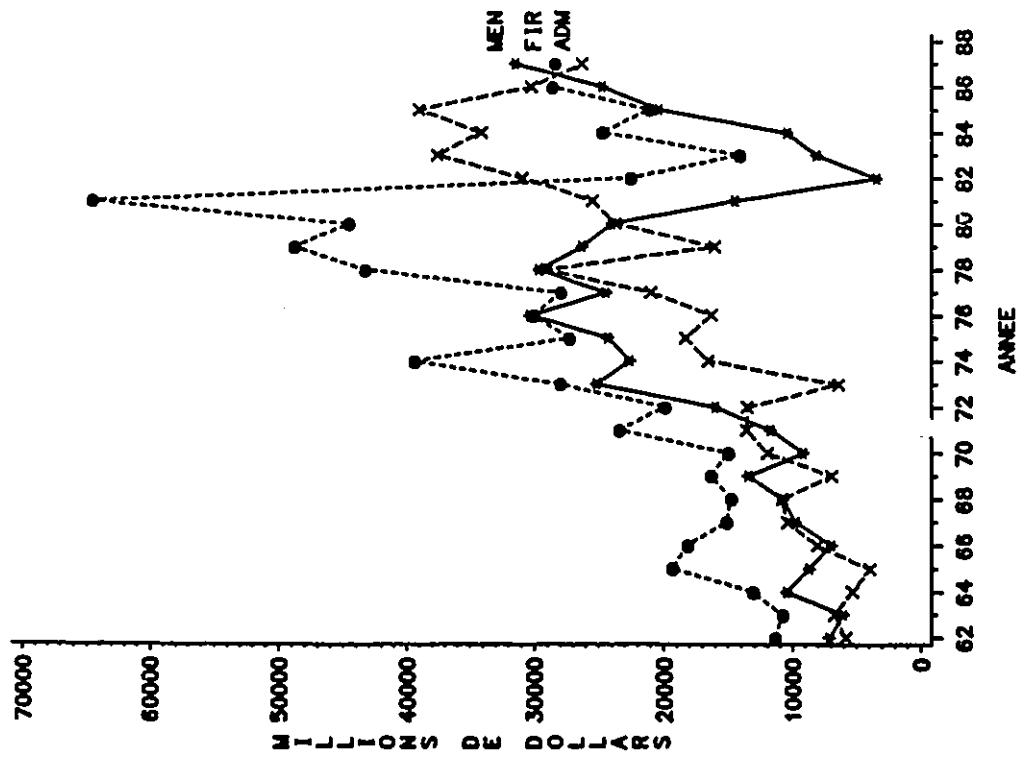


NOTE : EN PROPORTION DE LA VARIATION DE L'ACTIF FINANCIER GLOBAL

GRAPHIQUE -1.13.1-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS :

EVOLUTION DE L'ACQUISITION NETTE DE DETTES (1962-1987)

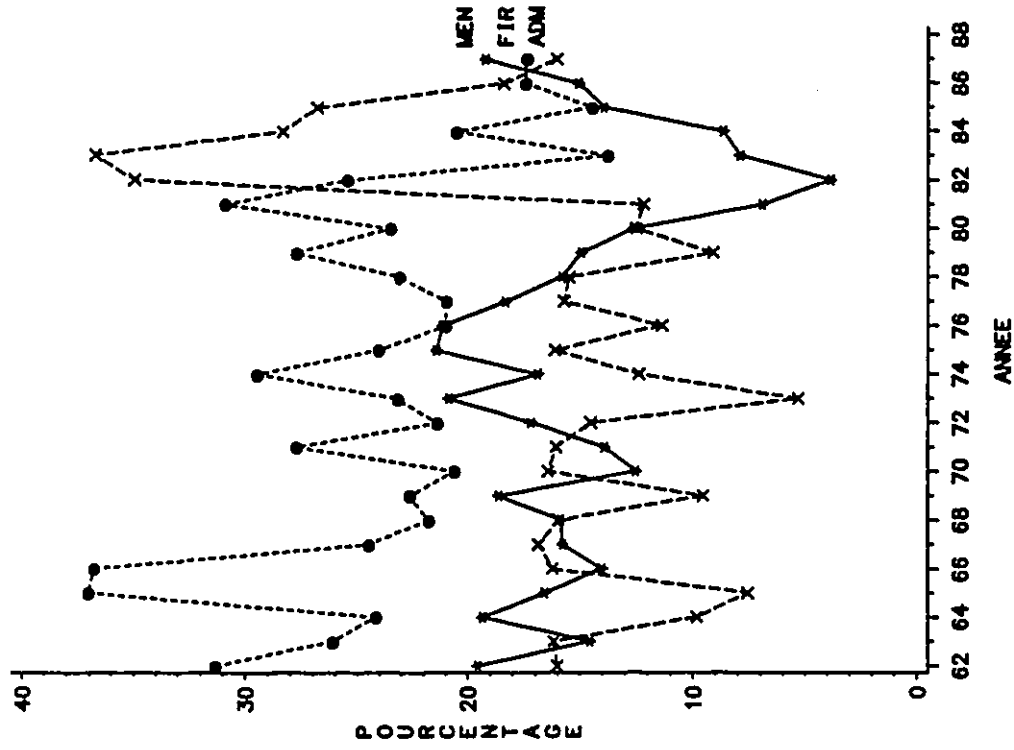


NOTE : EN MILLION DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -1.13.2-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS NATIONAUX :

EVOLUTION DE L'ACQUISITION NETTE DE DETTES (1962-1987)

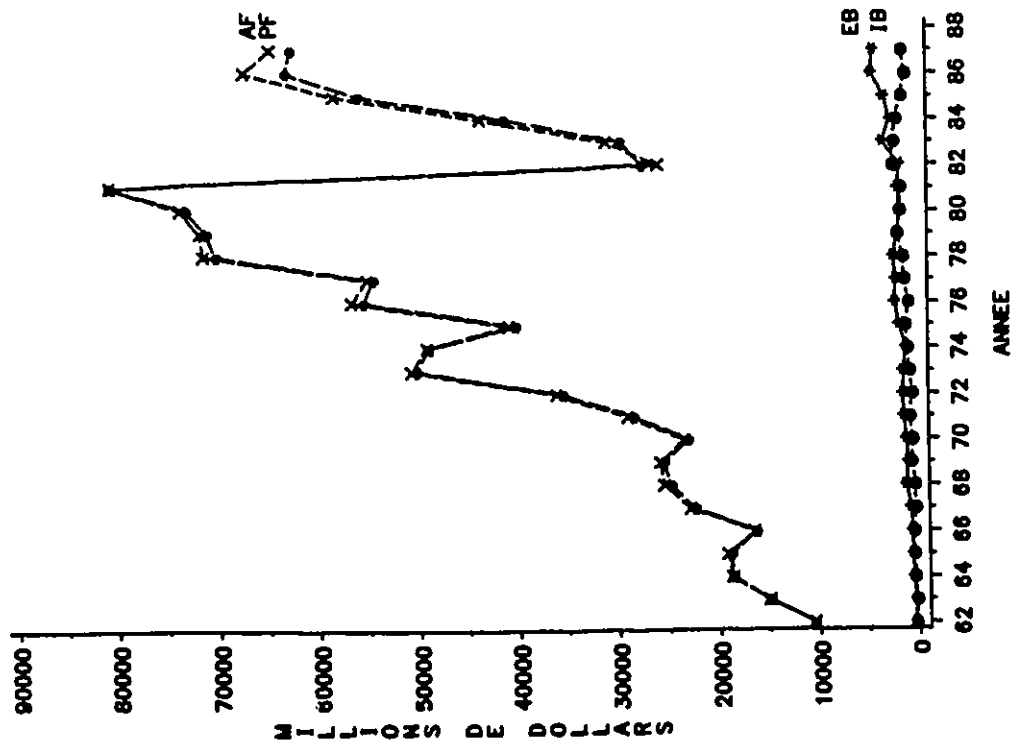


NOTE : EN PROPORTION DE LA VARIATION DU PASSIF FINANCIER GLOBAL

GRAPHIQUE -1.14-

LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS :

EVOLUTION DES SOURCES ET USAGES DU FINANCEMENT (1962-1987)

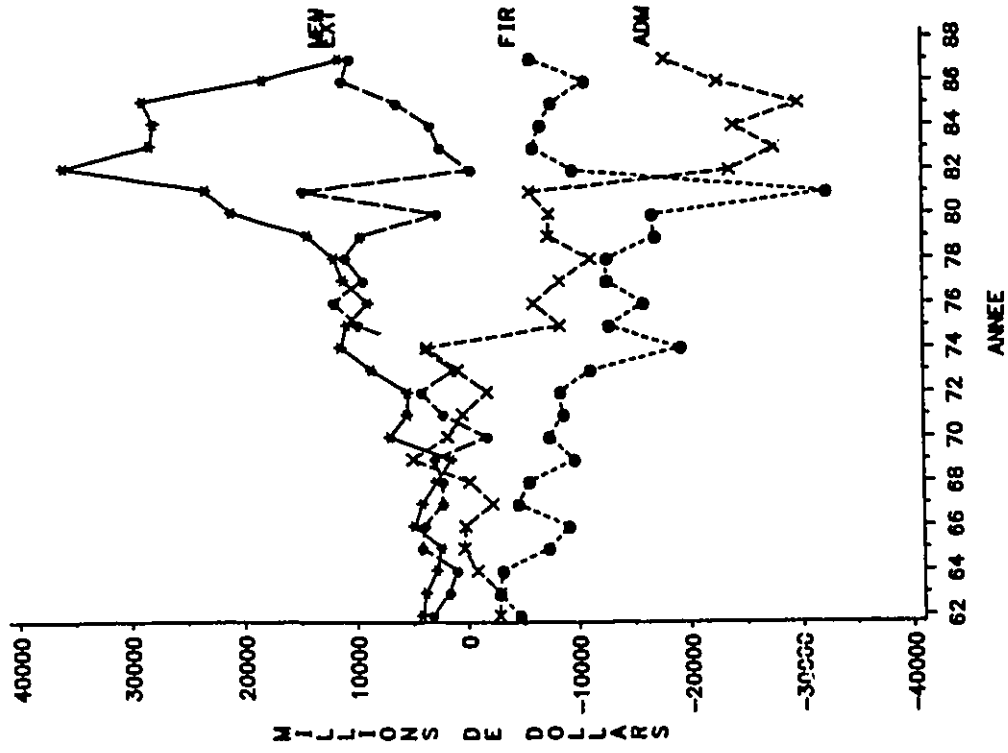


NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -1.15-

LES SECTEURS NON-FINANCIERS :

EVOLUTION DE L'INVESTISSEMENT FINANCIER NET (1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

SECTION -3-

ANALYSE SECTORIELLE DES FLUX FINANCIERS

Remarques préliminaires

La présente section s'organise autour des deux éléments suivants:

- (a) Une économie composée de cinq agents fondamentaux;
- (b) une analyse des activités financières de chacun de ces agents fondamentaux basée sur l'énoncé des sources et usages du financement.

Du premier nous avons amplement discuté dans la section -1-. Le second élément mérite quant à lui une certaine introduction⁽³²⁾.

A l'échelle de l'économie, les Comptes du Bilan National établissent le bilan des activités réalisées périodiquement. Ce bilan peut être résumé schématiquement de la façon suivante:

A. Bilan généralisé des actifs et des dettes de la Nation

<u>Catégories non finan.</u>	<u>Bilan</u>	
	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>
Valeur nette	Prêts Comptes Dépôts Bons	Emprunts Comptes Dépôts Bons
Actifs réels	Hypothèques Obligations Actions Créances Inves. Etr. Autres	Hypothèques Obligations Actions Créances Inves. Etr. Autres
	Total	Total
	=	

Ce type de bilan donne, en un point du temps, la valeur des actifs financiers et des passifs financiers, de la valeur nette et des actifs réels accumulés. Il enregistre les stocks pour chacun de ces éléments de même que pour les composantes de celles-ci.

³². Pour de plus amples informations sur la construction logique du bilan sectoriel des flux de sources et usages, cf. Ritter, L. [1963, pp.219-229]

Pour l'économie dans son ensemble, tout titre de dette envers un secteur étant identiquement un titre de créance sur un autre secteur, l'actif accumulé est identique au passif. De même, la valeur nette finance l'acquisition d'actifs réels.

Par ailleurs, si on utilise les données comptabilisées dans les comptes du Bilan National en deux points donnés du temps, par exemple en décembre 1986 et décembre 1987, la comparaison de ces deux bilans annuels fournit plusieurs indications sur le comportement financier de l'économie pour l'année 1987. On y constaterait que certains postes ont enregistré des variations nettes positives et d'autres des variations nettes négatives, indiquant par là les préférences exprimées par l'ensemble des agents économiques dans la gestion de leurs avoirs. En ne retenant que les variations des stocks des composantes du Bilan National, on peut construire un bilan pour l'année 1987 sur lequel figurerait uniquement les variations des éléments de l'actif et du passif financier, de la valeur nette et de l'actif réel. C'est ainsi qu'on aurait alors construit un bilan de l'activité en termes de flux financiers qui prendrait la forme suivante:

B. Bilan des flux des actifs et des dettes de la Nation⁽³³⁾

<u>Catégories non finan.</u>	<u>Bilan</u>		
	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>	
Epargne brute	δ Prêts	δ Emprunts	
	δ Comptes	δ Comptes	
	δ Dépôts	δ Dépôts	
	δ Bons	δ Bons	
Investis- sement brut	δ Hypothèques	δ Hypothèques	
	δ Obligations	δ Obligations	
	δ Actions	δ Actions	
	δ Créances	δ Créances	
	δ Inves. Etr.	δ Inves. Etr.	
	δ Autres	δ Autres	
	δ Total	=	δ Total

PN = 0

³³. Le signe δ signifie que ce poste comptable mesure la variation dans les stocks des éléments constitutifs du bilan

Au niveau de l'ensemble de l'économie, l'épargne brute est identique à l'investissement brut: $IB = EB$. Par ailleurs, les variations observées dans le stock d'actifs financiers sont identiques à celles observées dans celui du passif. L'économie est donc en situation d'équilibre comptable: il n'y a aucun prêt net sur le plan global.

Par contre, lorsqu'on considère la composition des bilans sectoriels des flux, l'identité entre l'épargne et l'investissement et l'égalité entre les variations de l'actif et du passif financier ne se vérifient pas. La différence des ressources internes de financement aux usages non-financiers n'aboutit que rarement à une égalité. De fait, la formation sectorielle de l'épargne et de la dépense d'investissement peut faire ressortir un excédent ou un déficit:

secteur excédentaire:	$IB_1 < EB_1$	\Rightarrow	$A_1 > L_1$
secteur déficitaire:	$IB_1 > EB_1$	\Rightarrow	$A_1 < L_1$

Le secteur excédentaire est en position d'acquéreur net d'actifs sur l'économie ou de dettes envers celle-ci. L'excédent de son épargne sur son investissement lui procure un volume de ressources qui, même s'il s'endette malgré la disponibilité de ressources propre dont il peut faire usage en sus de ses dépenses en actifs réels, permet à ce secteur d'être plus actif sur le marché des créances financières. Par contre le secteur déficitaire doit recourir aux marchés des engagements financiers envers d'autres secteurs pour parvenir à combler la différence entre sa dépense en actifs réels et ses ressources propres. La signification économique de ces deux types de situation peut se résumer à travers la formulation suivante que l'on doit à J. Cohen³⁴:

"An excess of final product expenditures over receipts from the gross national product or an excess of investment over saving, $(I_1 - S_1 > 0)$, indicates that a sector is a deficit sector and is exercising an expansionary effect on the economy. A reverse situation $(S_1 - I_1 > 0)$ identifies a sector as a surplus sector, one which is exercising a damping effect on the economy. Alternatively, a deficit sector can be defined as one experiencing a net money inflow from financial transactions $(L_1 - A_1 > 0)$ and a surplus sector as one experiencing a net money outflow from financial transactions $(A_1 - L_1 > 0)$. [Consequently, a] deficit sector is one which converts financial sources into final product expenditures $(L_1 - A_1 = I_1 - S_1)$;

³⁴. Cohen, J. [1973, p.2].

a surplus sector is one which converts nonfinancial sources into net financial saving ($S_1 - I_1 = A_1 - L_1$)"

Afin de décrire le comportement de chaque secteur, la démarche empruntée fait non seulement appel à cette perspective mais considère également la composition des sources et usages du financement en termes d'identité sectorielle entre les provenances des ressources et leurs destinations. Pour ce faire, on peut reformuler le bilan des flux sous cette forme:

C. Bilan des flux de sources et usages du financement

<u>Nature:</u>	<u>Provenances</u>	<u>Destinations</u>
financière:	Variation nette de l'actif	Variation nette du passif
non-financière:	Epargne brute	Investissement brut
	<u>Total des Sources</u> =	<u>Total des Usages</u>

Tout secteur dispose de ressources en financement qui lui sont propres: l'épargne brute constitue une source de financement interne. Il dispose également de ressources que d'autres agents mettent à sa disposition: la variation du passif financier constitue une source externe de financement permettant de combler les besoins correspondant à sa dépense. Ces ressources sont destinées à des fins d'acquisitions d'actifs réels et financiers. L'analyse descriptive des flux financiers pour chaque secteur s'articule donc autour de deux axes, à savoir:

Dans un premier temps, on analyse la composition du bilan des flux financiers de chaque secteur. Ce bilan est construit à partir des données annuelles. On cherche d'abord à faire ressortir les grandes caractéristiques du comportement financier du secteur. Pour ce faire, un tableau identifie les composantes dominantes dans le portefeuille sectoriel et précise en termes de pourcentage l'importance de ce flux relativement à l'ensemble. Ce pourcentage est une valeur moyenne obtenue sur la base de la composition procentuelle des composantes des sources et usages du financement pour la période 1962-1986.

Dans un second temps, on cherche à décrire l'évolution du comportement financier des secteurs à travers les cycles de la conjoncture. Dans ce but, la composition des sources et usages fait l'objet d'une analyse empirique portant sur un ensemble de tableaux retraçant l'évolution annuelle des principales composantes en termes de pourcentage.

Au-delà de son caractère sectoriel, cette analyse des flux financiers cherche également à retracer les relations financières existant entre les secteurs. Pour ce faire, on examine les destinations des sources de financement en regard de leurs provenances. Il nous apparaît particulièrement intéressant de considérer le rôle de l'intermédiation financière dans la circulation des ressources en financement entre secteurs excédentaires (principalement les ménages) et secteurs déficitaires (essentiellement les firmes et les administrations publiques. Du secteur extérieur, il sera peu question.

1. Les Ménages

TABLEAU -11-
Composition du portefeuille des Ménages⁽²⁵⁾
Pourcentages annuels moyens pour la période 1962-1986

<u>Catégories non finan.</u>	<u>Bilan</u>			
	<u>Actif</u>		<u>Passif</u>	
EB (45)	Dépôts*	(49)	Comptes*	(27)
PPCC (37)	Bons	(1)	Emprunts	(13)
EN (63)				
ACNF (25)	Rentes*	(32)	Hypothèques*	(60)
FBCF	Obligations*	(12)		
	Actions	(-3)		
	Autres	(9)	Autres	(0)
	Total	(100)	Total	(100)
PN > 0	<u>Ressources nettes:</u>		<u>Emplois nets:</u>	
	EN	(52)	IN	(25)
	Passif	(48)	Actif	(75)

^{25.} D'après les documents de Statistiques Canada, toutes les catégories que nous avons identifiées par le signe (*) sont de bonne qualité. Prenons note des justifications suivantes:

a) les particuliers (secteur I dans les C.F.F.) sont seuls créiteurs ou débiteurs pour les catégories suivantes:

- le crédit à la consommation, qui constitue l'essentiel de la catégorie "comptes à payer" des particuliers;
- les assurances-vie et rentes, qui sont détenues exclusivement par les particuliers;
- les obligations d'épargne du Canada, qui forment une partie de la catégorie "obligations".

b) Quant aux autres catégories, leur fiabilité est appuyée sur les constatations suivantes:

- les "hypothèques" comprennent essentiellement le financement de l'acquisition des biens immobiliers; on retrouve une faible dette hypothécaire ailleurs;
- les dépôts dont les données proviennent de la Banque du Canada.

1. Composition du portefeuille des ménages :
Sources et emplois du financement

Au bas du tableau -11-, page 63, sur la composition du portefeuille des particuliers figure la répartition des sources de financement selon leur provenance interne ou externe. De même, les emplois sont distingués entre l'actif financier et l'acquisition nette d'actifs réels. A partir de ces proportions, le flux total des sources correspondant à celui des emplois, on est à même de constater que si le secteur des ménages finançait son investissement net à même ses ressources internes, il disposerait de ressources largement suffisantes. En effet, la formation annuelle de l'épargne nette lui procure plus de 52% de l'ensemble des ressources de financement alors que seulement 25% en sont effectivement destinées à l'acquisition nette d'actifs réels. Toutefois, au sein de ce secteur, comme les agents d'où origine l'épargne ne sont pas nécessairement ceux qui réalisent l'investissement, le financement de l'investissement net les obligent donc à un recours inévitable aux sources externes.

La composition du passif financier est un élément révélateur non seulement des modes de financement privilégiés par les agents du secteur mais également des emplois éventuels de ces différentes sources. Dans un premier temps, l'acquisition nette de biens immobiliers trouve un financement approprié du côté des crédits hypothécaires qui, par ailleurs, composent plus des trois cinquièmes du passif financier net. Ensuite, les crédits à la consommation (27% du financement externe) semblent tout indiqués pour financer la dépense en biens durables et semi-durables. Enfin, les emprunts bancaires (13%) fournissent le financement requis pour l'acquisition de biens durables tels les véhicules et autres appareils motorisés. Une partie de ces emprunts peuvent également servir à des fins d'investissement de la part des entreprises non-incorporées. Mais, comme cette fraction est non-identifiable, l'endettement du secteur est confondue avec les besoins des ménages.

La formation du passif du secteur ne donne pas seulement lieu à l'acquisition d'actifs réels. En comparant la part accaparée par le financement externe relativement à celle de l'acquisition non financière, on constate, en

effet, que le volume de l'endettement contracté dépasse significativement les besoins en financement de l'investissement net. De ce fait, l'excédent des ressources externes s'ajoute aux ressources internes, i.e. à l'épargne nette ou personnelle³⁶, et donne lieu à une acquisition financière nette accrue.

La composition de la variation nette de l'acquisition financière permet, quant à elle, de faire ressortir les préférences exprimées par les ménages sur les marchés financiers. D'abord, en conservant une fraction importante des ressources non utilisées sous forme de dépôts (49%), les agents du secteur démontrent clairement leur préférence pour la détention de liquidités, laquelle préférence répond, en outre, à un besoin de sécurité face aux incertitudes de la conjoncture économique. La détention d'obligations publiques (17%) va également dans ce sens puisque ces titres sont généralement encaissables en tout temps sans pénalités. D'autre part, l'acquisition de titres d'assurances-vie et de rentes privées (32%) souligne l'importance que les particuliers attribuent à la sécurité future de leur revenu. Enfin, on dénote un désintérêt manifeste pour les titres à risques. La part des ressources destinée à acquérir des actions montre que les ménages ont globalement cédé plutôt qu'acquis ces titres.

D'ores et déjà, l'exposé des sources et emplois du financement fait ressortir le rôle central des intermédiaires financiers dans la circulation des flux financiers. Dans un premier temps, ces agents captent sous une forme ou une autre l'épargne personnelle. Cette acquisition donne lieu à une variation de leur passif financier qui, par la suite, est transformée en titres financiers propre à assurer le financement de la dépense autant des ménages que d'autres secteurs en déficit de ressources.

³⁶. A partir des C.F.F., on mesure le volume de l'épargne personnelle par la somme de l'investissement net et de l'investissement financier net du secteur; celui de l'épargne nette, à la somme de l'investissement net et du prêt net. La valeur du prêt net et de l'investissement financier net sont logiquement identiques. Toutefois, pour les motifs indiqués à la section -1-, une divergence existe entre ces deux grandeurs. Le Graphique -3.1.1-, page 81, rend compte de l'évolution de l'une et l'autre de ces grandeurs.

2. Le financement dans une perspective conjoncturelle

La présente section prolonge la précédente en situant l'analyse des sources et emplois du financement du secteur dans une perspective historique. Pour ce faire, nous allons d'abord considérer l'évolution des ratios des différents flux de sources et des emplois à la formation des sources et des emplois totaux. Si l'examen de ces ratios permet certes d'examiner l'évolution de la composition des sources et emplois, il ne permet toutefois pas d'en apprécier la croissance en termes absolus. C'est pourquoi, cette perspective est complétée par l'évolution des ratios des différents flux relativement au revenu personnel disponible. Nous retenons ce dénominateur du fait qu'il constitue la première source de financement de la dépense du secteur. Sa croissance annuelle exerce une influence déterminante sur le niveau de la dépense du secteur, de l'épargne formée et de l'endettement contracté. L'évolution de ces principaux ratios permettra aussi de mesurer indirectement la croissance des sources et emplois du secteur. Dans la suite de notre analyse, ces ratios sont identifiés ainsi: "taux d'épargne personnelle", "taux d'investissement net", "taux d'acquisition financière" et "taux d'endettement".

Les données relatives à la composition des flux de sources et d'usages du financement se trouvent aux tableaux -12- à -14-, pages 76 à 78; celles concernant les ratios des flux au revenu personnel disponible forment le tableau -15.1-, page 79. Les graphiques -3.1.1- à -3.1.8-, pages 81 à 84 reproduisent l'évolution de certaines de ces variables.

(a) De la "Grande Expansion" à la récession de 1974-1975

D'une façon générale, la période de "Grande Expansion" se caractérise par un recours de plus en plus important au financement externe. Pendant les années 1960, on constate que, d'une part, la part de l'endettement comme source de financement s'est globalement accrue: de 54,8% entre 1962 et 1966, elle est passée à 64% en 1968-1969. Inversement, l'épargne personnelle chutait de 45,2% à 36%. D'autre part, l'évolution des taux d'épargne et d'endettement permet de faire ressortir un net ralentissement du taux de rétention du secteur alors que

le financement externe progresse comparativement plus vite relativement au revenu personnel. Ainsi, le taux d'épargne personnelle diminuait de 7,52% à seulement 5,9% alors que celui de l'endettement progressait de 7,26% à 9,15% pour les mêmes périodes.

La composition de passif financier révèle, de son côté, un transfert net de l'endettement à long terme vers des sources à plus court terme. Les flux hypothécaires tombent de plus de 61% entre 1962 et 1966 à moins de 45% en 1968-1969. Des gains sont par contre enregistrés, tantôt du côté des emprunts bancaires tantôt de celui des crédits à la consommation, favorisant ainsi la croissance de la part des crédits à court terme de 34% à 41,9%.

L'appréciation du taux d'endettement devrait normalement être un facteur d'expansion de la dépense en actifs réels du secteur. La question est de savoir si la croissance des sources externes a effectivement contribué à augmenter la dépense en actifs réels. De prime abord, la composition des emplois suggère une telle relation de cause à effet entre les sources externes et les emplois non financiers. De fait, la part de l'investissement net augmente de 28,2% entre 1962-1966 à 28,7% pour les années 1968-1969; le taux d'investissement progresse de 4,16% en 1962-1966 à 4,3% en 1968-1969. Par ailleurs, en comparant les taux correspondants, on constate une évolution concomitante entre la composante hypothécaire de l'endettement et le flux d'investissement. Généralement, une hausse du taux d'endettement hypothécaire s'accompagne d'une amélioration du taux d'investissement. Par contre, il faut bien reconnaître que l'amélioration du taux d'investissement est loin d'être aussi importante que celle observée du côté de l'endettement. Ce phénomène est imputable aux flux d'endettement à court terme, plus particulièrement aux emprunts bancaires, qui sont consentis aux requérants par le biais de liquidités en comptes bancaires. Une fois qu'ils en ont la disposition, les ménages semblent attendre avant d'utiliser ces crédits de sorte que la disponibilité de ces ressources vient gonfler le volume de leur acquisition financière.

En 1970, le ralentissement de l'activité économique induit quelques changements dans le comportement financier du secteur. Dans un premier temps,

Le volume global des ressources en financement diminue de 16,3% par rapport à l'année précédente. Cette perte est d'abord imputable au remboursement net d'une importante portion de la dette contractée sous forme d'emprunts à court terme, quoiqu'on note également un recours plus faible que l'année précédente aux crédits à la consommation: la part de l'endettement dans l'ensemble du financement disponible perd du terrain à 53,8%; le taux d'endettement tombe à 6,6%. A l'opposé, le flux d'épargne personnelle enregistre une vigoureuse reprise: le taux d'épargne personnelle progresse de 5,5% en 1969 à 8,3% en 1970 ce qui contribue également à faire grimper sa part dans le financement total à 46,2%.

De telles modifications dans la composition du financement ont nécessairement eu un impact significatif sur le volume et la nature de l'acquisition du secteur. De fait, malgré la hausse de l'endettement hypothécaire, c'est la baisse de l'endettement à court terme qui a affecté à la baisse la dépense d'investissement. Celle-ci est tombée à 22,7% des ressources totales. D'ailleurs, comme nous l'avons constaté dans la section précédente (p. 26), la baisse du taux d'investissement net était ici imputable à une diminution de la demande en biens durables, non à l'acquisition de biens immobiliers.

Par contre, l'acquisition financière connaît un regain d'activité. La portion des ressources absorbée par les différents usages financiers grimpe à 77,3%; le taux d'acquisition financière en fait de même passant à 11,5%. L'importance prise par le flux d'épargne personnelle comme source de financement est, à n'en pas douter, le principal facteur de cette transformation.

La période de croissance économique accélérée qui s'amorce en 1971 se présente globalement sous un jour aussi favorable que ce que l'on avait observé pendant les années 1960. D'une part, un climat économique et une politique monétaire favorables encouragent un recours plus important aux sources externes de financement. Le taux d'endettement progresse jusqu'à 14,9% en 1973, soit un gain de 8,3 points depuis 1970. D'autre part, la hausse continue des prix pendant cette période a favorisé la formation d'un volume plus important

d'épargne. Le taux d'épargne personnelle s'est progressivement élevé jusqu'à 10,9% en 1973, une hausse de 2,6 points sur trois ans. Par conséquent, la croissance de l'endettement étant plus importante que celle de l'épargne personnelle, les sources de financement retrouvent une composition relative comparable à ce que l'on avait observé pendant les années 1960: le passif financier gruge 5 points à l'épargne personnelle, passant à 58,8% du total des sources.

Les ressources ainsi obtenues ont certes contribué à financer la croissance de la dépense en actifs non financiers mais, comme ce fut le cas par le passé, elles ont nettement favorisé l'acquisition financière. En effet, bien que l'évolution de la part relative de l'investissement net sur celle de l'acquisition financière soit perceptible pour les années 1971 et 1972, elle enregistre un recul en 1973. Ce phénomène est en partie explicable par la poussée inflationniste de cette fin de période d'exceptionnelle croissance. Elle fut un facteur incitatif dans la modification de la composition de l'endettement par l'apport croissant des crédits à court terme sous forme d'emprunts bancaires. Or, comme nous l'avons noté, ces crédits donnent généralement lieu à la formation de liquidités en dépôts et viennent gonfler l'acquisition financière au détriment de la dépense d'investissement net. Par conséquent, bien que le taux d'investissement ait cru de 3,4% à 5,9%, le taux d'acquisition financière a évolué beaucoup plus rapidement passant de 11,5% à 19,9% de 1970 à 1973.

La période de Grande Expansion s'achève avec la première grande récession de 1974 et 1975. En 1974, le volume réel des sources externes enregistre une baisse de 10,1%. Parallèlement, le volume réel de l'épargne personnelle progresse de 13,9% faisant grimper le taux d'épargne personnelle à 12,8% alors que celui de l'endettement faiblit à 12,9%. De son côté, la composition de l'endettement fait apparaître un léger affaiblissement de l'ensemble des flux, les crédits à court terme étant cependant plus affectés que les crédits hypothécaires.

Toutefois, ces dernières variations ne semblent pas avoir eu d'effets sur la répartition des ressources. C'est du moins le cas des emplois non financiers

du financement. La part des ressources destinée à l'investissement net progresse à 24,4%; le taux d'investissement passe à 6,3%. Par contre, l'acquisition financière enregistre une baisse provenant d'abord des liquidités conservées dans les dépôts alors que la part des obligations est en progrès.

En 1975, la situation demeure relativement stable. Comparativement à l'année précédente, la croissance de 11,1% des sources en termes réels est le produit d'un accroissement provenant à la fois des sources externes et de l'épargne personnelle: les taux d'épargne personnelle et d'endettement se stabilisent respectivement à 11,7% et 13,1%. Par ailleurs, la croissance accélérée du flux d'épargne personnelle modifie encore davantage la composition interne des sources. Le flux d'épargne personnelle domine celui de l'endettement et accapare 51,3% du volume total des ressources. Enfin, tout comme ce fut le cas en 1970, la baisse des crédits à court terme fut le principal facteur à avoir affecté le passif financier.

Cette baisse des ressources disponibles a, de son côté, incité les ménages à réduire la croissance à la fois de l'investissement net et de l'acquisition financière: le taux d'investissement diminue à 5,9%; le taux d'acquisition financière se situe en baisse à 18,8%.

(b) De l'après-récession à la reprise des années 1983-1987

Au sortir de cette récession, les activités des ménages reprennent. En 1976, si le taux d'épargne demeure stable à 11,6%, le taux d'endettement connaît une nette appréciation à 15,7%. Mais, encore là, l'emploi de ce financement favorise aussi bien l'investissement que l'acquisition financière. Leurs taux respectifs atteignent des sommets à 6,7% et 20,5%.

Par contre, dès 1977 s'amorce une phase de déclin de l'endettement. La hausse des coûts du crédit, conséquence de l'application d'une politique monétaire plus restrictive visant à contrôler l'inflation, y a certainement contribué pour beaucoup. Ainsi, à titre indicatif, le taux de l'intérêt à court terme (bons du trésor) passe de 8% en 1976 à plus de 17% en 1980; parallèlement,

le taux d'intérêt à long terme (obligations publiques) s'apprécie de 8,5% à environ 13,5%. Ces tendances furent également les mêmes mais à des taux supérieurs pour les emprunts à court terme et les hypothèques. Résultat: le taux d'endettement enregistre une décroissance de 15,7% en 1976 à 10,7% en 1980. Par ailleurs, il faut également insister sur un autre facteur pour expliquer cette évolution. Après la récession de 1975, le gouvernement fédéral initie une politique de contrôle des prix et des salaires. Dans les faits, l'accent de cette politique s'est surtout centrée sur le contrôle du rythme de progression des salaires. Or, l'influence de ces restrictions s'est fait sentir sur la progression de la dépense du secteur.

De son côté, la composition du passif révèle une baisse importante des crédits hypothécaires sur la même période. Relativement aux sources externes, ces crédits chutent de 60% à 35,6%. A l'inverse, les emprunts à court terme progressent en termes relatifs de 11% à 24,1%. Cette transformation dans la composition du passif financier est confirmée par l'évolution des taux d'endettement: le taux d'endettement hypothécaire enregistre un déclin significatif de 9,4% à 4,6%; le taux d'endettement à court terme demeure, quant à lui, relativement stable autour de 4,5%.

En terme d'emplois, ces modifications ont eu des répercussions négatives sur l'investissement net mais positives sur l'acquisition financière. La baisse du financement par endettement hypothécaire explique en grande partie la diminution du taux d'investissement de 6,7% en 1976 à 5% en 1980. Inversement, la croissance des usages financiers a profité, d'une part, de l'accroissement de la part des sources provenant de l'épargne personnelle et, d'autre part, du gonflement des crédits à court terme dans la formation du passif financier. La résultante de cette combinaison d'éléments s'est manifestée au niveau de l'acquisition financière: sa part a progressivement augmentée de 75,4% en 1976 à 80,1% en 1980. L'utilisation de ces ressources favorisa nettement la détention de liquidités quoique les titres d'assurances-vie et de rentes privées enregistrèrent également des gains.

Au terme de cette période dite de "stagflation économique", les ménages affrontent la récession de 1981-1982. Les conditions de disponibilité du crédit s'étant encore resserrées, la hausse des taux de l'intérêt contraint les ménages à réduire davantage leur endettement. En 1981, la chute du crédit hypothécaire comme source de financement est de l'ordre de 33%. Elle fut en partie compensée par une progression des emprunts bancaires. En 1982, l'endettement est pratiquement réduit à néant. Les ménages remboursent massivement une bonne partie de leur dette à court terme sous forme d'emprunts et de crédit à la consommation. Les crédits hypothécaires demeurent positifs mais enregistrent une perte en volume de 58,5%. C'est ainsi que le taux d'endettement hypothécaire tombe à 1,3% en 1982 contre 3,1% en 1981 alors qu'il atteignait 9,4% en 1976. Le taux d'endettement net dégringole quant à lui de 8,7% à 0,2% en une année.

Dans ce contexte, l'effondrement de l'investissement des ménages était inévitable. Le taux d'investissement s'effondre à 2,8% alors que la part de cette dépense dans l'ensemble des emplois du financement n'est plus que de 14%.

A l'opposé, le taux d'épargne personnelle poursuit son ascension: à 19,7% en 1982, il atteint alors un sommet historique. Parallèlement, si la part de l'acquisition financière est en hausse par rapport aux années précédentes, le taux d'acquisition financière décroît. De fait, le flux de ressources destinées à acquérir des titres financiers a décliné à la suite de l'emploi d'une partie de l'épargne nette à des fins de remboursement des crédits à court terme.

L'acquisition financière enregistre de ce fait d'importantes modifications. Sa composante assurances-vie conserve toute son importance mais la baisse appréciable de la détention de liquidités sous forme de dépôts n'est qu'en partie compensée par l'acquisition d'obligations publiques. Par ailleurs, contrairement au comportement observé jusqu'en 1981 à l'égard des titres à risques, les ménages manifestent un regain d'intérêt envers la détention d'actions. Cette modification dans les habitudes du secteur vaut la peine d'être notée puisqu'elle se prolonge au-delà de 1982. Cet engouement soudain est en grande partie le résultat de mesures fiscales incitatives favorisant les placements à risque.

En 1983, un retour progressif de la répartition des sources et emplois du financement vers des proportions antérieures à la récession s'initie. Toutefois, étant donné l'ampleur des bouleversements induits par la récession, la composition des sources et celle des emplois du financement ne retrouve une répartition plus conforme aux comportements habituels des agents du secteur qu'en 1986-1987.

(c) Quelques caractéristiques du comportement des ménages

L'analyse des Comptes des Flux Financiers pour le secteur des ménages fait donc ressortir les faits stylisés suivants:

- 1- En phase de croissance, le déclin des coûts nominaux du crédit va de pair avec l'accroissement de l'endettement et de la dépense en actifs réels. Cet endettement est d'abord de nature hypothécaire ce qui favorise l'acquisition de biens immobiliers. La croissance de la dépense d'investissement immobilier a, par ailleurs, un effet d'entraînement sur la dépense d'investissement en biens durables et semi-durables et, de ce fait, sur le volume des ressources qui sont consacrées à cette fin et pour laquelle ils s'endettent à court terme. Partant, l'endettement à court terme et à long terme progressent parallèlement avec les besoins du secteur.

Sur le plan du financement interne, la croissance économique et la relative stabilité du taux de l'inflation favorisent l'augmentation de la dépense de consommation par le biais de l'appréciation du revenu personnel disponible. Le taux d'épargne personnelle s'en trouve affectée à la baisse ce qui affecte l'acquisition financière. Malgré cela, l'émergence d'un différentiel entre sources internes et emplois financiers est systématiquement négatif. Par contre, lorsque la phase de croissance s'inscrit dans un environnement inflationniste, les

ménages accroissent la part relative de leur revenu épargné³⁷.

Enfin, le recours au financement externe finance non seulement la dépense d'actifs réels, mais procure également une source au financement de l'acquisition financière. Il en va ainsi dans le cas spécifique des emprunts bancaires.

En fin de phase de croissance s'amorce la hausse des taux de l'intérêt. Cette mesure vise généralement à réduire la disponibilité du crédit et contraint les agents du secteur à réévaluer leurs projets d'investissement. Ainsi, sans procéder à une diminution effective de la dépense d'investissement, les ménages en ralentissent la croissance.

De même, la hausse des taux d'intérêt créditeurs encourage l'acquisition de titres financiers. Le financement de cette dépense provient en partie de l'appréciation du taux d'épargne personnelle, mais on observe également qu'une partie des ressources origine du financement externe à court terme.

Ainsi, à l'approche d'une récession, les ménages modifient leur comportement habituel: augmentation du volume de ressources à destination d'emplois financiers et réduction de la croissance de l'investissement net. En d'autres termes, ils empruntent à court terme pour accroître les liquidités et faire face à la récession.

- 2- La phase de récession est généralement caractérisée par la persistance de hauts taux d'intérêts réels. De ce fait, elle donne lieu à une baisse importante du taux de l'endettement découlant, dans une

³⁷. Cuthbertson (1979, p.60) souligne ceci à ce sujet:

"New Cambridge theorists have given no strong theoretical reason why the "saving ratio" should depend on the rate of inflation (...) [However,] the rate of inflation should be a proxy variable of uncertainty about the purchasing power of future income and one would expect that the greater this uncertainty, the greater would be the precautionary demand for liquid assets (as a proportion of income)." A travers notre analyse conjoncturelle, la comparaison de l'évolution de chacune de ces deux variables tend à confirmer cette analyse.

grande mesure, du remboursement d'une frange importante des crédits à court terme. Parallèlement, la baisse des flux hypothécaires vient accentuer la chute des ressources disponibles et contraindre le secteur à réduire sa dépense d'investissement net.

Une telle situation sur le plan des taux de l'intérêt réels incite, par contre, les ménages à poursuivre leurs transactions sur les marchés financiers. L'acquisition financière y perd certes sur le plan du financement externe. Cependant, la croissance de l'épargne personnelle étant beaucoup plus rapide que d'ordinaire, le secteur substitue la part du financement externe non contractée par un financement d'origine interne.

Tableau -12-
LE SECTEUR DES MENAGES :
PROVENANCES ET DESTINATIONS DES SOURCES DE FINANCEMENT

Année	Sources du financement			Usages du financement		
	total ³⁸	passif finan. (%)	épargne nette (%)	total ³⁹	invest. net (%)	actif finan. (%)
1962	12469,4	57,1	42,9	15090,7	25,0	75,0
1963	11896,4	50,8	49,2	13686,5	27,8	72,2
1964	15949,8	65,7	34,3	17961,6	26,0	74,0
1965	15492,4	55,9	44,1	16265,5	32,0	68,0
1966	15574,0	44,7	55,3	16924,5	30,0	70,0
1967	17945,3	55,5	44,5	19161,6	26,9	73,1
1968	17622,3	61,0	39,0	18981,3	28,8	71,2
1969	20081,2	67,0	33,0	20891,9	28,6	71,4
1970	16808,2	53,8	46,2	20458,1	22,7	77,3
1971	21892,0	54,1	45,9	23531,9	26,8	73,2
1972	29382,3	54,7	45,3	29416,7	27,2	72,8
1973	42728,9	58,8	41,2	43629,7	22,7	77,3
1974	42651,6	53,0	47,0	44849,3	24,4	75,6
1975	47398,3	51,3	48,7	46053,2	23,9	76,1
1976	53558,8	57,0	43,0	53071,6	24,6	75,4
1977	47265,2	52,0	48,0	47999,8	25,9	74,1
1978	56681,8	52,7	47,3	54077,6	22,9	77,1
1979	54913,6	47,8	52,2	54175,9	23,9	76,1
1980	54847,3	44,0	56,0	56209,8	19,9	80,1
1981	55956,4	37,2	62,8	56439,9	21,1	78,9
1982	44098,4	1,6	98,4	48269,7	14,0	86,0
1983	43790,6	18,9	81,1	47493,7	20,1	79,9
1984	48763,5	21,9	78,1	47883,5	19,3	80,7
1985	59009,8	38,1	61,9	60290,5	16,4	83,6
1986	54859,5	44,3	55,7	58700,0	21,3	78,7
1987	58846,1	53,7	46,3	61158,2	25,8	74,2
Moyenne 1962-1987:		48,2	51,8		24,2	75,8

³⁸. Pour une explication de l'origine de la divergence statistique entre le total des sources et le total des usages, on référera le lecteur à la description des Comptes des Flux Financiers.

³⁹. Les totaux sont exprimés en millions de dollars de 1981

Tableau -13-
LE SECTEUR DES MENAGES :
COMPOSITION DES SOURCES EXTERNES DE FINANCEMENT

Année	total ⁴⁰	crédit	emprunts	hypo-	autres
		à la cons.	bancaires	thèques	
		(%)	(%)	(%)	(%)
1962	7116,7	21,0	7,2	52,8	19,0
1963	6039,4	31,3	-2,3	64,1	6,9
1964	10484,6	23,8	16,0	49,7	10,5
1965	8667,4	29,3	18,7	62,9	-10,9
1966	6967,4	25,3	-0,6	76,2	0,9
1967	9960,0	23,8	24,9	43,8	7,5
1968	10757,6	30,6	19,6	42,9	6,9
1969	13457,2	24,1	9,4	45,2	21,3
1970	9035,5	18,4	-13,3	72,0	22,9
1971	11842,6	26,5	3,3	58,2	12,0
1972	16078,6	28,4	10,5	66,9	-5,8
1973	25138,5	23,0	15,1	63,0	-1,1
1974	22600,5	22,9	15,8	66,1	-4,8
1975	24299,7	21,4	8,7	64,3	5,6
1976	30554,3	19,1	11,0	60,0	9,9
1977	24564,3	19,2	13,4	64,6	2,8
1978	29857,4	20,4	12,3	58,8	8,5
1979	26263,7	22,8	22,4	59,0	-4,2
1980	24107,9	21,4	24,1	43,0	11,5
1981	20796,4	21,5	43,9	35,6	-1,0
1982	703,1	-26,1	-617,0	436,9	306,2
1983	8269,8	22,2	13,1	117,0	-52,3
1984	10681,3	39,7	3,2	61,4	-4,3
1985	22493,2	26,2	10,7	48,6	14,5
1986	24311,2	23,5	11,9	65,1	-0,5
1987	31624,9	24,0	11,6	58,1	6,3
Moyenne 1962-1987:		24,3	21,4	60,0	3,3

⁴⁰. en millions de dollars de 1981

Tableau -14-
LE SECTEUR DES MENAGES :
COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

Année	total ⁴¹	dépôts	obliga- tions	rentes	actions	autres
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1962	11312,3	26,3	30,2	34,0	1,2	8,3
1963	9880,4	42,0	21,8	42,6	-2,8	-3,6
1964	13283,1	34,0	16,9	33,6	-1,6	17,1
1965	11066,0	54,4	13,8	40,6	1,3	-10,1
1966	11843,4	36,3	8,6	35,6	-2,6	22,1
1967	14008,9	50,4	2,2	32,0	-7,1	22,5
1968	13516,8	60,3	-8,9	33,1	2,9	12,6
1969	14923,4	50,2	5,2	29,8	-10,9	25,7
1970	15807,1	51,3	6,8	28,2	-9,9	23,6
1971	17233,5	55,6	27,0	31,3	-21,0	7,1
1972	21414,9	58,7	15,1	30,5	-9,5	5,2
1973	33733,8	59,6	-2,7	22,5	-6,2	26,8
1974	33910,0	49,2	14,3	22,1	-7,7	22,1
1975	35043,2	46,5	13,4	23,9	0,1	16,1
1976	40011,1	52,9	3,9	25,0	-3,2	21,4
1977	35554,4	53,9	10,4	30,8	-2,9	7,8
1978	41678,4	51,3	9,8	29,3	-4,6	14,2
1979	41205,4	69,3	2,7	34,8	-1,7	-5,1
1980	45025,4	53,3	4,3	33,5	-2,4	11,3
1981	44510,9	54,2	18,3	34,3	-10,3	3,5
1982	41530,8	23,2	18,2	31,7	7,5	19,4
1983	37944,4	21,7	13,7	37,5	1,3	25,8
1984	38630,2	45,1	17,5	40,8	2,7	-6,1
1985	50431,3	33,9	15,2	34,1	7,0	9,8
1986	46189,2	41,1	-5,7	40,2	8,5	15,9
1987	45353,3	32,0	16,1	37,8	2,3	-4,6
Moyenne 1962-1987:		46,5	11,1	32,7	-2,7	12,5

⁴¹. en millions de dollars de 1981.

TABLEAU -15.1-
LE SECTEUR DES MENAGES
RATIOS DES FLUX DE SOURCES ET USAGES DU FINANCEMENT
AU REVENU PERSONNEL DISPONIBLE

ANNEE	ACTIVITES NON-FINANCIERES		INVESTISSEMENT FINANCIER NET	ACQUISITION NETTE D'ACTIFS FINANCIERS					VARIATION NETTE DU PASSIF FINANCIER		
	EPARGNE PERSONNELLE	FORMATION NETTE DE CAPITAL		TOTAL	RENTES	DEPOTS	OBLIGA- TIONS	ACTIONS	TOTAL	HYPOTHEQUES	EMPRUNTS ET CREDIT A LA CONS.
1962	8.1	3.8	4.3	11.5	3.9	3.0	3.5	0.1	-7.2	-3.8	-2.0
1963	7.4	3.7	3.7	9.6	4.1	4.0	2.1	-0.3	-5.9	-3.8	-1.7
1964	7.0	4.4	2.6	12.4	4.2	4.2	2.1	-0.2	-9.8	-4.9	-3.9
1965	6.7	4.6	2.1	9.8	3.9	5.3	1.4	0.1	-7.6	-4.8	-3.7
1966	8.4	4.3	4.1	9.9	3.5	3.6	0.9	-0.3	-5.8	-4.4	-1.5
1967	7.4	4.2	3.3	11.3	3.6	5.7	0.3	-0.8	-8.0	-3.5	-3.9
1968	6.3	4.2	2.1	10.4	3.5	6.3	-0.9	0.3	-8.3	-3.6	-4.2
1969	5.5	4.4	1.1	11.1	3.3	5.5	0.6	-1.2	-10.0	-4.5	-3.4
1970	8.3	3.4	4.9	11.5	3.2	5.9	0.8	-1.1	-6.6	-4.8	-0.4
1971	8.0	4.3	3.7	11.8	3.7	6.5	3.2	-2.5	-8.1	-4.7	-2.4
1972	8.5	5.1	3.4	13.6	4.1	7.9	2.1	-1.3	-10.2	-6.8	-4.0
1973	10.9	5.9	5.1	19.9	4.5	11.9	-0.5	-1.3	-14.9	-9.4	-5.7
1974	12.8	6.3	6.5	19.4	4.3	9.4	2.9	-1.5	-12.9	-8.5	-5.0
1975	11.7	5.9	5.7	18.8	4.5	8.6	2.6	0.0	-13.1	-8.4	-4.0
1976	11.6	6.7	4.8	20.5	5.2	10.9	0.8	-0.7	-15.7	-9.4	-4.7
1977	11.6	6.2	5.4	17.6	5.4	9.5	1.9	-0.5	-12.2	-7.9	-4.0
1978	11.3	5.8	5.5	19.4	5.7	10.0	2.0	-0.9	-13.9	-8.2	-4.6
1979	12.7	5.9	6.8	18.7	6.5	13.0	0.6	-0.3	-11.9	-7.0	-5.4
1980	14.2	5.0	9.2	20.0	6.7	10.6	0.9	-0.5	-10.7	-4.6	-4.9
1981	15.0	5.0	10.0	18.7	6.4	10.0	3.6	-2.0	-8.7	-3.1	-5.7
1982	19.7	2.8	16.9	17.2	5.5	3.9	3.3	1.3	-0.2	-1.3	1.9
1983	16.2	4.0	12.3	15.1	5.9	3.4	2.7	0.4	-3.4	-4.0	-1.2
1984	14.1	3.7	10.4	18.9	6.4	6.4	2.9	1.3	-8.4	-4.1	-3.1
1985	12.5	4.6	7.9	16.9	6.8	6.9	-0.9	1.4	-8.9	-5.8	-3.2
1986	10.5	5.6	4.9	16.1	6.1	5.1	-2.6	0.4	-11.3	-6.5	-4.0

TABEAU -15.2-

LE SECTEUR DES MENAGES

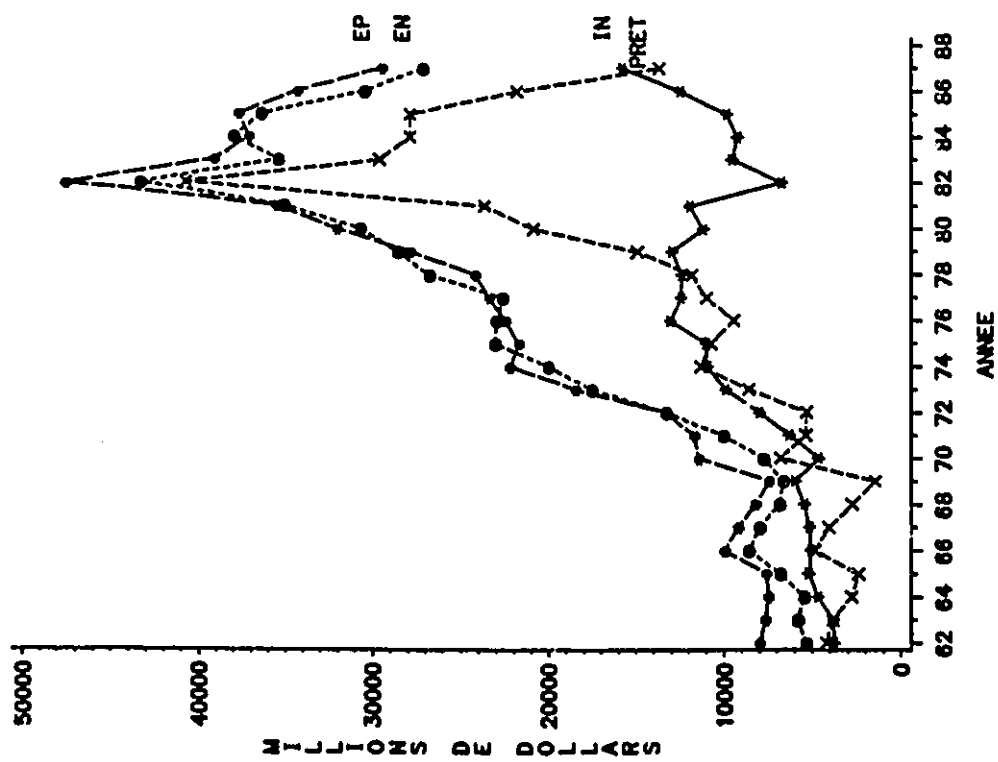
EVOLUTION DES FLUX DE SOURCES ET USAGES DU FINANCEMENT

(EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981)

ANNEE	ACTIVITES NON-FINANCIERE		ACQUISITION NETTE D'ACTIFS FINANCIERS					VARIATION NETTE DU PASSIF FINANCIER				
	EPARGNE PERSONNELLE	FORMATION NETTE DE CAPITAL	INVESTISSEMENT FINANCIER NET	TOTAL	RENTES	DEPOTS	OBLIGA- TIONS	ACTIONS	TOTAL	HYPO- THEQUES	CREDIT CONS.	EMPRUNTS
1962	7974.0	3778.4	4195.6	11312.3	3848.0	2973.9	3417.5	136.9	7116.7	3760.4	1494.8	508.9
1963	7646.9	3806.1	3841.0	9880.4	4205.8	4148.7	2156.3	-275.9	6039.4	3874.2	1890.7	-138.9
1964	7476.8	4678.5	2798.4	13283.1	4460.6	4522.8	2249.2	-207.2	10484.6	5211.3	2495.6	1680.0
1965	7598.2	5199.5	2398.6	11066.0	4487.4	6016.1	1525.6	145.4	8667.4	5447.9	2538.7	1617.8
1966	9957.0	5081.1	4875.9	11843.4	4221.7	4301.7	1015.5	-304.3	6967.4	5305.7	1760.2	-39.6
1967	9201.6	5152.7	4048.9	14008.9	4484.1	7064.7	312.6	-996.6	9960.0	4359.1	2368.5	2476.6
1968	8223.7	5464.5	2759.1	13516.8	4479.6	8151.8	-1204.5	392.9	10757.6	4619.0	3294.8	2106.9
1969	7434.7	5968.5	1466.2	14923.4	4445.4	7490.4	779.1	-1622.3	13457.2	6077.3	3238.9	1270.4
1970	11422.5	4651.0	6771.5	15807.1	4450.2	8112.8	1074.1	-1560.5	9035.5	6506.2	1666.6	-1203.0
1971	11689.3	6298.4	5390.7	17233.5	5400.0	9579.2	4656.2	-3623.6	11842.6	6891.2	3135.8	393.8
1972	13338.1	8001.8	5336.2	21414.9	6527.2	12580.1	3235.5	-2038.7	16078.6	10764.1	4559.9	1555.4
1973	18491.2	9895.9	8595.4	33733.8	7595.8	20088.7	-911.4	-2095.1	25138.5	15837.0	5770.7	3792.7
1974	22248.6	10939.3	11309.2	32910.0	7486.4	16681.8	4839.6	-2596.3	22600.5	14947.4	5185.3	3562.2
1975	21753.9	11010.0	10743.5	35043.2	8382.7	16287.8	4697.4	29.7	24299.7	15621.0	5199.3	2117.8
1976	22517.2	13060.5	9456.7	40011.1	9997.7	21184.8	1545.3	-1277.3	30554.3	18326.8	5838.8	3373.7
1977	23435.7	12445.4	10920.2	35554.4	10934.4	19174.0	3710.1	-1045.2	24564.3	15858.1	4716.9	3283.2
1978	24220.4	12399.2	11821.0	41678.4	12218.9	21386.3	4066.4	-1897.7	29857.4	17541.9	6095.4	3685.3
1979	27912.2	12970.5	14941.6	41205.4	14333.5	28555.6	1118.8	-680.6	26263.7	15507.8	5994.2	5893.8
1980	32101.8	11184.4	20917.4	45025.4	15081.5	23976.2	1938.2	-1062.0	24107.9	10358.1	5158.9	5798.2
1981	35643.4	11929.0	23714.4	44510.9	15271.8	24112.9	8165.6	-4606.5	20796.4	7402.1	4463.5	9125.2
1982	47566.4	6738.9	40827.7	41530.8	13176.9	9625.9	7569.7	3113.0	703.1	3072.1	-183.8	-4338.1
1983	39223.8	9549.3	29674.5	37944.4	14212.9	8247.0	5191.8	486.8	8269.8	9674.2	1836.6	1081.2
1984	37202.2	9253.3	27948.9	38630.2	15757.4	17419.3	6766.3	1056.1	10681.3	6563.6	4245.2	346.8
1985	37797.3	9859.2	27938.2	50431.3	17173.9	17115.5	7660.0	3514.9	22493.2	10938.9	5896.1	2413.2
1986	34388.7	12510.8	21877.9	46189.2	18555.7	18966.4	-2613.8	3944.5	24311.2	15836.4	5708.1	2901.3
1987	29533.2	15804.9	13728.3	45353.3	17152.8	14494.8	7282.6	1030.3	31624.9	18372.3	7588.2	3677.1

GRAPHIQUE -3.1.1-

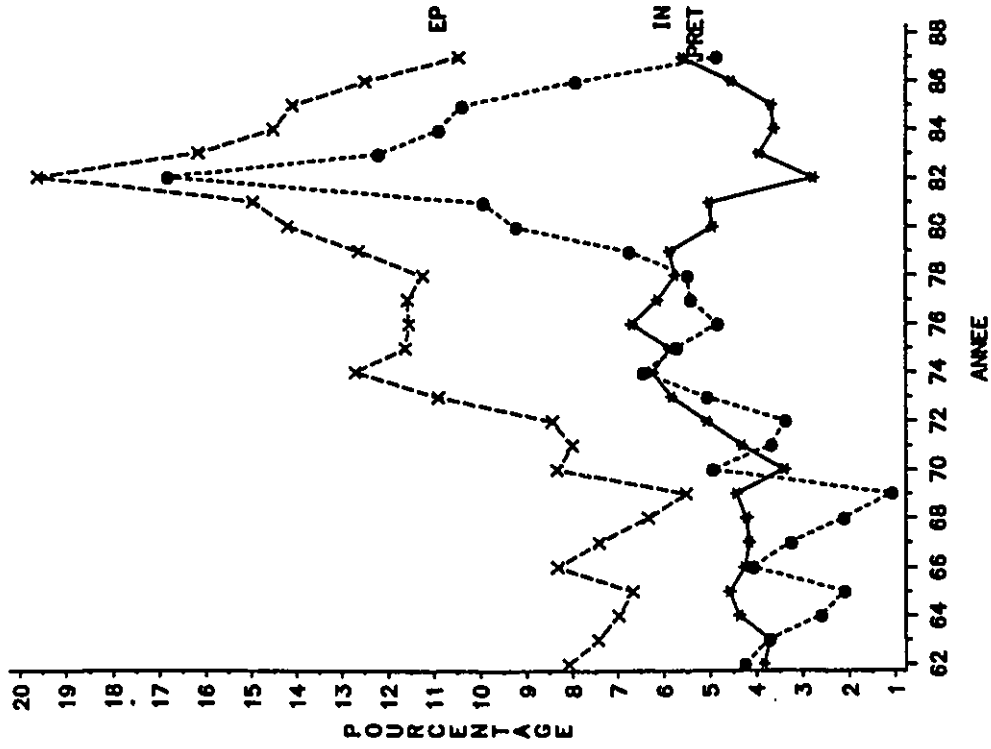
LE SECTEURS MENAGES :
COMPARAISON ENTRE EPARGNE NETTE (EN) ET EPARGNE PERSONNELLE (EP)
ET EVOLUTION DES COMPOSANTES DE L'EPARGNE NETTE
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.1.2-

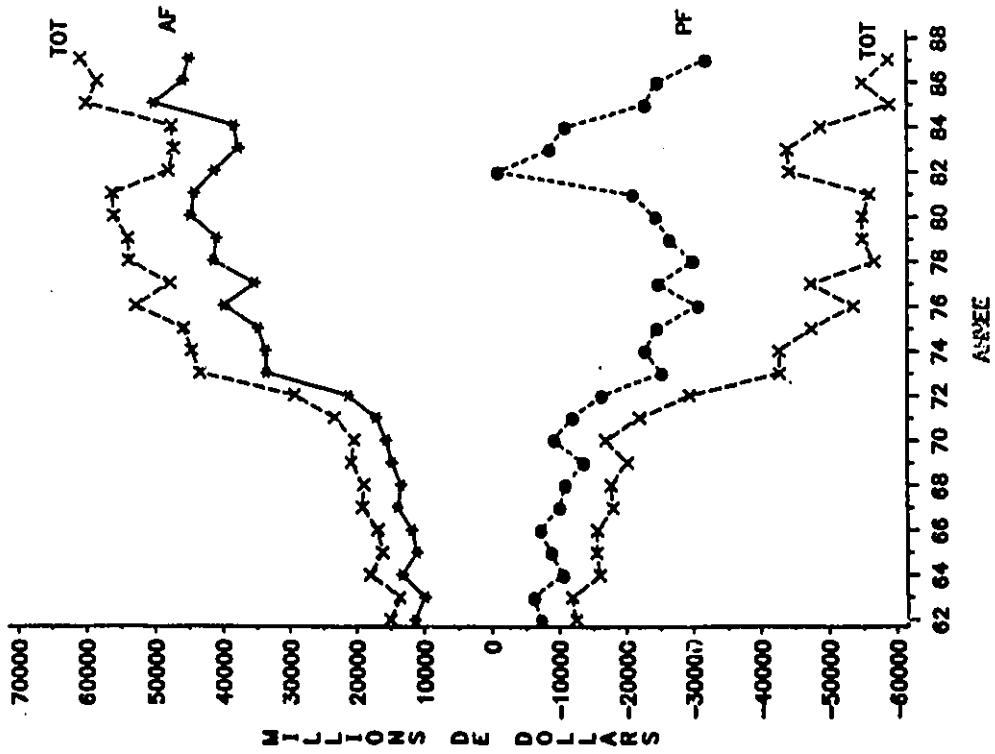
LE SECTEUR DES MENAGES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'EPARGNE PERSONNELLE (EP)
DE L'INVESTISSEMENT NET (IN) ET DU PRET NET (PRET)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU REVENU PERSONNEL DISPONIBLE

GRAPHIQUE -3.1.3-

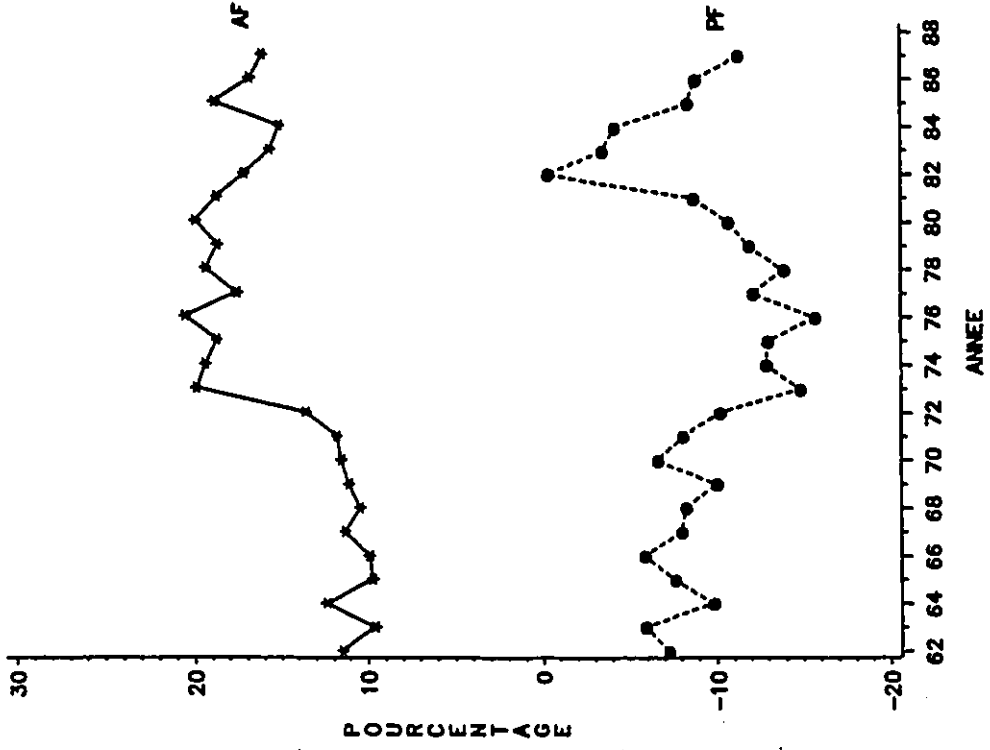
LE SECTEUR DES MENAGES :
EVOLUTION DE L'ACTIF FINANCIER (AF)
DU PASSIF FINANCIER (PF), ET DU TOTAL SOURCES (TOT)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIARDS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.1.4-

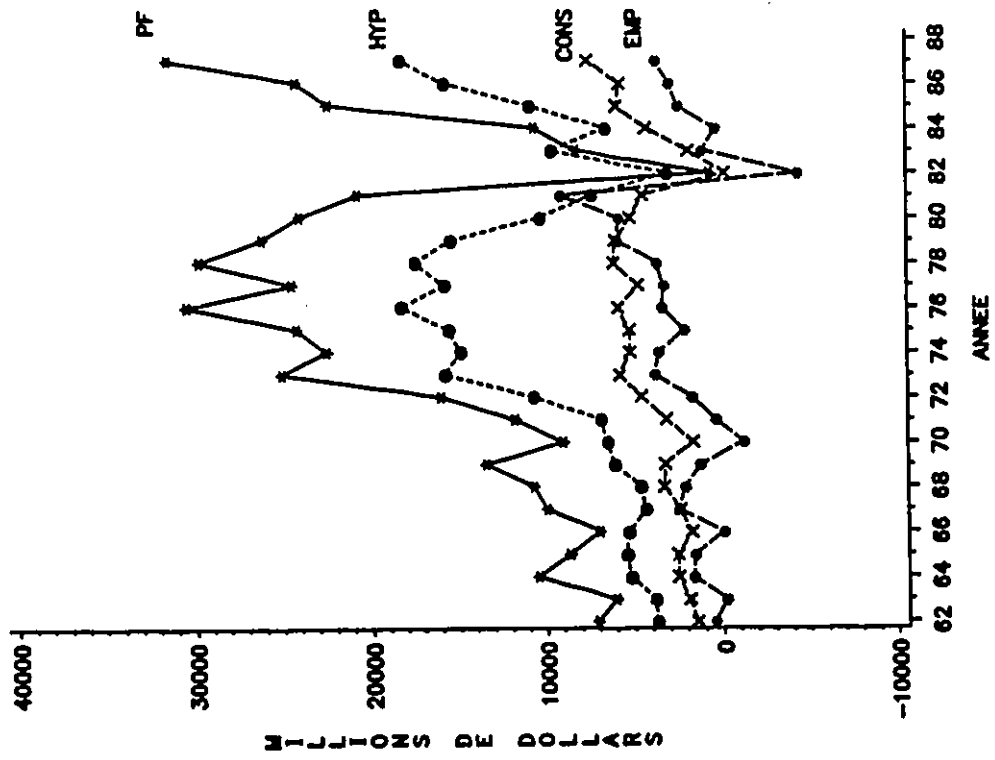
LE SECTEUR DES MENAGES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'ACTIF FINANCIER (AF)
ET DU PASSIF FINANCIER (PF)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU REVENU PERSONNEL DISPONIBLE

GRAPHIQUE -3.1.5-

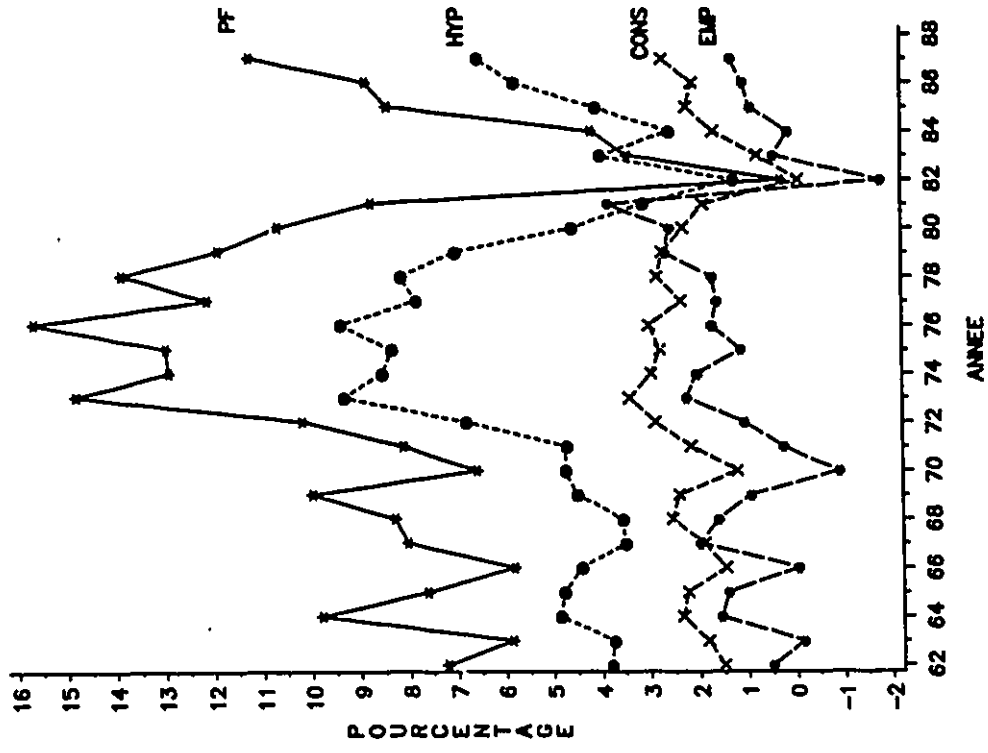
LE SECTEUR DES MENAGES :
EVOLUTION DU PASSIF FINANCIER (PF), DES HYPOTHEQUES (HYP)
DU CREDIT A LA CONSOMMATION (CONS) ET DES EMPRUNTS (EMP)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.1.6-

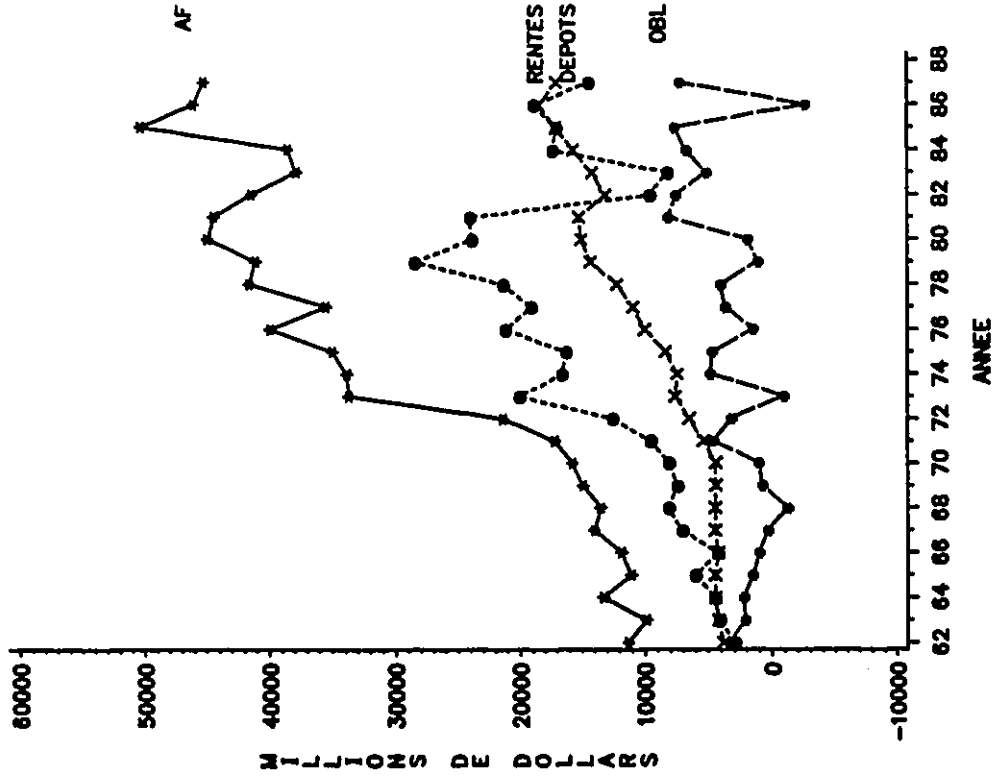
LE SECTEUR DES MENAGES :
EVOLUTION DES RATIOS DU PASSIF FINANCIER (PF), DES HYPOTHEQUES (HYP)
DU CREDIT A LA CONSOMMATION (CONS) ET DES EMPRUNTS (EMP)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU REVENU PERSONNEL DISPONIBLE

GRAPHIQUE -3.1.7-

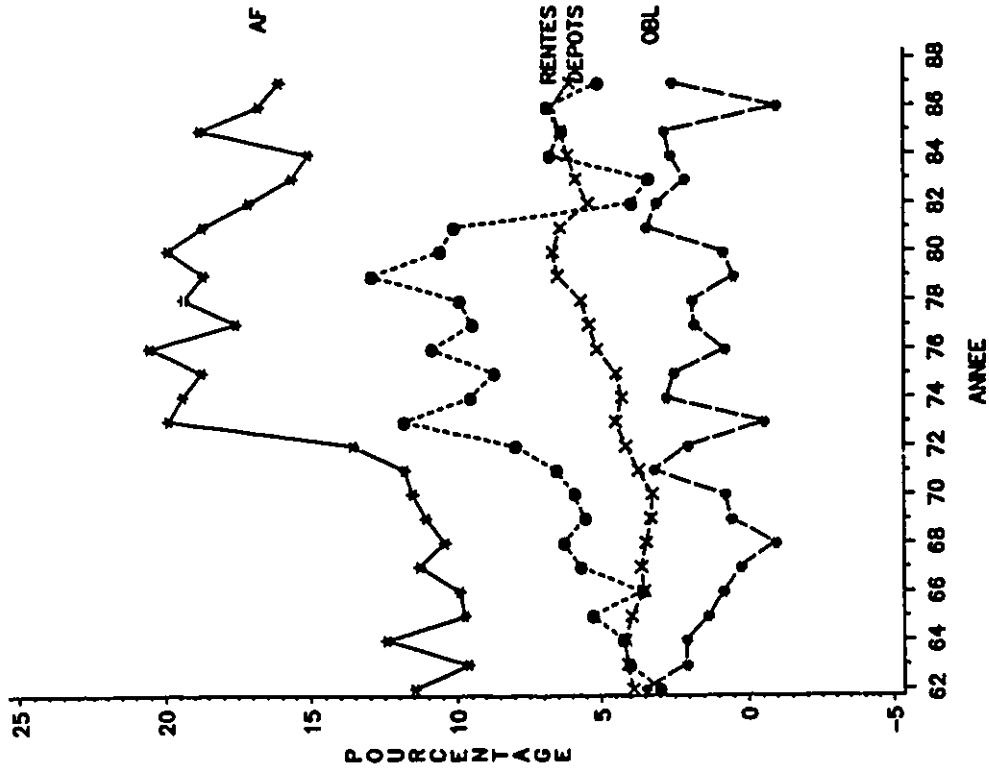
LE SECTEURS MENAGES :
EVOLUTION DE L'ACTIF FINANCIER (PF) DES DEPOTS BANCAIRES
DES ASSURANCES-VIES (RENTES) ET DES OBLIGATIONS (OBL)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.1.8-

LE SECTEUR DES MENAGES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'ACTIF FINANCIER (AF), DES DEPOTS BANCAIRES
DES ASSURANCES-VIES (RENTES) ET DES OBLIGATIONS (OBL)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU REVENU PERSONNEL DISPONIBLE

2. Les Firmes

TABLEAU -16-
Composition du portefeuille des Firmes
Pourcentages annuels moyens pour la période 1962-1986

<u>Catégories non finan.</u>	<u>Bilan</u>			
	<u>Actif</u>		<u>Passif</u>	
EB (41)	Comptes	(30)	Emprunts	(18)
PPCC (69)	Dépôts	(18)	Comptes	(13)
EN (31)	Bons	(2)		
ACNF (57)	Créances	(26)	Obligations	(22)
FBCF (96)	Actions	(4)	Actions	(16)
	Inves. Etr.	(~)	Engagements	(13)
			Hypothèques	(7)
	Autres	(20)	Autres	(11)
	Total	(100)	Total	(100)
PN < 0	<u>Ressources nettes:</u>		<u>Emplois nets:</u>	
	EN	(25)	IN	(54)
	Passif	(75)	Actif	(46)

1. Composition du portefeuille des firmes: Sources et emplois du financement

L'acquisition nette de capital non financier des firmes constitue son principal poste de dépenses. Il accapare à lui seul plus de 54% des ressources disponibles du secteur. Son financement est assuré en partie par la formation de ressources internes. Mais, avec seulement 25% du financement total provenant de l'épargne nette, le secteur doit s'endetter pour être en mesure de réaliser ses projets d'investissement. L'endettement assure également le maintien de ressources liquides facilement utilisable à courte échéance.

La composition du passif financier des entreprises privées et publiques fait clairement ressortir les sources à laquelle il a le plus recours: le financement externe provient principalement de titres émis sur les marchés financiers. Ainsi, les émissions d'obligations complètent les besoins de financement dans une proportion de 22% du financement externe. On compte parmi

celles-ci 57% d'obligations d'entreprises privées et 43% émises par des entreprises publiques. Les émissions d'actions fournissent, quant à elles, 16% du financement externe. Par ailleurs, outre ces formes directes de financement, le secteur se procure 25% de son financement externe par le biais de l'intermédiation financière: les emprunts bancaires à court terme en constituent 18% alors que l'endettement hypothécaire comble les 7% additionnels.

Le passif financier du secteur comprend également les comptes à payer et les engagements envers des entreprises associées (privées et publiques). Dans le premier cas, ce type d'endettement relève du financement des activités commerciales. L'essentiel de ces comptes, soit 75%, reflète des relations intrasectorielles ou envers des entreprises inclus dans le secteur des ménages. Le résidu est contracté envers le secteur extérieur (Reste du Monde). Dans le second cas, il s'agit d'un financement à long terme. Comme il le fut précisé dans la section descriptive, les C.F.F. inscrivent sous cette catégorie "les titres de dettes, ainsi que les prêts et les avances (...) étant jusque là consentis"⁴¹ aux entreprises par d'autres entreprises, qu'il s'agissent d'entreprises financières ou non-financières. Ces ressources ne donnent généralement pas lieu à l'accroissement de la capacité de production au même titre que l'investissement. Elles prennent plutôt la forme de participation dans des activités de production existantes et contribuent à améliorer le flux de liquidités du secteur.

Du côté de l'acquisition financière, la composition de l'actif financier du secteur souligne l'importance des relations commerciales et des prises de participation dans le financement des activités du secteur. En effet, plus de la moitié des titres de créances sont détenus sous forme de comptes à recevoir (30%), i.e. d'avances ou crédits sur les achats matériels à d'autres entreprises, ou de créances financières sur des entreprises associées (26%). Quant aux autres titres financiers détenus, l'acquisition de titres bancaires (dépôts, 18%) reflète le souci du secteur à assurer ses besoins de trésorerie. Ces liquidités serviront en cas de manque temporaire de ressources. Notons enfin qu'une frange

⁴¹, voir note ii, page 8.

marginale de ces disponibilités financières est employée pour acquérir des titres financiers (bons et actions, 6%).

En bref, pour s'assurer un financement suffisant pour ses besoins d'investissement, les entreprises complètent leurs ressources internes à partir de crédits bancaires (25% de l'endettement net) et par émission de titres (38% du passif net). D'ailleurs, en ne considérant que ces titres et le financement interne disponible, on peut aisément constater l'importance des flux de ressources en financement absorbés par la dépense d'investissement.

2. Le financement dans une perspective conjoncturelle

Les tableaux -18- à -20-, pages 97 à 101, présentent la composition procentuelle des flux de sources et d'usages du financement des firmes. Par ailleurs, les graphiques -3.2.1- à -3.2.4-, pages 102 et 103, présentent l'évolution de certaines de ces variables.

(a) De la "Grande Expansion" à la récession de 1974-1975

Pendant cette période, le comportement des firmes fait d'abord ressortir l'importance grandissante de l'activité d'investissement comme emploi du financement. Entre 1962 et 1966, la croissance du flux d'investissement enregistra un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 43,8% en termes réels. La part des ressources absorbée par l'acquisition d'actifs réels progressa de 47,3% à 64,9%. Par ailleurs, le financement global du secteur enregistra au rythme moyen de croissance de 13,25% en termes réels. En termes relatifs, cette progression a bénéficié d'un recours plus important au financement externe. En 1966, la part du financement externe se situa à 72,4% contre 64,8% deux ans auparavant. Cette évolution est attribuable à un recours accru aussi bien aux crédits bancaires qu'à de nouvelles émissions de titres financiers. Les ressources demeurées excédentaires relativement aux besoins de la dépense d'investissement furent principalement détenues sous forme liquide, la part des ressources consacrées à l'acquisition de titres financiers diminuant pendant la même période. On observe enfin une diminution annuelle des ressources détenues

sous forme de créances et de comptes à recevoir. Par conséquent, la composition de l'actif et du passif du secteur confirme la priorité accordée au financement de la dépense d'investissement et, par suite, à l'élargissement de la capacité de production.

En 1967, on se rappellera que le principal élément de la demande globale à l'origine du ralentissement fut la diminution de la dépense d'investissement des entreprises. De fait, les données annuelles de l'investissement net indiquent une chute de 25.53% en volume réel de la dépense nette en actifs réels du secteur. Cette situation découle d'une nette diminution du financement. Cette diminution trouve son principal facteur explicatif dans la baisse des crédits bancaires que le financement direct n'est pas venu compensé puisqu'il enregistra lui-même une diminution de l'ordre de 6,66% en termes réels.

Par contre, si la part de l'acquisition d'actifs réels dans le total des emplois du financement tomba de 64,9% à 54,1%, les gains de 16,6% observés du côté de l'acquisition financière soulignent nettement la position d'attente dans laquelle se trouvaient les entreprises. Les entreprises préférèrent accroître leurs liquidités de 103% en valeur réelle plutôt que d'investir. Cette position de repli est grandement imputable aux résultats des activités du secteur. Depuis 1964, les bénéfices nets annuels ont montré des signes persistant de fléchissement. Entre 1966 et 1967, la baisse du volume réel de l'épargne nette fut de l'ordre de 7,5%. Par conséquent, la perte de ressources internes conjuguée à la baisse de financement bancaire furent à l'origine de la réduction du volume d'investissement du secteur.

La fin des années 1960 est marquée d'un net regain de la dépense d'investissement. En 1969, 67,3% des ressources y furent affectées, soit un gain net de 13 points en deux ans. Une hausse si rapide fut rendue possible non seulement par une augmentation du financement direct et bancaire mais également par une réduction des liquidités. Du moins, la baisse des dépôts en 1969 intervient-elle alors même que les bénéfices nets sont en baisse, ce qui pourrait être à l'origine de ce recours.

Avec le ralentissement de 1970, on constate un transfert net de ressources normalement destinées au financement de la dépense d'investissement vers des affectations financières. Sur le plan de la provenance des ressources, le volume réel de l'épargne nette diminua de 9,2%. Cette baisse des ressources internes s'accompagna d'une chute dans le volume réel des crédits bancaires, laquelle fut grandement responsable de la baisse de 8,17% du volume de financement externe. Ayant moins de ressources à sa disposition, le secteur réduisit son investissement net, lequel tomba à 62,5% des ressources disponibles contre 67,3% l'année précédente. A l'inverse, l'acquisition financière s'accrût de 14,1% en valeur réelle suite à l'effort manifeste des entreprises en vue de reconstituer le volume des liquidités utilisées l'année précédente.

Au sortir de ce repli, le fait marquant de la période de croissance accélérée qui s'amorce est la diminution de la part relative de la dépense d'investissement et, inversement, l'appréciation des usages financiers. Ainsi, entre 1971 et 1973, la part des ressources employées à des fins d'acquisition d'actifs réels tombe à 52,8% contre 62,5% en 1970 et 61,5 en 1968-1969. A travers la composition des usages financiers, on constate toutefois que la progression de la part des ressources affectées à des emplois financiers résulte largement du développement des relations commerciales intrasectorielles. Les activités commerciales se développant à la faveur de la croissance accélérée de l'économie, la part des effets de commerce s'accrût de 27,8% en 1971 à 39,9% en 1973. Par ailleurs, comme nous le soulignons dans la section sur la conjoncture économique, la croissance insuffisante de l'investissement net fut à l'origine de la surchauffe de l'économie. Le taux d'utilisation de la capacité de production en est un très bon indicateur (voir Tableau -6-, page 43).

Au plan de la provenance des ressources, le financement de ces dépenses fait une place de plus en plus grande aux sources externes. En dépit de la progression du volume de l'épargne nette, la croissance rapide de l'endettement va de pair avec la chute en termes relatifs de l'autofinancement de 29,6% en 1970 à 23,9% en 1973. Les agents du secteur ont largement profité du développement des activités bancaires puisque c'est d'abord sous la forme de crédits bancaires qu'ils sont allés chercher le financement requis. Ainsi, la participation des

crédits hypothécaires et des emprunts à court terme dans la formation du passif financier passe de 19,2% en 1970 à 38% en 1973 alors que le financement direct est en net recul dégringolant de 32,4% à 14,4% sur la même période.

Pendant la récession de 1974-1975, la baisse marquée des ressources internes de financement obligea les entreprises à accroître plus rapidement leur endettement. En 1974, une baisse inattendu des bénéfices nets réels de l'ordre de 7,5% fut à l'origine du repli de la dépense en actifs réels observé l'année suivante. Dans un premier temps, pour faire face aux besoins de financement de la dépense d'investissement dont le volume réel avait augmenté de 22,5%, le secteur a dû recourir à un volume de ressources externes supérieur à celui qu'il avait escompté avoir besoin. La baisse des bénéfices engendra une progression de 40% de l'endettement net. En termes relatifs, cela signifia que plus de 82,9% des ressources totales provenaient de sources externes contre seulement 17,1% pour le financement interne. Par ailleurs, la stabilité de la part relative des crédits bancaires dans la formation du passif est compensée par un accroissement des créances à long terme et des titres obligataires. Les émissions d'actions sont demeurées faibles.

Dans un second temps, cette modification importante au financement associée à une politique nettement plus restrictive sur le plan monétaire encouragea le secteur à réviser ses projets. En 1975, le secteur procéda à une réduction importante de ses activités. Celle-ci se manifesta d'abord par une compression de la dépense d'investissement. Son volume diminua de 13,5%. Elle fut également le fruit de la diminution des comptes et créances accordées, laquelle est en grande partie attribuable à la récession économique. Enfin, les ressources résiduelles furent conservées sous forme liquide. Les actifs liquides furent d'ailleurs le seul élément à enregistrer une progression. La diminution des besoins de financement externe fut de l'ordre de 30%. Une part plus grande de ce financement fut obtenue par le biais de nouveaux engagements, mais on note également une forte reprise du financement direct.

(b) De l'après-récession à la reprise des années 1983-1987

L'amélioration de sa position financière a certainement encouragé le secteur à reprendre ses activités d'investissement en 1976. A cet égard, on note une appréciation de la part relative des ressources d'origine interne que d'importantes ressources provenant du financement direct sont venues compléter. La croissance des flux de sources bancaires a, quant à elle, contribué à augmenter le volume des ressources destinées à des fins de liquidités.

Malgré cette reprise de l'investissement, les années précédant la récession 1981-1982 voient se dessiner un affaiblissement de la part de l'investissement net. Ainsi, entre 1977 et 1980, la part de l'investissement net tomba progressivement de 56,8% à 47,7%. Les ressources affectées à des fins d'acquisition d'actifs réels furent nettement inférieures à celles que le secteur consacre à des fins financières. Discutant des changements dans la capitalisation des entreprises pendant les années 1980, R. Tetlow souligne l'impact des modifications intervenues pendant la deuxième moitié de la précédente décennie en ces termes:

"A la fin des années 1970, un certain nombre de sociétés non-financières se sont lancées dans des prises de contrôle de grande envergure. L'ampleur de ces opérations s'expliquait notamment par le Programme énergétique national, qui incitait les sociétés pétrolières canadiennes à prendre le contrôle d'entreprises appartenant à des étrangers."⁽⁴²⁾

Les C.F.F. reflètent cette situation. En termes de composition, l'acquisition financière enregistre d'importantes modifications. La part des flux bancaires cède du terrain aux créances à long terme acquises sur d'autres entreprises. Cette modification de portefeuille reflète les conditions prévalent sur le marché bancaire où persiste une tendance à la hausse des coûts du crédit. La part croissante des créances engendre un transfert net de ressources liquides des par le biais de prises de participation sous forme de cession de titres financiers entre débiteurs et créditeurs, de prêts intrasectoriels ou autres.

⁴². Tetlow, R., [1986, p.8].

Ces transactions n'ont eu d'autres retombées que de maintenir le flux de liquidités des agents déficitaires et, par là même, de soutenir des activités déjà existantes.

De son côté, l'évolution du passif financier fait ressortir la relative stabilité des crédits bancaires comme mode de financement avec une participation de 33% dans la formation des flux de financement externe. Le financement direct, i.e. par actions ou obligations, tombe pour sa part de 40,4% à 27,9% entre 1977 et 1980.

Cette phase du cycle des affaires se présente ainsi comme un prélude à la récession de 1981-1982. Pendant cette période, la faiblesse relative de l'investissement associée à l'accentuation des prises de participation furent le résultat d'une conjoncture économique stagnante que certaines mesures fiscales ont contribué à encourager. Ainsi, comme le précise R. Tetlow,

"les avantages que l'abattement fiscal afférant aux paiements d'intérêts nominaux procure en période d'inflation croissante ont encouragé les entreprises canadiennes à poursuivre les opérations de prises de contrôle même pendant la période 1980-1981, où les taux d'intérêt réels étaient élevés et continuaient d'augmenter."⁽⁴³⁾

A terme, la hausse des taux d'intérêt réels devait pourtant contribuer à compliquer la situation financière des entreprises. D'une part, "la montée des taux d'intérêt réels et nominaux réduisait le flux de liquidités des sociétés"⁽⁴⁴⁾. Mais, d'autre part, il devait en résulter une dégradation persistante des bénéfices nets. En 1981, la part de l'autofinancement dans l'ensemble des ressources tomba abruptement à 5,3%. Or, le secteur avait accru sa dépense en actifs réels. La croissance du volume de l'investissement fut de 14,5%. Tout comme ce fut le cas en 1974-1975, la conjonction de ces deux facteurs obligea le secteur à accroître son endettement. Il pu disposer d'un plus important volume de ressources contractées auprès des institutions finan-

⁴³. *ibid.*, p.8

⁴⁴. *ibid.*, p.7

cières qu'il compléta par des émissions de titres financiers.

En 1982, malgré une diminution de 59% du niveau de l'investissement, le taux d'endettement ne pu être qu'accru afin de combler les pertes en bénéfices (épargne nette négative). Par ailleurs, contraint à réduire son financement de provenance bancaire, le secteur se tourna vers le financement direct. Ainsi, la part des ressources acquises par émission de titres a pratiquement doublée de 1981 à 1982 passant de 26,9% à 49,7%. Le secteur contracta également des engagements. En termes d'emplois financiers, plus de 48,6% des ressources résiduelles émergent sous la forme de créances sur d'autres entreprises, i.e. de prises de participation. La composition de l'actif indique également un transfert net des liquidités vers l'étranger alors que les dépôts en monnaie canadienne font place à la détentions de comptes en devises. Les agents du secteur affectent enfin une fraction importante de leurs ressources à la détention de titres financiers, essentiellement sous la forme de bons du trésor.

Les effets de cette récession se sont prolongées jusqu'en 1984. Pendant toute l'année 1983, les agents du secteur continuèrent à rembourser la dette bancaire contractée avant la récession. Le financement direct procura l'essentiel des ressources requises avec plus de 76,9% de l'endettement net. Par contre, les bénéfices nets redevinrent positifs et permirent d'assurer la plus grande part du financement de la dépense d'investissement. Cette dépense retrouva sa primauté en tant que principale composante des emplois du financement. Elle accapara plus de 62% des ressources nettes. La diminution du financement externe a eu des répercussions sur l'actif financier du secteur où on note une diminution nette des liquidités au profit de bons du trésor. Mais ce sont les activités commerciales qui retrouvent une place importante dans la formation des ressources.

Depuis 1984, la reprise des activités du secteur va bon train. La dépense d'investissement net domine l'acquisition d'actifs financiers dans l'emploi net des ressources. On sent néanmoins une certaine prudence dans le comportement des firmes. En effet, avec un taux de financement interne plus élevé que de coutume,

le recours à l'endettement demeure réduit. Les firmes semblent ainsi compter davantage sur leurs propres ressources qu'elles complètent de préférence grâce à l'émission de titres plutôt que par des crédits bancaires. De plus, les ressources excédentaires provenant de ces deux sources sont minimales. Du moins, c'est ce qui ressort de la composition de l'actif financier où les liquidités demeurent marginales et où les ressources allouées à l'acquisition de titres financiers diminuent drastiquement. La reprise de la dépense d'investissement préfigure donc un retour vers la prédominance de la fonction d'investissement du secteur, bien que son volume demeure nettement inférieure à ce qui avait été enregistré avant la récession.

(c) Quelques caractéristiques du comportement des firmes

Afin de préciser la relation entre le financement externe, le financement interne et l'investissement net des firmes, considérons l'évolution du ratio de l'épargne nette à l'investissement net ou taux de financement interne de la dépense d'investissement net. Le tableau -17-, page 96, présente l'évolution du taux d'autofinancement de la dépense en actifs réels du secteur. Le graphique - 3.2.1-, page 102, fournit une représentation de l'évolution des taux d'autofinancement et d'emprunt net du secteur.

- 1- Sur la période 1962-1975, le taux d'autofinancement démontre une nette tendance à la baisse passant de 82,7% à 37,1%. La croissance de la dépense d'investissement étant plus rapide que le flux d'épargne nette, le secteur a accru son recours au financement externe de façon de plus en plus importante. Par ailleurs, la décroissance relative de l'acquisition financière démontre bien l'importance occupée par la fonction d'investissement dans le comportement économique du secteur.
- 2- La période 1976-1987 est, quant à elle, caractérisée par une forte progression de l'autofinancement de l'investissement. Pendant la période précédant la récession de 1981-1982, la croissance de l'investissement net va de pair avec l'évolution des sources internes. Le taux d'autofinancement demeure relativement stable autour de 45%. Par contre,

la progression de l'endettement net favorise l'acquisition d'actifs financiers. On se rappellera qu'intervient ici un certain transfert de ressources de l'investissement net vers les prises de participation entre entreprises. Après 1982, le financement interne devient largement dominant alors qu'il couvre en moyenne 67% des besoins de la dépense d'investissement net. Ceci s'explique par la faiblesse relative du volume de l'investissement du secteur et l'amélioration de sa position sur le plan des bénéfices nets. Le taux d'endettement demeure nettement inférieur au niveau qu'il avait atteint avant la récession.

- 3- Les deux principales récessions de la période se caractérisent par un net affaiblissement du taux d'autofinancement. Dans le premier cas, soit en 1974-1975, la perte d'autofinancement est de l'ordre d'une dizaine de points; dans le second cas, en 1981-1982, la chute des bénéfices la première année conduit l'année suivante à une perte nette. Le secteur n'a alors d'autres recours que d'accroître fortement son endettement. Ainsi, peut-il rencontrer les besoins de sa dépense d'investissement qui, dans chaque cas, a fortement progressée. Mais, à brève échéance, seul un brusque repli de la dépense d'investissement permet au secteur de réduire son endettement et d'envisager une amélioration de sa position sur le plan des bénéfices.

TABLEAU -17-
LE SECTEUR DES FIRMES:
TAUX D'AUTOFINANCEMENT DE LA DEPENSE D'INVESTISSEMENT NET

annee	investissement net	ratio <u>epargne nette</u> investissement net
1962	6111,6	82,7
1963	7030,6	80,5
1964	10655,6	66,9
1965	14475,2	49,0
1966	16821,8	41,3
1967	12527,6	51,3
1968	11536,2	61,9
1969	13831,4	50,3
1970	12796,2	49,4
1971	13342,1	47,1
1972	15560,8	46,6
1973	19464,4	45,2
1974	23852,0	34,0
1975	20638,5	37,1
1976	22222,7	47,1
1977	20193,4	42,1
1978	20014,1	44,0
1979	27888,9	44,3
1980	25391,1	47,9
1981	29079,1	12,6
1982	11936,6	-23,2
1983	13232,5	59,2
1984	18719,5	69,3
1985	17376,1	82,9
1986	18317,4	54,0
1987	20803,3	74,3
Moyenne 1962-1987:		49,5

TABLEAU -18-
LE SECTEUR DES FIRMES :
PROVENANCE ET DESTINATION DES SOURCES DU FINANCEMENT

Année	Sources du financement			Usages du financement		
	total ⁴⁵	passif finan. (%)	épargne nette (%)	total ⁴⁶	invest. net (%)	actif finan. (%)
1962	16459,7	69,3	30,7	12918,2	47,3	52,7
1963	16480,8	65,6	34,4	15050,8	46,7	53,3
1964	20226,0	64,8	35,2	20706,1	51,5	48,5
1965	26449,1	73,2	26,8	26578,4	54,5	45,5
1966	25178,5	72,4	27,6	25921,9	64,9	35,1
1967	21569,8	70,2	29,8	23137,2	54,1	45,9
1968	21939,9	67,5	32,5	20820,7	55,4	44,6
1969	23320,3	70,2	29,8	20551,2	67,3	32,7
1970	21344,2	70,4	29,6	20462,7	62,5	37,5
1971	29707,0	78,8	21,2	28135,8	47,4	52,6
1972	27188,9	73,3	26,7	27149,7	57,3	42,7
1973	36816,5	76,1	23,9	36330,1	53,6	46,4
1974	47585,4	82,9	17,1	44115,5	54,1	45,9
1975	34972,3	78,1	21,9	35135,4	58,7	41,3
1976	40578,2	74,2	25,8	36391,8	61,1	38,9
1977	36550,2	76,7	23,3	35569,8	56,8	43,2
1978	52214,4	83,1	16,9	50755,9	39,4	60,6
1979	61248,2	79,8	20,2	59771,0	46,7	53,3
1980	56841,4	78,6	21,4	53261,1	47,7	52,3
1981	68312,0	94,7	5,3	61457,5	47,3	52,7
1982	19835,5	114,0	-14,0	24911,9	47,9	52,1
1983	22018,0	64,4	35,6	21345,4	62,0	38,0
1984	37730,3	65,6	34,4	36761,3	50,9	49,1
1985	35566,1	59,5	40,5	30847,8	56,3	43,7
1986	38603,0	74,4	25,6	36263,9	50,5	49,5
1987	43983,3	64,9	35,1	43484,6	47,8	52,2
Moyenne 1962-1987:		74,7	25,3		53,5	46,5

⁴⁵. Pour une explication de l'origine de la divergence statistique entre le total des sources et le total des usages, on réfèrera le lecteur à la description des Comptes des Flux Financiers.

⁴⁶. les totaux sont en millions de dollars de 1981.

TABLEAU -19-
LE SECTEUR DES FIRMES :
COMPOSITION DES SOURCES EXTERNES DU FINANCEMENT

annee	sources externes ⁴⁷	comptes et enga- gements (%)	emprunts et hypo- theques (%)	titres finan. (%)	autres (%)
1962	11403,0	28,5	29,7	32,7	9,1
1963	10819,0	35,7	23,2	37,7	3,4
1964	13097,8	23,0	18,3	44,6	14,1
1965	19353,3	36,5	28,6	29,7	5,2
1966	18227,6	28,0	29,9	34,3	7,8
1967	15140,0	31,2	27,0	38,6	3,2
1968	14799,6	28,1	26,1	33,8	12,0
1969	16366,2	16,5	35,2	40,7	7,6
1970	15028,2	26,6	18,2	46,3	8,9
1971	23422,1	23,0	30,1	31,6	15,3
1972	19934,3	40,0	34,8	27,8	-2,6
1973	28010,1	31,2	38,0	22,7	8,1
1974	39467,8	37,9	27,0	16,5	18,6
1975	27307,0	28,5	26,7	39,9	4,9
1976	30112,0	13,8	36,3	43,3	6,6
1977	28041,7	23,8	31,8	40,4	4,0
1978	43398,8	31,2	19,4	34,8	14,6
1979	48901,4	26,7	34,5	21,6	17,2
1980	44681,2	21,1	33,9	27,9	17,4
1981	64660,4	22,3	48,8	26,9	2,0
1982	22607,0	28,2	1,5	48,7	21,6
1983	14184,5	40,4	-40,3	76,9	23,0
1984	4765,1	20,4	21,8	38,2	19,6
1985	1158,8	3,0	29,4	49,5	18,1
1986	28716,2	20,7	0,9	49,7	28,7
1987	28535,7	17,0	32,8	33,4	16,8
Moyenne 1962-1987:		26,3	24,8	37,2	11,7

⁴⁷. en millions de dollars de 1981.

TABLEAU -19A-
LE SECTEUR DES FIRMES :
COMPOSITION DES SOURCES EXTERNES DE FINANCEMENT

année	comptes à payer	engage- ments	emprunts		obligations		actions
			banc.	hypo.	priv.	publ.	
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1962	12.7	15.8	23,2	6,5	5,7	10,8	16,2
1963	20.8	14,9	14,9	8,3	7,6	12,2	17,9
1964	14.4	8,6	8,0	10,3	13,3	16,0	15,3
1965	26.7	9,8	17,7	10,9	3,7	14,9	11,1
1966	9.7	18.3	16.6	13.3	10.0	13.9	10,4
1967	9.9	21,3	17,4	9,6	9,5	17,4	11,7
1968	5.8	22,3	13,8	12,3	5,9	12,2	15,7
1969	5.2	11,3	19,5	15,7	7,4	11,6	21,7
1970	5.5	21,1	8,4	9,8	10,0	22,4	13,9
1971	12.6	10,4	23,2	6,9	7,1	17,3	7,2
1972	20.6	19,4	29,9	4,9	12,4	9,9	5,5
1973	24.8	6,4	34,8	3,2	8,6	5,8	8,3
1974	27,5	10,4	24,4	2,6	6,0	6,6	3,9
1975	2.6	15,9	23,7	3,0	19,9	12,9	7,1
1976	5,4	8,4	31,7	4,6	5,5	12,8	5,0
1977	6,2	7,6	21,3	10,5	15,5	11,2	13,7
1978	1,1	10,1	15,3	4,1	8,2	5,4	21,2
1979	8,2	8,5	32,3	2,2	7,0	1,5	13,1
1980	1,9	9,2	29,4	4,5	9,0	5,2	13,7
1981	1,3	11,0	46,3	2,5	6,6	10,0	10,3
1982	2,2	30,4	-4,1	5,6	18,2	15,3	15,2
1983	4,3	16,1	-48,6	8,3	19,6	21,0	36,3
1984	6,3	4,1	19,6	2,2	-8,9	16,5	30,6
1985	7,7	4,7	19,3	10,1	-3,6	12,9	40,2
1986	2,5	8,2	-8,2	9,1	-7,2	20,9	36,0
1987	9,9	7,1	17,5	5,3	-6,9	11,7	28,6
Moyenne 1962-1987:	13.1	13.3	17.2	7,6	8,1	12,6	16,5

TABLEAU -20-
LE SECTEUR DES FIRMES :
COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

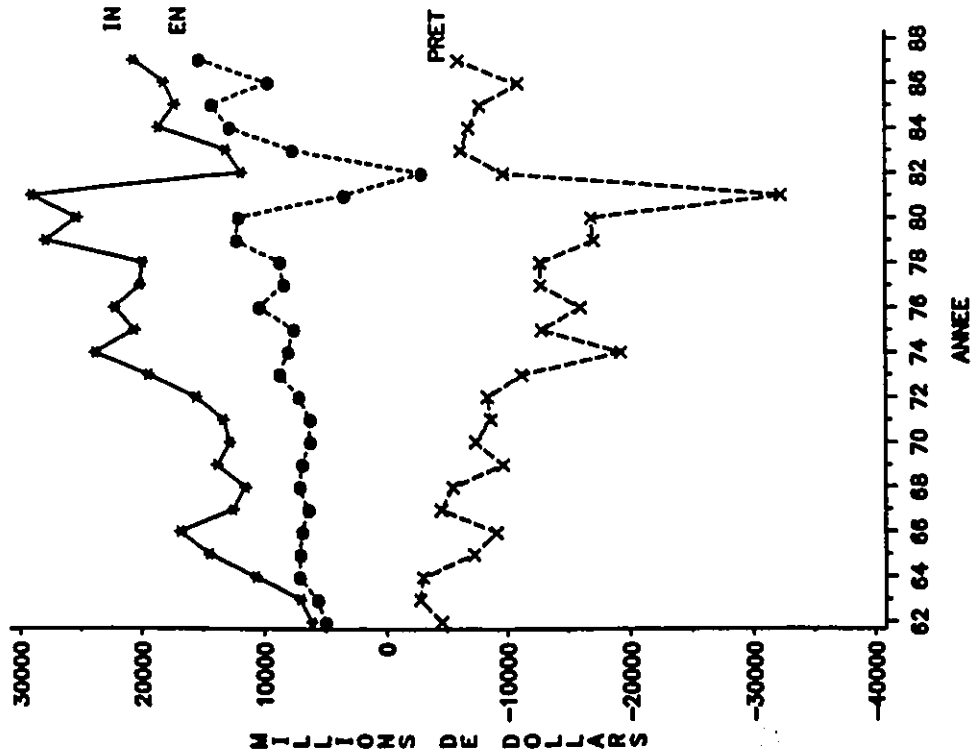
année	total	comptes et	dépôts	titres	autres
		créances		financiers	
		(%)	(%)	(%)	(%)
1962	6806.7	62,2	6,6	14,4	16,8
1963	8020.0	60,8	14,9	19,4	4,9
1964	10050,6	55,4	23,5	2,2	18,9
1965	12103,2	51,8	23,5	5,2	19,5
1966	9100,3	6,7	23,1	8,1	32,1
1967	10609,5	36,5	43,4	0,5	19,6
1968	9284,5	37,0	27,9	6,2	28,9
1969	6719,8	8,9	-25,5	10,6	36,0
1970	7666,5	1,9	27,9	-3,8	4,0
1971	14793,8	38,4	41,0	3,1	17,5
1972	11589,0	50,1	33,5	5,2	11,2
1973	16865,6	53,6	27,0	0,9	18,5
1974	20263,4	64,6	18,5	0,8	16,1
1975	14496,8	44,0	39,0	3,5	16,5
1976	14169,2	49,4	43,1	4,9	2,6
1977	15376,5	45,9	37,8	0,5	15,8
1978	30741,8	52,2	26,2	5,5	16,1
1979	31882,1	52,5	19,9	6,9	20,7
1980	27869,8	66,3	6,2	2,9	24,5
1981	32378,4	73,4	5,9	1,4	19,3
1982	12975,3	58,8	1,9	12,8	26,5
1983	8112,8	7,7	-25,0	40,3	27,0
1984	18041,9	48,3	5,4	20,3	26,0
1985	13471,7	75,5	-11,1	4,9	30,7
1986	17946,4	69,3	7,7	-4,2	27,2
1987	22681,3	47,2	17,8	0,0	35,0
Moyenne 1961-1987:		55,2	17,7	6,6	20,5

TABLEAU -20A-
LE SECTEUR DES FIRMES :
COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

année	comptes (%)	créances (%)	dépôts		titres	
			Scdn (%)	devises (%)	publ. (%)	privés (%)
1962	41,8	20,4	7,0	-0,4	7,5	6,9
1963	33,2	27,6	13,4	1,5	1,2	18,2
1964	30,4	25,0	20,0	3,5	-1,5	3,7
1965	36,9	14,9	21,4	2,1	-0,3	5,5
1966	19,7	17,0	23,1	0,0	5,2	2,9
1967	20,9	15,6	40,3	3,1	-2,4	2,9
1968	16,4	20,6	29,1	-1,2	1,6	4,6
1969	54,7	24,2	-39,9	14,4	5,4	0,2
1970	40,0	31,9	34,2	-6,3	-0,8	-3,0
1971	27,8	10,6	44,4	-3,4	2,1	1,0
1972	28,5	21,6	30,8	2,7	-1,4	6,6
1973	39,9	13,7	21,9	5,1	0,4	0,5
1974	46,6	18,0	19,0	-0,5	-0,6	1,4
1975	29,6	14,4	40,1	-1,1	1,5	2,0
1976	31,7	17,7	37,4	5,7	-0,2	5,1
1977	20,9	25,0	36,0	1,8	1,4	-0,9
1978	34,9	17,3	19,4	6,8	0,1	5,4
1979	25,9	26,6	21,5	-1,6	0,4	6,5
1980	34,9	31,4	6,5	-0,3	0,6	2,3
1981	21,3	52,1	8,5	-2,6	0,9	0,5
1982	10,2	48,6	-21,4	23,3	10,5	2,3
1983	30,8	26,9	-26,2	1,2	37,7	2,6
1984	23,6	24,7	2,5	2,9	14,8	5,5
1985	2,3	48,2	-7,2	-3,9	1,3	3,6
1986	7,3	62,0	4,5	3,2	-3,7	-0,5
1987	20,4	26,8	17,8	0,0	0,0	2,1
Moyenne 1962-1987:	28,1	27,1	15,5	2,2	3,1	3,5

GRAPHIQUE -3.2.1-

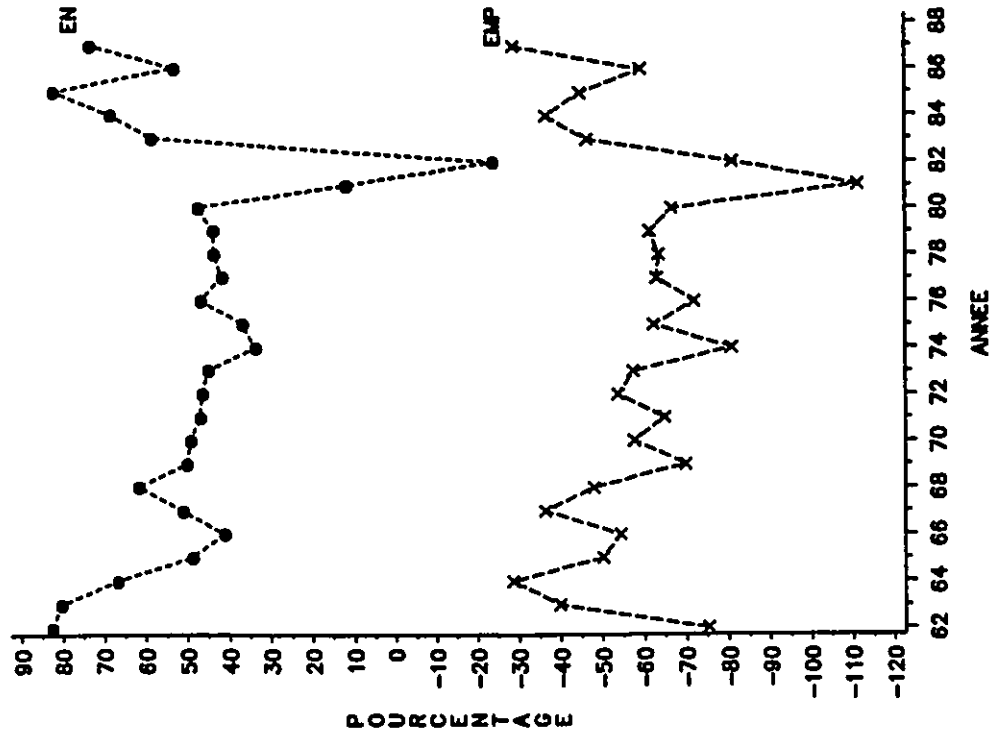
LE SECTEUR DES FIRMES :
EVOLUTION DE L'EPARGNE NETTE (EN),
DE L'INVESTISSEMENT NET (IN)
ET DU PRET NET (PRET)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.2.2-

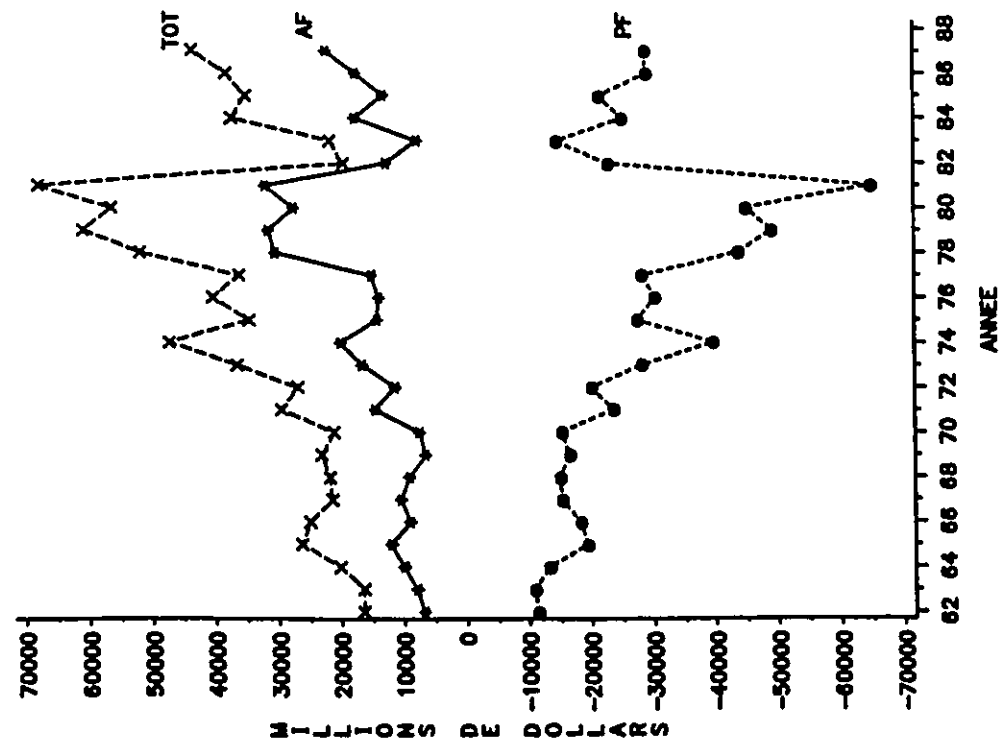
LE SECTEUR DES FIRMES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'EPARGNE NETTE (EN)
ET DE L'EMPRUNT NET (EMP) A L'INVESTISSEMENT NET
(1962-1987)



NOTE : TAUX D'AUTOFINANCEMENT ET D'ENDETTEMENT NET

GRAPHIQUE -3.2.3-

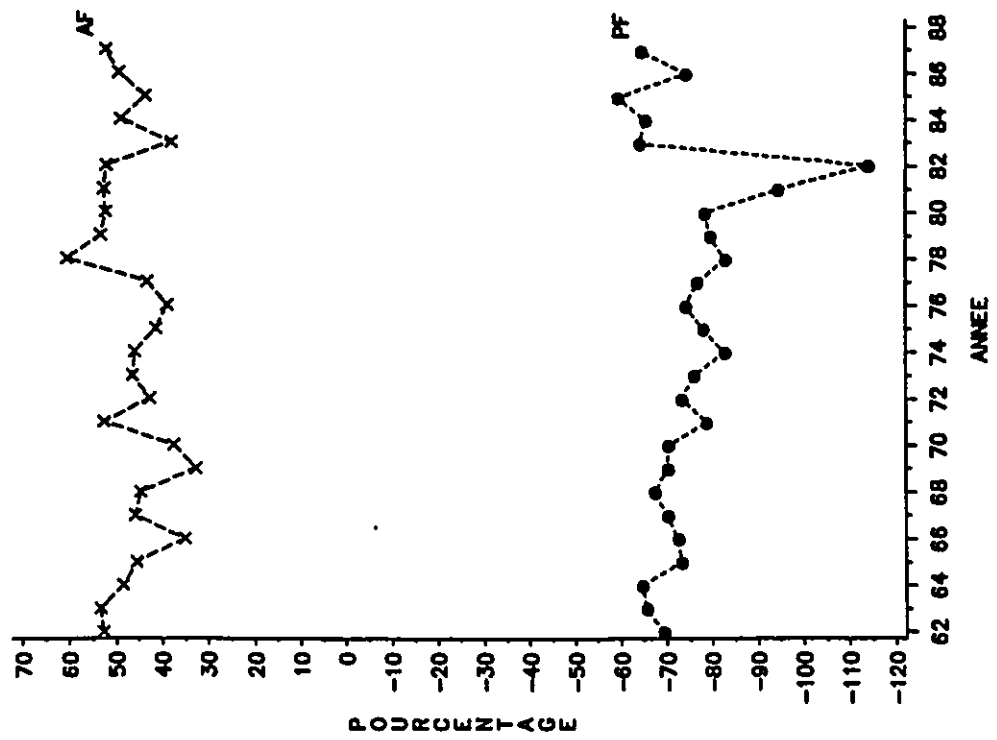
LE SECTEUR DES FIRMES :
EVOLUTION DE L'ACTIF FINANCIER (AF)
DU PASSIF FINANCIER (PF) ET DU TOTAL DES SOURCES (TOT)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.2.4-

LE SECTEUR DES FIRMES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'ACTIF FINANCIER (AF)
ET DU PASSIF FINANCIER (PF)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU TOTAL DES RESSOURCES DISPONIBLES

3. Les Administrations Publiques

TABLEAU -21-
Composition du portefeuille des Administrations Publiques
Pourcentages annuels moyens pour la période 1962-1986

<u>Ressources nettes:</u>		<u>Bilan</u>			
		<u>Actif</u>		<u>Passif</u>	
	- '75 + '75	Prêts	(8)	Bons	(11)
<u>EN:</u>		Dépôts	(4)		
G:	(29) (-90)				
CS:	(16) (19)				
<u>Passif:</u>		Créances	(41)		
G:	(55) (171)	Obligations	(33)	Obligations	(73)
		Actions	(1)		
		Autres	(13)	Autres	(16)
<u>Emplois nets:</u>		Total	(100)	Total	(100)
<u>IN:</u>					
G:	(41) (31)				
<u>Actif:</u>					
G:	(5) (12)		<u>PN < 0</u>		
CS:	(54) (57)				

1. Composition du portefeuille des administrations publiques : Sources et emplois du financement

Troisième en importance par son volume d'investissement (15% du flux global) autant que par l'épargne qu'il forme (6%), le secteur des administrations publiques a vu sa position se transformer radicalement depuis le début des années 1960. Considérons d'abord la formation des ressources en financement. Avant 1975, la croissance de l'économie canadienne profite aux agents du secteur en engendrant une progression continue des revenus couvrant l'accroissement des dépenses. La production de biens et services publics est ainsi autofinancée par les revenus fiscaux. L'activité gouvernementale se traduit annuellement par un excédent budgétaire. Ce volume de ressources compte pour 29% du financement requis pour satisfaire aux besoins de l'ensemble des besoins du secteur. De plus, à compter de 1966, l'institution des caisses de sécurité sociale (CS) permet de drainer vers le secteur des administrations publiques un volume

additionnel de ressources en financement comptant pour 11% des ressources totales.

La période ultérieure à 1975 tranche nettement avec ce que l'on vient de décrire. En effet, à travers la récession économique de 1974-75, l'excédent budgétaire se transforme en un déficit dont l'ampleur ira croissant. Dans un premier temps, l'épargne nette des caisses de sécurité sociale contribue toujours à réduire de façon significative l'endettement du secteur. Toutefois, elle se révélera totalement insuffisante à la suite de la récession de 1981-1982. L'excédent des dépenses publiques relativement aux ressources fiscales encaissées oblige les administrations publiques à recourir à un financement externe devant couvrir à la fois les besoins du déficit budgétaire et ceux que comprennent les emplois nets du financement. Ainsi, alors que deux cinquièmes de ses besoins étaient autofinancés avant 1975, le secteur aura eu recours à un endettement de plus en plus important après cette date. Enfin, à travers son bilan financier, on remarque que le secteur capte directement les ressources dont il a besoin en émettant des obligations (73%). Les bons du trésor servent de complément aux obligations.

Quant aux emplois nets auxquels sont destinées ces ressources, les administrations publiques en affectaient en moyenne 41% à la dépense d'investissement pendant la période précédant 1975. Après 1975, cette part tombe à moins du tiers. La fraction des ressources ainsi libérée trouve refuge dans des emplois financiers. Comme l'indique la composition des emplois nets, la plus grande part de l'acquisition financière du secteur relève surtout des caisses de sécurité sociale. Son activité représente 54% des ressources disponibles avant 1975 et 57% après cette date. Par ailleurs, la baisse des ressources affectées à l'acquisition d'actifs réels contribue à faire progresser l'activité financière nette des administrations publiques de 5% à 12%.

La composition de l'actif financier du secteur permet de dégager les grandes lignes du réseau emprunté par ces ressources financières. Les ressources provenant des caisses de sécurité sociale donnent lieu à l'acquisition d'obligations. C'est par ce biais qu'une partie des fonds gérés par ces

institutions est transférée aux administrations publiques. L'autre partie est destinée à des fins de participation dans les activités des entreprises publiques. Enfin, en dehors de l'action des caisses, la gestion des ressources des administrations publiques donne lieu à la formation de liquidités et de prêts.

2. Le financement dans une perspective conjoncturelle

La politique économique en vigueur jusqu'à la récession de 1974-1975 était d'inspiration keynésienne. Elle favorisait généralement une action contracyclique en situation de repli de l'activité économique. L'augmentation de la dépense d'investissement public venait palier à l'insuffisance circonstancielle de la dépense privée. Parallèlement, le repli de l'activité économique contribuait généralement à réduire les entrées fiscales. L'action combinée de ces deux facteurs menait à une réduction du solde budgétaire. L'épargne nette du secteur était ainsi plus faible pendant un repli de l'activité économique.

Avec la crise du pétrole de 1973 et la stagflation des années subséquentes, la persistance de positions déficitaires engendrées par la croissance des coûts des services publics incita progressivement les administrations publiques à appliquer des contrôles plus rigoureux sur la croissance des dépenses, surtout à partir de la fin des années 1970. Les administrations publiques agissaient avec d'autant plus d'intérêt que les recettes fiscales ne suivaient pas l'évolution de la dépense. La situation économique contribua à réduire les entrées fiscales, ce qui compliquait d'autant la situation financière du secteur.

Les tableaux -22- à -24-, pages 112 à 114, et les graphiques -3.3.1- à -3.1.4-, pages 115 et 116, résument l'évolution de l'ensemble des activités du secteur. Ils permettent une description factuelle du comportement du secteur sur l'ensemble de la période.

(a) De la "Grande Expansion" à la récession de 1974-1975

Pendant cette période, à chacune des phases de ralentissement correspond une action précise de la part des administrations publiques. Bien que de faible intensité, les replis économiques de 1967 et 1970 ont donné lieu à un accroissement net du financement externe. Mais, on aura tôt fait de constater que cette augmentation de la dépense publique n'a que faiblement favorisé l'acquisition d'actifs réels. En effet, les données des C.F.F. révèlent que la croissance des ressources financières en 1967 et 1970 n'a que marginalement contribué à faire progresser l'investissement net. Le tableau -7-, page 44, confirme cette situation. Par contre, les données sur l'épargne nette indiquent un net ressac du solde budgétaire pour ces mêmes dates. Le secteur est allé chercher ces ressources principalement sous la forme d'obligations mais également par le biais de nouveaux bons du trésor. La part des ressources provenant de ces titres à court terme demeure certes faible comparativement à celle des obligations, mais sa progression est très net en termes relatifs. Par ailleurs, au chapitre des emplois financiers, les ressources affectées à des fins de créances sur des entreprises publiques sont les principales bénéficiaires de la gestion des ressources disponibles. Ainsi, le champ d'action des administrations publiques semble avoir favorisé les mesures de soutien aux activités des entreprises sous sa tutelle plutôt que d'apporter une contribution active à l'activité économique.

La phase de croissance accélérée du début des années 1970 fut marquée par une très forte appréciation de la part de la dépense d'investissement des administrations publiques. Du moins, on note que la part des ressources affectées au financement de cette dépense progresse de 28,8% à 42,4% entre 1970 et 1973. Cette progression cache toutefois le fait que, pendant la même période, le volume global des ressources a progressivement diminué. Cette situation provient de la contraction du financement par obligations que la hausse concomitante des titres à court terme (bons du trésor et emprunts bancaires) n'a pas compensée. Par ailleurs, l'acquisition financière découlant de l'utilisation des ressources excédentaires est le fruit de l'action des caisses de sécurité sociale, lesquelles acquièrent non seulement une fraction substantielle des nouvelles

obligations émises, mais absorbent en partie les obligations que les administrations publiques avaient acquises et remettent en circulation. De même, les C.S.S. consentent un volume de plus en plus important de créances sur des entreprises publiques alors que les administrations publiques réduisent ce genre d'actifs.

A la lumière de l'ensemble de ces faits, on ne peut donc pas nier que cette phase d'exceptionnelle croissance (1962-1973) ait également été le fruit de la participation du secteur des administrations publiques à la réalisation de la dépense d'investissement global. Toutefois, son action semble s'être périodiquement orienté vers un soutien aux activités des agents économiques plutôt qu'une contribution directe à la croissance économique.

Au cours de la récession de 1974-1975, la situation financière du secteur se modifie radicalement. En 1974, la position du secteur ne semblait pourtant pas l'entraîner dans cette voie. La formation d'un excédent budgétaire de même que son accroissement comparativement à l'année précédente auraient dû encourager le secteur à accroître son investissement en vue de soutenir une situation économique exprimant des signes de ralentissement. Certes, l'investissement progresse. Toutefois, l'utilisation des ressources favorise les activités financières. De fait, le motif de précaution l'emporte dans la gestion de ces fonds. Les liquidités font un important bon dans la composition de l'actif financier du secteur.

L'année 1975 voit apparaître le premier déficit budgétaire consolidé du secteur des administrations publiques. Certes, la formation d'une épargne par les Caisses de sécurité sociale permet d'en financer une bonne partie à partir de sources internes. Toutefois, ce fait ne doit pas dissimuler un autre fait, à savoir: pour disposer de ces ressources les administrations ont dû s'endetter auprès des caisses en émettant des obligations. Outre le financement du déficit, l'endettement par obligation contracté aura également contribué à soutenir la dépense d'investissement net du secteur et le développement des créances du secteur sur ses entreprises.

(b) De l'après-récession à la reprise des années 1983-1987

Les années 1976-1980 donnent lieu à un progressif approfondissement de la situation déficitaire du secteur. Pour y faire face, le volume des ressources captées par le biais des bons du trésor et des obligations est considérablement augmenté. Le secteur développe ses activités financières en accordant des créances et en développant ses liquidités. Par contre, comme cette période voit poindre progressivement les signes d'une politique budgétaire restrictive visant à contrôler la croissance de la dette, il n'est pas étonnant de voir la part de l'acquisition non-financière évoluer à la baisse puisque, de toutes les composantes formant la dépense publique, elle est plus facilement compressible que d'autres dépenses dont la sensibilité est plus grande en termes électoraux.

En termes d'objectifs poursuivis par les autorités publiques, les résultats semblaient bien s'annoncer au début des années 1980. Les efforts soutenus de la période précédente dans le domaine du contrôle de la dette avait donné lieu à l'émergence en 1981 d'un déficit substantiellement réduit comparativement aux précédentes années. Sur le plan des emplois, le secteur avait réduit son endettement à court terme. Il avait conservé une fraction de ces ressources excédentaires sous forme liquide et consentait quelques créances à ses entreprises.

Néanmoins, la détérioration de la situation économique en 1982 devait renverser cette situation. Au plus fort de la récession, la position budgétaire du secteur se dégrade radicalement. Malgré la baisse des besoins de financement, le secteur a dû recourir massivement à l'endettement en vue de combler la perte de ressources fiscales et de rencontrer les coûts croissants des programmes sociaux. Toutefois, l'importance du volume de financement par obligation nécessaire pour rencontrer ses besoins ne semble pas avoir trouvé preneur dans sa totalité ce qui l'a contraint à transformer une partie de ses liquidités en obligations.

Cette récession marque le début d'une période de dépendance systématique du secteur des administrations publiques envers le financement externe. Les

années 1983-1987 ont été marquées par un approfondissement de la position déficitaire du secteur que la politique de contrôle de la dépense publique ne semble pas avoir contribué à rétablir. En effet, alors que le volume du financement diminue progressivement pendant ce quinquennat, l'épargne nette des administrations publiques continue à se détériorer contraignant par le fait même le secteur à augmenter son endettement externe. Sur le plan des emplois du financement, si la dépense d'investissement demeure relativement stable, les activités financières se font importantes surtout pour le secteur des C.S.S.. Les administrations publiques ont réduit leurs créances et ont cédé les obligations qu'elles détenaient depuis l'année précédente.

La période 1976-1987 est donc placée sous le signe d'une volonté exprimée progressivement d'un contrôle plus rigoureux de l'évolution de la dette publique. L'impact de cette attitude s'est d'abord manifesté sur les dépenses les plus facilement compressibles, à savoir: l'acquisition d'actifs réels et les créances sur ses entreprises de tutelle. Pourtant, les résultats attendus n'ont pas portés fruits puisque l'évolution du déficit budgétaire ne s'est nullement améliorée pendant la période récente. Il faut cependant discuter de l'influence d'un autre facteur dans l'explication de ce phénomène. Avec les niveaux très élevés atteints par les taux de l'intérêt entre la fin des années 1970 et les années récentes, le volume des ressources publiques consacrées aux paiements des intérêts sur la dette s'est considérablement accru. Sa croissance fut certainement plus rapide que la décroissance des dépenses publiques résultant des compressions budgétaires de telle sorte que le volume du déficit des administrations publiques n'a pu se situer à l'intérieur des limites attendues.

L'analyse des phénomènes liés à l'augmentation des paiements d'intérêts a fait l'objet de recherches de la part d'économistes. L'un d'entre eux, S. Coulombe, s'est intéressé au cas de la dette publique fédérale. Il concluait à cet égard que:

"la part croissante des recettes fiscales allouées aux paiements d'intérêts sur la dette [incita] le gouvernement central à couper dans ses enveloppes de dépenses compressibles. L'investissement public [fut] le premier touché. [Or,] ces coupures ne pourront avoir qu'un effet néfaste sur la croissance économique qui doit compter sur des infrastructures adéquates."⁽⁴⁸⁾

Un tel raisonnement est également applicable dans le cas des administrations publiques provinciales. Elles sont co-responsables de la qualité des infrastructures publiques. Hors, elles ont adoptées le même profil que l'administration centrale dans la gestion des finances publiques. Avaient-elles le choix de faire autrement dans la mesure où une fraction importante de leurs ressources provient des paiements de péréquation? et que la gestion fédérale des deniers publics s'est manifestée dans le sens d'une révision à la baisse des formules de péréquations? A la lumière de l'énoncé du dernier budget déposé par le gouvernement fédéral, il s'est avéré que notre vision s'est confirmée. En effet, le ministère des finance canadien a annoncé son intention de réduire le montant des paiements de transfert attribué aux provinces. Cette coupure est de l'ordre de plus de un milliard de dollars, ce qui ne manquera pas d'accroître les difficultés de financemenc des programmes administrés par les provinces.

⁴⁸. Couloombe, S. [1989, p.15]

TABLEAU -22-
LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
PROVENANCES ET DESTINATIONS DES SOURCES DE FINANCEMENT
(EN POURCENTAGE DU TOTAL CORRESPONDANT)

ANNEE	SOURCES DE FINANCEMENT				USAGES DU FINANCEMENT			
	TOTAL (1)	PASSIF FINAN. (%)	TOTAL ADM.PUB. (%)	EPARGNE NETTE ADM.PUB. C.S.S. (%)	TOTAL (1)	INVEST. NET (%)	TOTAL ADM.PUB. (%)	ACTIFS FINANCIERS C.S.S. (%)
1962	7658	76.0	24.0	24.0	7466	59.2	40.8	40.8
1963	8840	75.8	24.2	24.2	8205	53.3	46.7	46.7
1964	9488	56.1	43.9	43.9	8509	47.0	53.0	53.0
1965	9475	41.7	58.3	58.3	9354	54.1	45.9	45.9
1966	14838	54.2	45.8	31.9	14047	41.2	58.8	33.8
1967	16223	64.2	35.8	20.5	14349	43.1	56.9	26.6
1968	17160	63.2	36.8	21.0	16649	36.0	64.0	38.8
1969	16545	41.8	58.2	40.8	17366	31.7	68.3	44.0
1970	18557	64.6	35.4	19.6	19135	28.4	71.6	50.1
1971	19242	70.5	29.5	13.6	20328	31.4	68.6	46.9
1972	19002	71.2	28.8	12.4	17857	34.4	65.6	39.0
1973	13997	45.6	54.4	32.4	12460	42.4	57.6	14.8
1974	27775	59.7	40.3	28.7	26829	24.9	75.1	59.1
1975	17477	104.7	-4.7	-23.7	17472	43.6	56.4	23.0
1976	16212	100.7	-0.7	-21.2	16104	36.4	63.6	31.3
1977	18368	114.3	-14.3	-31.8	19399	35.2	64.8	38.9
1978	23570	123.4	-23.4	-37.5	22931	22.4	77.6	59.1
1979	13356	120.3	-20.3	-45.2	12240	29.4	70.6	32.4
1980	18375	129.4	-29.4	-47.6	20147	19.3	80.7	60.4
1981	24239	105.3	-5.3	-18.8	23573	16.3	83.7	67.0
1982	15081	205.6	-105.6	-128.8	12063	39.5	60.5	13.5
1983	16685	226.0	-126.0	-142.7	13720	27.9	72.9	44.8
1984	13662	250.6	-150.6	-170.8	14309	28.1	71.1	44.0
1985	16061	243.8	-143.8	-160.1	15022	37.7	62.3	34.7
1986	12122	249.9	-149.9	-170.6	11586	34.2	65.8	31.2
1987	10369	253.9	-153.9	-171.2	11950	30.1	69.9	47.2
MOYENNE								
1966-1974 :		59.4	40.6	24.5		34.8	65.2	39.2
1975-1987 :		171.4	-71.4	-90.0		30.8	69.2	40.6
								26.0
								28.6

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABLEAU -23-

LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
COMPOSITION DES SOURCES EXTERNES DE FINANCEMENT
(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DU PASSIF FINANCIER)

ANNEE	TOTAL (1)	COMPTES ET ENGAGEMENTS (%)	EMPRUNTS (%)	BONS DU TRESOR (%)	OBLIGA- TIONS (%)	AUTRES SOURCES (%)
1962	5823	1.6	0.1	16.1	74.0	8.2
1963	6704	2.1	4.5	3.4	87.3	2.7
1964	5323	3.6	8.6	-6.0	86.7	7.1
1965	3955	10.1	15.3	0.8	62.6	11.2
1966	8044	6.0	14.2	0.7	72.9	6.2
1967	10411	1.5	5.6	7.4	78.2	7.3
1968	10839	2.3	1.2	9.5	75.7	11.3
1969	6911	4.9	1.6	2.6	93.3	-2.4
1970	11987	3.8	1.2	15.0	64.9	15.1
1971	13564	0.9	3.4	3.6	82.9	9.2
1972	13531	5.8	6.3	5.5	66.0	16.4
1973	6389	0.7	24.7	17.1	48.1	9.4
1974	16575	2.1	6.7	9.9	71.9	9.4
1975	18304	2.2	6.4	5.0	77.0	9.4
1976	16325	1.7	2.0	15.1	74.9	6.3
1977	20989	6.0	1.4	16.9	80.9	-5.2
1978	29084	4.1	18.9	12.1	61.3	3.6
1979	16065	10.5	-6.9	15.0	79.2	2.2
1980	23781	7.6	6.3	24.8	56.9	4.4
1981	25520	7.7	1.5	-0.3	80.7	10.4
1982	31011	1.9	-1.1	14.7	76.8	7.7
1983	37704	2.5	0.5	30.5	52.9	13.6
1984	34236	2.7	4.2	25.2	58.7	9.2
1985	39161	1.4	7.3	20.9	63.1	7.3
1986	30299	2.7	-7.0	30.4	54.1	19.8
1987	26326	2.0	2.1	13.2	77.8	4.9
MOYENNE 1962-1987 :		3.8	4.7	11.9	71.5	7.9

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABLEAU -24-

LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

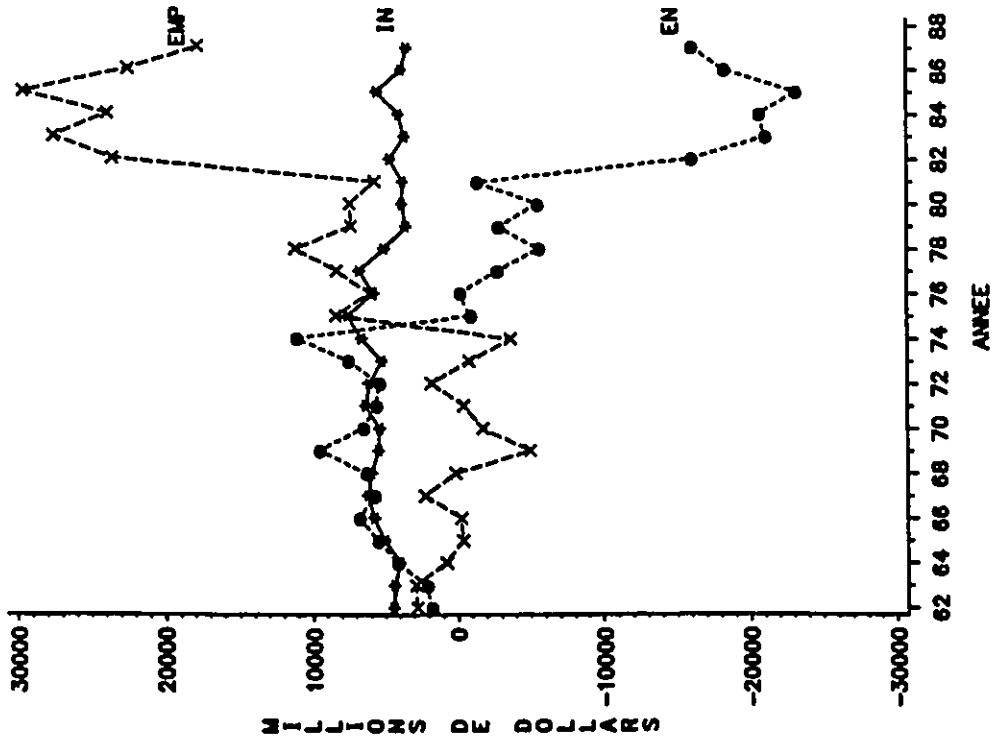
(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DE L'ACTIF FINANCIER)

ANNEE	TOTAL (1)	DEPOTS (%)	COMPTES A RECEVOIR (%)	OBLIGATIONS PUBLIQUES		CREANCES SUR DES ENTREPRISES PUBLIQUES		AUTRES EMPLOIS (%)
				TOTAL (%)	ADM.PUB. C.S.S. (%)	TOTAL (%)	ADM.PUB. C.S.S. (%)	
1962	3043	6.9	-6.0	10.1	10.1	59.2	59.2	29.8
1963	3836	42.9	1.2	2.4	2.4	37.0	37.0	16.5
1964	4513	-15.8	3.5	30.9	30.9	45.0	45.0	36.4
1965	4295	14.0	8.9	4.2	4.2	71.2	71.2	1.7
1966	8253	-2.4	14.5	41.2	1.7	27.0	27.0	19.7
1967	8169	-11.0	10.1	35.4	-29.4	64.8	64.9	0.6
1968	10661	4.9	6.9	33.0	-21.3	41.8	41.8	13.4
1969	11863	12.6	5.6	29.1	-31.2	34.6	34.6	18.1
1970	13706	1.4	4.7	20.6	-55.0	59.1	59.1	14.2
1971	13942	18.4	12.4	13.4	-105	46.9	46.9	8.9
1972	1717	6.6	10.3	26.1	-44.9	37.7	37.7	19.3
1973	7174	-8.6	25.3	40.5	-34.5	27.8	27.8	15.0
1974	20161	22.9	6.7	15.3	-57.9	31.2	31.2	23.9
1975	9847	-7.0	13.2	44.0	-9.5	57.6	57.6	-7.8
1976	10237	-7.6	9.2	43.9	-7.5	47.4	47.4	7.1
1977	12562	18.0	8.6	38.9	-9.5	38.9	38.9	-4.4
1978	17802	15.3	4.4	29.0	-14.8	29.7	29.7	21.6
1979	8641	-48.9	10.2	58.2	11.6	44.0	44.0	36.5
1980	16269	13.6	5.2	36.3	0.2	26.3	26.3	18.6
1981	19728	14.0	1.8	32.5	-1.9	33.8	33.8	17.9
1982	7303	-19.2	5.1	96.9	61.4	37.7	37.7	-20.5
1983	10000	-17.1	7.1	31.5	-32.2	53.1	53.1	25.4
1984	10168	-27.0	4.0	29.3	-41.1	22.0	22.0	71.7
1985	9358	19.7	6.9	28.5	-36.8	34.1	34.1	26.4
1986	7620	-6.8	31.6	50.8	-0.8	7.1	7.1	17.3
1987	8357	23.3	8.4	16.7	-82.1	58.8	58.8	-7.2
MOYENNE 1966-1987 :		.7	9.6	36.0	-24.6	39.2	39.2	14.6
								25.5

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.3.1-

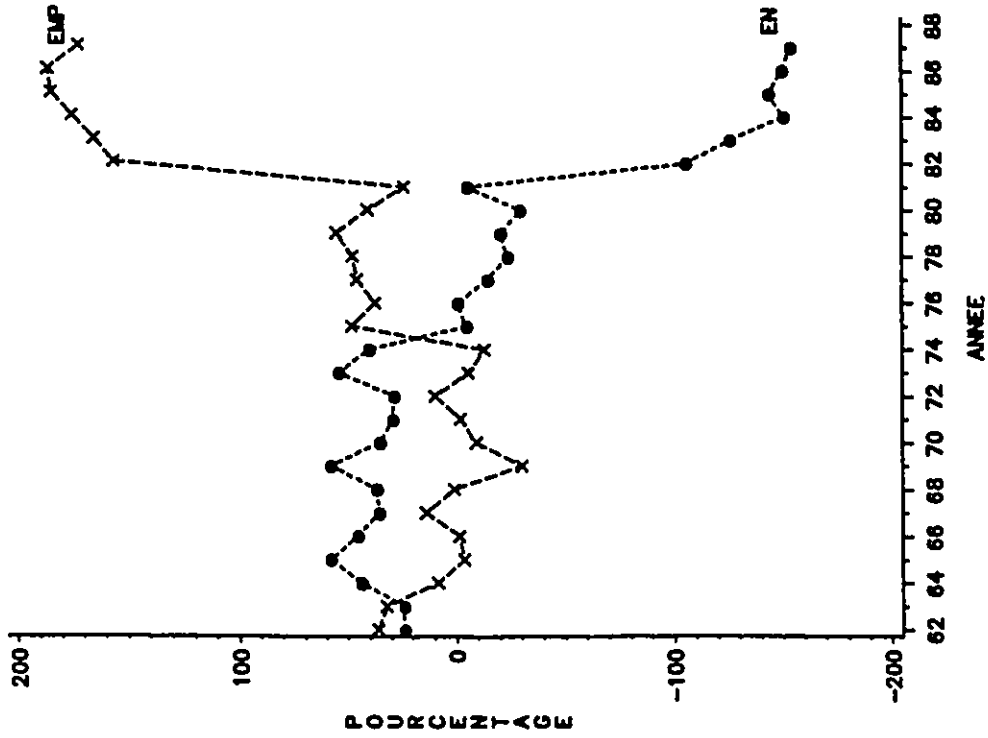
LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES :
EVOLUTION DE L'EPARGNE NETTE (EN),
DE L'INVESTISSEMENT NET (IN) ET DE L'EMPRUNT NET (EMP)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.3.2-

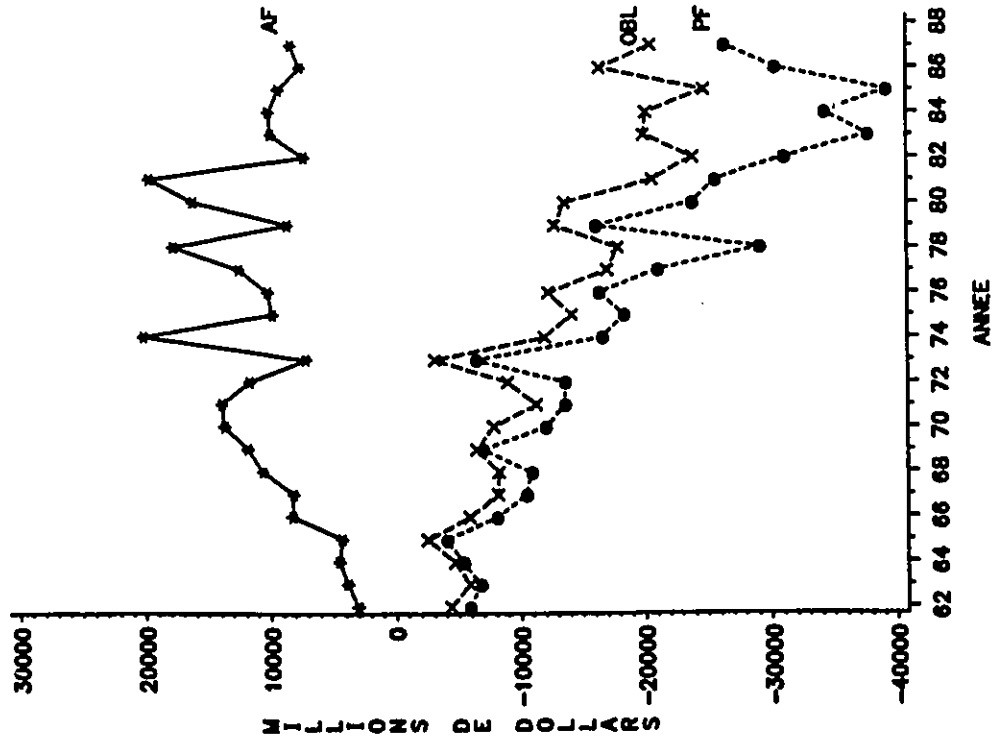
LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'EPARGNE NETTE (EN)
ET DE L'EMPRUNT NET (EMP)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU TOTAL DES RESSOURCES DISPONIBLES

GRAPHIQUE -3.3.3-

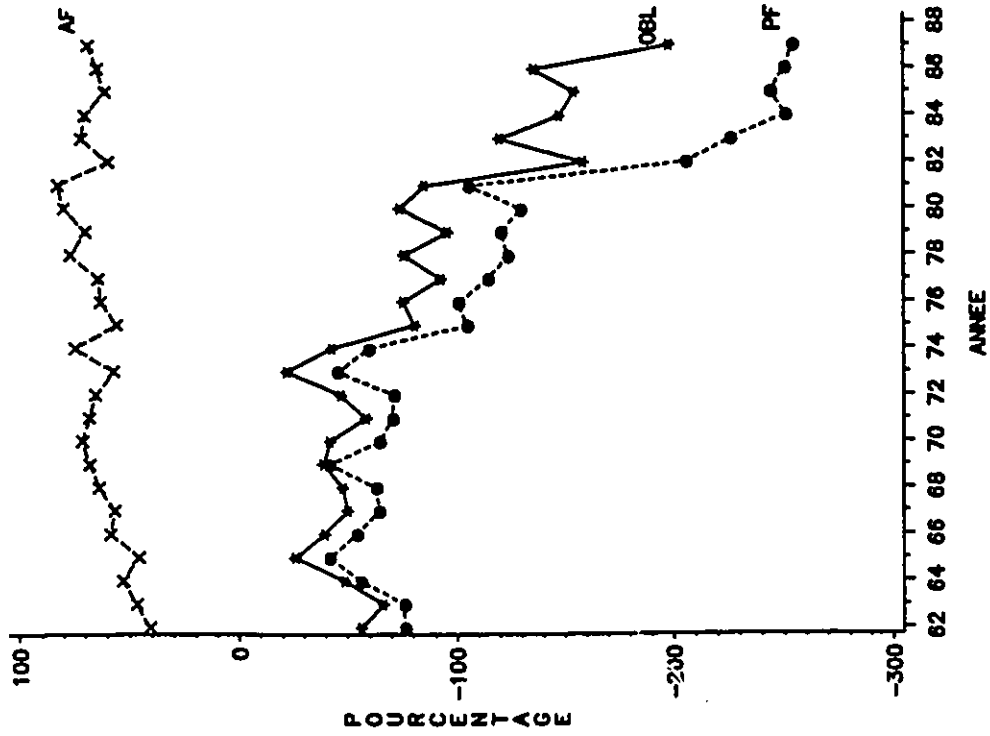
LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES :
EVOLUTION DE L'ACTIF FINANCIER (AF), DU FINANCEMENT
OBLIGATAIRE (OBL) ET DU PASSIF FINANCIER (PF)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.3.4-

LE SECTEUR DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES :
EVOLUTION DES RATIOS DE L'ACTIF FINANCIER (AF),
DU PASSIF FINANCIER (PF) ET DU FINANCEMENT OBLIGATAIRE (OBL)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU TOTAL DES RESSOURCES DISPONIBLES

4. Les Services Financiers

TABLEAU -25-
Composition du portefeuille des Services financiers
Pourcentages annuels moyens pour la période 1962-1986

<u>Catégories</u> <u>non finan.</u>	<u>Bilan</u>	
	<u>Actif</u>	<u>Passif</u>
EB (3)	Prêts (19)	Dépôts (48)
	Comptes (10)	
EN	Dépôts (8)	
	Bons (3)	
ACNF (2)	Hypothèques (24)	Rentes (24)
FBCF	Obligations (16)	Engagements (9)
	Actions (7)	Actions (6)
	Créances (6)	Obligations (3)
	Inves. Etr. (2)	
	Autres (5)	Autres (10)
	Total (100)	Total (100)

PN > 0

1. Composition du portefeuille des services financiers : Sources et emplois du financement

Après analyse des Comptes des Flux Financiers pour les secteurs nationaux non financiers, il ressort que l'essentiel (92%) de la formation de l'épargne brute globale de l'économie provient de ces trois agents fondamentaux. Néanmoins, avec 3% du volume global des ressources internes et une dépense d'investissement correspondant à 2% de la dépense globale, les agents financiers sont à même non seulement de s'autofinancer mais également de transformer le résidu en actifs financiers.

Par contre, les services financiers sont au coeur des activités financières. De par les fonctions d'intermédiation qu'ils pratiquent, une proportion importante des flux financiers s'y forment ou y transitent. Du côté de l'actif, l'octroi de crédits hypothécaires et de prêts bancaires constituent respectivement 24% et 19% de leurs activités. Ils détiennent également 16% de

leur portefeuille de titres sous forme d'obligations, 8% sous forme de dépôts, 7% en actions et 3% en bons du trésor. Le reliquat est constitué de comptes (10%, dont l'essentiel est formé des crédits à la consommation) ou de créances (6%) sur des entreprises associées. Quant à leur passif, il se compose pour presque la moitié de dépôts provenant d'autres agents (48%), des assurances-vie et rentes des ménages (24%), d'engagements envers des entreprises associées (9%) et d'actions ou d'obligations (6% et 3% respectivement).

2. Intermédiation financière et les réseaux de financement : Un aperçu à travers la formation catégorielle des flux

Pour mesurer l'importante position occupée par le secteur des intermédiaires financiers dans la circulation des flux de financement, on peut consulter les tableaux -29a- et -29b-, pages 133 et 134. Ces deux tableaux fournissent un aperçu global sur la participation de chaque secteur à la formation des flux financiers. Leur constitution diffère de celle que nous avons empruntée jusqu'à présent. Plutôt que de rendre compte de la formation des flux financiers à travers l'identification des composantes du portefeuille de chaque secteur, ils prennent en considération la formation sectorielle pour chaque catégorie de flux. A travers ces données, il est maintenant possible d'illustrer statistiquement certains des faits dont nous avons fait mention dans les précédentes sections.

Le premier intérêt de ces tableaux se situe au niveau des flux bancaires. Les ressources que le secteur financier obtient à travers la variation des dépôts proviennent essentiellement du secteur des ménages. Il y contribue à plus de 68% alors que les deux autres secteurs nationaux non financiers en fournissent 25%. Par ailleurs, la gestion de ces ressources par le secteur financier donne lieu à la formation de crédits destinés au financement de ces mêmes secteurs, mais la répartition est différente: 47% des prêts bancaires sont utilisés par les ménages alors que 56% sont acheminés vers les firmes; à l'opposé, les crédits hypothécaires sont essentiellement destinés au financement de la dépense du secteur des ménages puisque seulement 15% va aux firmes. Enfin, en ce qui a trait aux crédits à la consommation, le secteur bancaire occupe 94% de sa formation qui, par ailleurs, est entièrement destiné au financement de la dépense des

ménages.

Le second intérêt de ces tableaux est qu'il permet de suivre la circulation des flux financiers engendrée par les émissions de titres. Considérons d'abord les obligations. Globalement, le secteur des firmes et celui des entreprises financières émettent un volume de titres équivalent à 37% de sa valeur globale. Le principal agent agissant sur ce marché est le secteur des administrations publiques dont le volume de titres en occupe 62%. Par ailleurs, hormis les obligations publiques dont la seule caractéristique réside dans la répartition des obligations provinciales entre les administrations publiques (62%) et les entreprises publiques provinciales (37%), lorsqu'on désagrège la catégorie des obligations privées on constate que les principaux agents ayant recours à cette source de financement sont les entreprises non financières avec plus de 69% de titres émis. Les institutions financières occupent seulement 28% de ce marché. Examinons maintenant la circulation de ces titres jusqu'à son destinataire. Les secteurs vers lesquels se dirigent les obligations sont le secteur financier et le secteur extérieur. Mais, de ces deux secteurs, celui des services financiers accapare le plus grand volume de obligations privées et publiques. Le second secteur est très actif sur le marché des obligations publiques, mais cela provient davantage des activités des autorités monétaires. Par ailleurs, au niveau des administrations publiques, si la part des obligations est si importante c'est principalement dû aux activités des caisses de sécurité sociale. Quant au secteur des ménages, il est actif dans le domaine des obligations d'épargne du Canada.

Au chapitre des ressources permettant au secteur une telle acquisition financière, il faut bien entendu signaler la formation des titres d'assurances-vie et des rentes privées. Cependant, comme nous le constaterons plus loin, la formation de l'épargne nette sectorielle et la circulation financière sous d'autres formes procurent également de quoi financer cette accumulation.

Le dernier titre sur lequel nous porterons notre attention est la catégorie des actions. A cet égard, bien que le volume des titres inscrits à l'actif ne

soit pas identique à celui inscrit au passif⁴⁹⁾, on constate néanmoins que si le premier secteur émetteur de ces titres est celui des firmes (70%), le premier secteur acquéreur est celui des intermédiaires financiers. Sa position est d'autant plus importante qu'il acquiert non seulement des titres nouveaux mais il absorbe également les titres dont le secteur des ménages se départissait jusqu'en 1981.

Par conséquent, à travers ces développements sur la formation des flux de sources et d'usages du financement du secteur des intermédiaires financiers et ceux relatifs à la formation sectorielle des catégories de flux, il ressort clairement que le secteur financier occupe une position privilégiée autant dans la formation que dans l'acquisition des titres financiers. Etant au coeur de la circulation des flux de ressources de financement entre les agents en position de surplus (i.e. les ménages) et ceux qui sont en déficit (i.e. les firmes et administrations publiques), son aptitude à transformer les liquidités en crédit à court terme et à long terme et à en transférer une partie par l'acquisition de titres financiers est également renforcée par sa capacité de pouvoir créer des ressources de nature purement financière sans gage préalable. Sur le plan économique, son action a une influence déterminante sur l'évolution de la conjoncture. En outre, comme nous en avons fait mention auparavant, son action sur le degré de disponibilité du crédit pourrait être déterminante sur le comportement de la dépense d'investissement. Nous aborderons plus en détail cet aspect dans la suite de cette section.

3. Le financement dans une perspective conjoncturelle

a) Les activités non financières

Le tableau -26-, page 129, et le graphique -3.4.1-, page 135, permettent de saisir l'évolution des sources et usages non financiers du financement des activités du secteur financier. La formation de l'épargne nette demeure une source dont le volume est marginal relativement à l'ensemble des flux financiers

⁴⁹⁾ Pour plus de précisions, voir note 1), page 8.

généérés par le secteur. Néanmoins, elle procure au secteur un volume de ressources suffisant pour lui permettre à la fois d'autofinancer sa dépense d'investissement net et de former un excédent de ressources propre à engendrer une accumulation financière sans endettement. Les données suivantes résument son évolution périodique:

1962-1966:	0.5%
1967 :	2.0%
1968-1969:	2.4%
1970 :	2.5%
1971-1973:	1.8%
1974-1975:	1.8%
1976-1980:	1.4%
1981-1982:	-1.1%
1983-1987:	3.4%

Comme on peut le constater, la formation de ce surplus va généralement croissant à chaque phase de ralentissement. Or, sachant que les bénéfices du secteur proviennent des divers coûts exigés aux usagés pour les services financiers offerts, ce surplus origine par conséquent d'un transfert de ressources en provenance des secteur non financiers. Ceci signifie qu'alors que ces ressources auraient pu être employées à des fins socialement et économiquement plus productives, elles sont au contraire utilisées à des fins purement spéculatives. Leur utilisation aboutit à la formation d'une richesse financière ne générant des fruits qu'au seul profit de son détenteur mais n'ayant aucun bénéfice pour l'ensemble de la société.

L'acquisition financière du secteur est cependant beaucoup plus importante à partir de son financement externe. L'analyse des activités financières montrera qu'au-delà des activités de financement destinés aux autres secteurs, l'utilisation des ressources externes du secteur financier contribue à absorber une fraction importante des émissions nettes de titres financiers.

b) L'endettement externe des services financiers

Le tableau -27-, page 130, et les graphiques -3.4.2- et -3.4.3-, page 136, distinguent les activités du secteur financier entre ses activités bancaires et d'assurances, les émissions de titres financiers et les titres commerciaux.

Chacune de ces sources est discutée successivement.

i) Les titres bancaires et les assurances

Les activités relevant de l'intermédiation financière et prenant la forme de dépôts ont connu un développement important entre 1962 et 1974. Pendant les années 1960, la faiblesse relative du secteur des ménages dans la formation de l'épargne nette contribue à maintenir la part des dépôts en monnaie canadienne en-deçà de 50% dans la formation du passif financier du secteur. Parallèlement, les ressources provenant de contrats d'assurances-vie et de régimes de rentes privés évoluent peu en termes relatifs. Elles démontrent même une tendance légèrement à la baisse. Par ailleurs, entre 1969 et 1973, la formation de dépôts en devises a contribué à soutenir la formation de ressources en financement. C'est plus particulièrement le cas en 1969 et en 1972-1973 où on constate que l'apport du secteur extérieur à la formation des dépôts est respectivement de 29.7% et de 15% en moyenne.

La période débutant en 1975 ne transforme pas cette situation de dominance du secteur des ménages dans la formation des ressources externes du secteur financier. On note cependant une modification dans l'affectation des ressources des ménages. En effet, avant 1981, la part des dépôts en monnaie canadienne et celle des titres d'assurances-vie sont demeurées aussi importantes qu'auparavant. Inversement les titres d'assurances-vie ont occupé une position plus importante. Pour sa part, le secteur extérieur est mis à contribution de façon systématique entre 1976 et 1980, la part des dépôts étant en moyenne de plus de 13%.

Par contraste, la période débutant en 1982 se caractérise par une baisse appréciable des dépôts des ménages qui n'est pas compensée par le secteur extérieur. Une part importante des liquidités en devises est soustraite des dépôts auprès des institutions financières. Seule le maintien des flux d'assurances-vie permet de soutenir l'activité financière du secteur. Le secteur est dès lors contraint à aller chercher une portion substantielle des ressources dont il a besoin par émissions de nouveaux titres financiers.

ii) Les titres financiers

La part des ressources provenant de l'émission d'obligations ou d'actions par les intermédiaires financiers fut de faible importance entre 1967 et 1980. Dans les premières années de 1960, cette part était beaucoup plus importante qu'elle ne le fut pendant toutes les années 1970 jusqu'à la récession de 1981-1982. Comme le précise le Rapport du comité consultatif sur l'épargne commandité par le gouvernement de la province de Québec, ce phénomène s'explique de la façon suivante:

"Avec la révision de la loi sur les banques en 1967, et la suppression du plafond de 6% sur les taux de l'intérêt, les banques se sont rapidement organisées pour occuper [une part plus grande du marché des crédits] qui, auparavant, était dominé par les compagnies de financement. Ce facteur ajouté à la croissance du revenu personnel disponible entre la fin des années 1960 et le milieu des années 1970 a participé à la croissance rapide [des modes de financement pratiqués par les banques]."⁽⁵⁰⁾

Ainsi, en élargissant son champ d'action à l'ensemble des activités d'intermédiation mais plus particulièrement aux marchés des crédits hypothécaires et à la consommation⁽⁵¹⁾, les agents bancaires ont pu réduire la part du financement direct dans le volume total de leurs sources. De fait, le recours à de nouvelles émissions de titres financiers n'était pas requis puisque, d'une part, la conjoncture économique favorable engendrait le développement de ressources en financement suffisantes pour répondre aux besoins du secteur et que, d'autre part, un tel recours est toujours une situation de dernière instance puisque ultimement elle peut signifier une perte de contrôle du propriétaire sur son actif.

A l'inverse de la situation ayant prévalu tout au long de la précédente décennie, les années 1980 sont caractérisées par une progression du financement direct en termes relatifs. Si les émissions d'obligations demeurent de faible

⁵⁰. Gouvernement du Québec, Rapport du groupe de travail sur l'épargne au Québec, 1980, p.125

⁵¹. Le tableau -26-, p.129, permet d'illustrer cette situation: avant 1967, plus de 50% de la formation du passif financier net du secteur est occupé par les autres agents financiers; après 1967, cette part tombe rapidement à moins de 40% par suite du développement des activités du secteur bancaire.

importance. les entreprises financières ne négligent pas le financement par émission d'actions. Ce phénomène est à mettre au compte de la diminution des activités d'intermédiation suite à la baisse des dépôts du secteur des ménages. Cette baisse a, par ailleurs, contribué à faire progresser les activités des agents financiers non bancaire au dépend de celles des agents bancaires. En terme de contribution à la formation du passif financier, on constate au tableau -26-, p.131, que le secteur bancaire a cédé du terrain aux autres intermédiaires financiers. La position respective de chacune de ces deux composantes rejoint celle qui prévalait pendant les années 1960.

iii) Les titres commerciaux et engagements

Cette composante du passif financier demeure un élément marginal dans l'ensemble des sources de financement du secteur financier. Sa formation provient sans doute des activités réalisées par les entreprises financières non bancaires dans le cadre de leurs relations avec des entreprises non financières.

c) L'acquisition nette d'actifs financiers

Les activités liées à l'utilisation des ressources décrites précédemment font l'objet des tableaux -28a- et -28b-, pages 131 et 132, et des graphiques -3.4.4- et -3.4.5-, page 137. Elles sont partagées suivant la même distinction: titres bancaires, titres financiers et titres commerciaux.

i) Les titres bancaires

Le volume important de ressources provenant des liquidités conservées en dépôts par les agents économiques sert de base à la formation de flux de crédits destinés aux usages des secteurs non financiers privés de l'économie. Pendant les années de "Grande Expansion", les crédits hypothécaires, les prêts bancaires et les crédits à la consommation ont occupé une part relativement constante dans l'utilisation des ressources. Par contre, les phases de ralentissement indiquent une contraction des flux de crédits. En 1967, les crédits hypothécaires sont relativement moins importants dans la formation des flux bancaires. A l'opposé,

en 1970, les crédits à court terme se font moins abondants ce qui explique la baisse en valeur absolue des flux d'acquisition financière du secteur financier.

La récession de 1974-1975 ne se manifeste pas à travers la modification de la composition des crédits bancaires. Le secteur fait plutôt face à une baisse de la valeur globale de ses ressources ce qui l'oblige à restreindre certaines de ses activités, y compris celles relatives au financement des agents privés.

La fin des années 1970 est, pour sa part, marquée d'une croissance importante de ses ressources qui profite surtout aux prêts alors que les crédits à la consommation et les hypothèques sont en baisse. La diminution des activités de dépenses au profit de la formation de l'épargne nette des ménages en est certainement le principal facteur explicatif.

La récession de 1981-1982, plus particulièrement l'année 1982, oblige le secteur bancaire à réduire drastiquement les crédits offerts. Du moins, la baisse des ressources provient-elle d'un remboursement massif des emprunts contractés et des crédits à la consommation par les secteurs des ménages et des firmes. Les crédits hypothécaires regagnent une certaine importance mais ils demeurent faibles comparativement aux années 1960 et 1970. En 1983, le secteur des firmes effectue le remboursement d'une autre tranche importante de sa dette bancaire, c'est pourquoi les prêts nets consentis demeurent négatifs. Par contre les autres crédits reprennent vigueur.

ii) Les titres financiers

L'acquisition de titres d'assurances-vie et de rentes privées par le secteur des ménages procure aux agents financiers autres que les banques une source de financement dont la gestion se solde par une acquisition nette de titres financiers. L'activité en ce domaine a donné lieu à une acquisition d'obligations privées dominant le volume des obligations publiques. En outre, le développement de cet usage du financement laisse apparaître une appréciation

de la part relative des titres financiers en phase de ralentissement ou de récession dans la formation de l'actif financier net. Les titres financiers privés (actions et obligations) y sont dominant. Par ailleurs, à cause des restrictions imposées sur les crédits bancaires pendant la période ultérieure à 1981, les activités du secteur se développent davantage du côté de l'acquisition de titres financiers. Les agents intervenant dans la gestion des fonds d'assurances et de rentes récupèrent une portion du terrain perdu au bénéfice des activités bancaires.

iii) Les comptes à recevoir et les créances

Le dernier type d'activités lié au financement disponible du secteur a trait aux engagements envers des entreprises associées. Ce type d'actif est de faible importance pendant presque toute la période. Seule les années 1980 voient se développer ce genre de relations financières. Elles prennent diverses formes parmi lesquelles se trouve la cession d'actions. Ainsi, outre leur acquisition directe sur les marchés financiers, ces titres font également l'objet d'accords de financement entre entreprises financières et non financières et permettent aux entreprises cédant une partie de leur capital action de pouvoir disposer de liquidités à court terme.

3. Le secteur bancaire et la disponibilité du crédit

Comme on vient de la constater, le secteur bancaire est au coeur de la transformation des disponibilités financières. La formation d'un surplus de ressources par le secteur des ménages et le secteur extérieur transite par les agents bancaires dans son cheminement vers les secteurs déficitaires. Le secteur des ménages absorbe une part importante des crédits consentis, le résidu étant presque exclusivement destiné au financement du secteur des firmes. Afin de mesurer l'influence du secteur bancaire sur la disponibilité des crédits,

P. Arestis⁽⁵²⁾ propose le ratio des prêts bancaires aux dépôts [DLP]⁽⁵³⁾. Pour notre part, nous considérons également la somme des prêts bancaires et des hypothèques relativement aux dépôts [DLP1]. Les ratios obtenus pour chacune des phases de récession ont été les suivants:

	[DLP]	[DLP1]
1966:	37.7%	112.5%
1967:	33.1%	75.2%
1969:	36.7%	76.7%
1970:	7.2%	42.4%
1973:	39.9%	81.8%
1974:	52.6%	98.0%
1975:	47.3%	108.2%
1980:	57.0%	85.6%
1981:	96.6%	114.5%
1982:	-166.6%	-42.2%
1983:	-147.1%	69.4%
1984:	50.4%	103.3%

A partir de ces données on peut constater un net recul de la disponibilité des crédits bancaires destinés au secteur des ménages pour les ralentissements économiques de 1967 et 1970. La récession de 1974-1975 indique toutefois une croissance de la disponibilité de ces crédits. Si les hypothèques semblent alors avoir progressé, les prêts semblent quant à eux avoir évolué à la baisse. Enfin, la récession de 1981-1982 souligne les restrictions imposées à la disponibilité du crédit. L'année 1981 présentait plutôt un caractère expansionniste avec la progression de la disponibilité des crédits sur l'année précédente. On peut néanmoins percevoir l'origine de la réduction du degré de disponibilité à travers la réduction des crédits à court terme alors que les hypothèques demeurent positives.

⁵². Arestis, P. & alii (hiver 1985-86).

⁵³. La variable ainsi définie est appelée "degré de disponibilité du crédit". Elle est de nouveau discutée en section -4- dans le cadre du modèle économétrique où elle joue un rôle central.

Par ailleurs, la compression observée au niveau des prêts à court terme en 1967, 1970, 1975 et en 1982-1983 exprime à elle seule l'influence qu'elle a joué sur le volume de l'investissement du secteur des entreprises. Comme cette source de financement répond plus particulièrement aux besoins des firmes, une baisse de son degré de disponibilité contraint le secteur à réévaluer ses projets d'investissement, donc à réduire sa dépense productive.

TABLEAU -26-

LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS
 PROVENANCES ET DESTINATIONS DES SOURCES DE FINANCEMENT
 (EN POURCENTAGE DU TOTAL CORRESPONDANT)

ANNEE	SOURCES DE FINANCEMENT				USAGES DU FINANCEMENT				
	TOTAL (1)	PASSIF FINANCIER		EPARGNE NETTE	TOTAL (1)	ACTIFS FINANCIERS		INVEST. NET	
		TOTAL (%)	BANQUES (%)			AUTRES (%)	TOTAL (%)		BANQUES (%)
1962	10857	97.6	36.6	61.0	10804	97.6	36.7	60.9	2.4
1963	15210	98.5	47.3	51.2	15202	99.1	47.8	51.3	0.9
1964	19121	97.9	49.9	48.0	19046	98.5	50.2	48.3	1.5
1965	19419	97.3	45.7	51.6	19567	98.3	46.2	52.1	1.7
1966	16867	96.8	39.1	57.7	16864	97.9	39.4	58.5	2.1
1967	23027	97.3	54.7	42.6	23017	99.3	54.6	44.7	0.7
1968	25886	95.9	56.9	39.0	25711	99.3	56.5	42.8	0.7
1969	26391	96.9	57.7	39.2	26363	98.2	57.7	40.5	1.8
1970	24058	95.9	63.1	32.8	23937	98.4	62.6	35.8	1.6
1971	29630	96.0	63.4	32.6	29717	97.9	63.7	34.2	2.1
1972	36854	96.6	64.0	32.6	36618	98.9	64.5	34.4	1.1
1973	51521	97.6	70.8	26.8	51541	98.8	70.9	27.8	1.2
1974	50110	98.2	63.1	35.1	50113	98.4	63.3	35.1	1.6
1975	41893	96.2	58.1	38.1	41987	97.7	58.5	39.2	2.3
1976	57577	96.6	63.8	32.8	57494	98.9	63.4	35.5	1.1
1977	56509	96.8	62.6	34.2	56321	98.3	63.4	34.9	1.7
1978	72417	97.2	66.8	30.4	72700	98.5	67.2	31.3	1.5
1979	72899	97.8	65.3	32.5	73527	97.9	65.3	32.6	2.1
1980	74646	98.2	65.9	32.3	75262	98.2	66.5	31.7	1.8
1981	82477	98.2	63.1	35.1	82246	98.4	64.1	34.3	1.6
1982	28868	95.2	20.4	74.8	27966	92.8	22.7	70.1	7.2
1983	32684	90.9	28.2	62.7	33084	94.2	34.9	59.3	5.8
1984	43550	95.0	40.7	54.3	45496	96.4	43.8	52.6	3.6
1985	58034	95.4	44.7	51.2	59584	98.3	47.9	50.4	1.7
1986	67486	94.0	33.1	55.9	68361	98.9	40.6	58.3	1.1
1987	66876	94.1	37.7	56.4	66036	98.4	40.7	57.7	1.6
MOYENNE 1962-1987 :		96.5	52.6	43.9	98.0	98.0	53.6	44.4	2.0

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABLEAU -27-

LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS

COMPOSITION DES SOURCES EXTERNES DE FINANCEMENT

(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DU PASSIF FINANCIER)

ANNEE	TOTAL	TITRES BANCAIRES			EMPRUNTS	COMPTES ET ENGAGE- MENTS	ASS.-VIE ET RENTES	TITRES FINANCIERS			AUTRES SOURCES
		TOTAL	DEPOTS \$CDN	DEVISES				OBLIGATIONS	ACTIONS	TOTAL	
1962	10599	34.1	34.1	0.0	2.1	9.6	35.3	7.7	2.2	9.9	9.0
1963	14976	45.9	45.9	0.0	2.2	4.6	27.6	9.4	2.4	11.8	7.9
1964	18712	47.6	31.5	16.1	2.9	6.2	23.5	7.7	3.2	10.9	8.9
1965	18900	43.5	49.0	-5.5	5.7	12.2	23.5	8.2	3.3	11.5	3.6
1966	16329	39.3	37.0	2.3	-1.3	19.3	25.7	8.4	1.8	10.2	6.8
1967	22407	53.7	46.1	7.6	1.2	15.0	20.0	4.2	2.0	6.2	3.9
1968	24836	54.9	48.5	6.4	-0.6	11.8	18.1	6.4	0.7	7.1	8.7
1969	25584	54.2	24.5	29.7	3.8	10.7	17.4	5.0	1.4	6.4	7.5
1970	23075	63.4	49.2	14.2	1.8	11.9	19.3	0.3	2.1	2.4	1.2
1971	28440	62.0	67.8	-5.8	4.2	9.2	19.1	-0.7	3.0	1.3	4.2
1972	35600	60.4	49.3	11.1	2.7	9.2	18.3	-0.8	3.9	3.1	6.3
1973	50307	66.3	46.7	19.6	0.2	7.4	15.2	0.5	3.4	3.9	7.0
1974	49183	60.0	51.9	8.1	2.4	9.8	15.3	1.2	2.4	3.6	8.9
1975	40300	54.7	55.2	-0.5	1.7	10.9	20.9	3.1	3.9	7.0	4.8
1976	55644	59.8	48.3	11.5	0.5	7.3	18.0	1.8	5.0	6.8	7.6
1977	54687	58.9	50.9	8.0	1.3	6.2	20.0	2.1	3.8	5.9	7.7
1978	70424	62.9	43.5	19.4	2.1	3.6	17.4	3.4	2.3	5.7	8.3
1979	71320	58.7	46.9	11.8	3.7	6.9	18.3	2.7	3.0	5.7	6.7
1980	73286	56.2	38.2	18.0	1.0	7.6	18.5	3.2	2.7	5.9	10.8
1981	80968	48.2	41.3	6.9	6.0	13.7	17.4	8.2	2.7	10.9	3.8
1982	27490	9.9	28.0	-18.1	6.5	3.6	49.8	9.1	4.2	13.3	16.9
1983	29707	16.6	6.7	9.9	0.1	14.7	45.7	14.9	0.0	14.9	8.0
1984	41389	34.6	37.9	-3.3	3.0	2.2	33.3	13.0	2.3	15.3	11.6
1985	56136	34.1	31.0	3.1	8.8	4.3	26.0	13.0	3.8	16.8	10.0
1986	63428	34.9	34.9	0.0	0.3	3.0	22.5	23.1	7.4	30.5	8.8
1987	62920	33.4	35.6	-2.2	3.7	7.4	22.3	19.3	3.6	22.9	10.3
MOYENNE 1962-1987 :		48.0	41.5	6.5	2.5	8.8	23.4	6.7	2.9	9.6	7.7

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABLEAU -28A-

LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS

COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DE L'ACTIF FINANCIER)

ANNEE	TOTAL	TITRES BANCAIRES							TOTAL
		TOTAL	DEPOTS %CDN	AUTRES	PRETS	CONSUM- MATION	CREDITS HYPOTHE- QUES-	TOTAL	
(1)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
1962	10550	3.2	3.2	0.0	33.7	13.0	32.5	79.2	
1963	15060	3.2	3.0	0.2	15.0	11.4	23.7	50.1	
1964	18756	13.2	2.4	10.8	22.0	12.2	26.2	60.4	
1965	19229	-4.0	5.6	-9.6	34.1	11.9	30.7	76.7	
1966	16515	6.0	3.2	2.8	14.7	9.8	29.1	53.6	
1967	22863	11.8	2.5	9.3	17.4	10.8	22.1	50.3	
1968	25520	13.8	4.6	9.2	15.9	12.0	19.0	46.9	
1969	25876	25.2	2.6	22.6	19.7	11.4	21.4	52.5	
1970	23543	17.9	4.6	13.3	4.5	6.2	21.8	32.5	
1971	29102	-0.9	6.7	-7.6	23.4	10.2	25.1	58.7	
1972	36232	12.7	6.4	6.3	23.7	12.6	27.8	64.1	
1973	50916	19.2	4.3	14.9	26.1	10.7	27.4	64.2	
1974	49289	7.4	4.0	3.4	31.5	9.8	27.2	68.5	
1975	41018	3.6	5.5	-1.9	25.4	12.2	32.7	70.3	
1976	56869	12.0	4.2	7.8	24.4	10.6	26.3	61.3	
1977	53341	5.2	4.4	0.8	18.4	8.7	34.4	61.5	
1978	71610	8.6	3.7	4.9	18.6	8.8	25.5	52.9	
1979	71951	10.4	4.9	5.5	32.5	8.3	23.6	64.4	
1980	73908	7.4	2.1	5.3	31.8	7.0	16.0	54.8	
1981	80965	3.0	5.4	-2.4	46.5	5.6	8.6	60.7	
1982	25959	6.3	6.7	-0.4	-17.5	-0.5	13.0	-5.0	
1983	31172	-4.4	-9.1	4.7	-23.3	6.0	34.4	17.1	
1984	43863	4.7	1.4	3.3	16.4	8.8	17.2	42.4	
1985	58568	-1.7	-0.2	-1.5	15.2	9.6	22.0	46.8	
1986	67598	7.3	4.5	-1.8	-1.8	8.0	27.7	33.9	
1987	64947	-0.6	3.9	-4.5	15.8	11.7	30.5	58.0	
MOYENNE 1962-1987 :		7.3	3.5	3.8	18.6	9.5	24.8	53.0	

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABEAU -28B-

LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS

COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DE L'ACTIF FINANCIER)

ANNEE	COMPTES ET CREANCES		TOTAL (%)	TITRES FINANCIERS			AUTRES EMPLOIS (%)			
	COMPTES (%)	CREANCES (%)		PRIVES (%)	OBLIGATIONS PUBLIQUES (%)	BONS DU TRESOR (%)		ACTIONS (%)	TOTAL (%)	
1962	0.1	2.0	2.1	0.8	5.2	6.0	0.1	8.1	14.2	1.3
1963	0.1	3.3	3.4	16.1	7.7	23.8	4.1	7.7	35.6	1.7
1964	0.0	1.8	1.8	5.2	6.9	12.1	-2.2	7.7	17.6	7.0
1965	0.0	1.7	1.7	-1.4	9.2	7.8	0.0	8.9	16.7	8.9
1966	0.1	4.3	4.4	10.4	6.6	17.0	3.8	6.9	27.7	8.3
1967	0.8	1.9	2.7	17.0	6.6	23.6	3.1	4.2	30.9	4.3
1968	0.3	2.2	2.5	12.6	4.0	16.6	3.9	7.0	27.5	9.3
1969	0.4	4.0	4.4	0.8	1.9	2.7	0.5	7.9	11.1	6.8
1970	0.2	1.5	1.7	19.1	8.3	27.4	6.6	7.2	41.2	6.7
1971	0.4	1.6	2.0	16.5	11.9	28.4	-0.4	7.7	35.7	4.5
1972	0.2	2.0	2.2	3.0	7.3	10.3	1.7	4.8	16.8	4.2
1973	0.0	3.1	3.1	3.1	4.2	7.3	1.7	3.9	12.9	0.6
1974	0.3	4.2	4.5	5.1	3.8	8.9	1.4	1.9	12.2	7.4
1975	0.7	3.1	3.8	9.0	8.8	17.8	-0.3	3.2	20.7	1.6
1976	0.6	3.6	4.2	8.7	5.2	13.9	2.2	2.9	19.0	3.5
1977	0.4	4.7	5.1	10.6	6.1	16.7	3.2	5.9	25.8	2.4
1978	0.4	5.9	6.3	9.1	5.4	14.5	1.9	11.3	27.7	4.5
1979	0.4	5.0	5.4	8.8	2.1	10.9	1.2	0.6	12.7	7.1
1980	0.3	13.3	13.6	9.7	2.5	12.2	3.4	2.5	18.1	6.1
1981	0.5	14.6	15.1	3.6	5.4	9.0	0.8	4.0	13.8	7.4
1982	0.5	20.9	21.4	21.3	8.4	29.7	18.4	6.4	54.5	22.8
1983	0.1	20.4	20.5	29.4	4.9	34.3	15.7	14.1	64.1	2.7
1984	-0.2	6.8	6.6	17.0	2.3	19.3	3.2	12.5	35.0	11.3
1985	0.5	10.6	11.1	18.6	2.4	21.0	3.1	8.3	32.4	11.4
1986	0.2	18.1	18.3	9.6	6.4	16.0	5.7	7.5	29.3	11.3
1987	0.4	13.3	13.7	13.6	2.6	16.2	-3.0	4.3	17.5	11.4
MOYENNE 1962-1987 :	.3	6.7	7.0	10.7	5.6	16.3	3.1	6.4	25.8	6.9

TABLEAU -29a-
Participation de chaque agent à la formation des flux financiers:
Pourcentage annuel moyen pour la période 1962 - 1986

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Monde
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Variation nette actif financier	26	15	37	10	12
dépôts	68	12	13	2	5
comptes	--	52	43	--	5
prêts	--	1	85	9	4
bons	-21	-5	86	--	40
hypothèques	11	3	83	3	
obligations	17	1	32	20	30
rentes	100	--	--	--	--
créances	--	30	19	35	16
actions	-60	43	115	-12	14
invest.Etr.	-56	4	150	2	--
Variation nette passif financier	15	25	36	16	8
dépôts	--	--	87	--	13
comptes "	55 (51)	34 (40)	1 (0)	7 (2)	3 (7)
emprunts "	47 (14)	56 (57)	2 (9)	-7 (8)	2 (12)
bons	--	--	--	100	--
hypothèques	85	15	--	--	--
obligations	--	30	7	62	--
rentes	--	--	100	--	--
engagements	--	36	35	3	26
actions	--	70	30	--	--
invest.Etr.	--	--	--	--	100
Investissement financier net	11	-10	1	-6	4

Note: Les catégories marquées d'une " comportent deux types de données: la première correspond à la moyenne annuelle sur la période 1962-1986; la seconde, entre parenthèse, correspond à la moyenne annuelle en excluant les années 1982 et 1986. Le même calcul pour les données des autres catégories confirment les données obtenues.

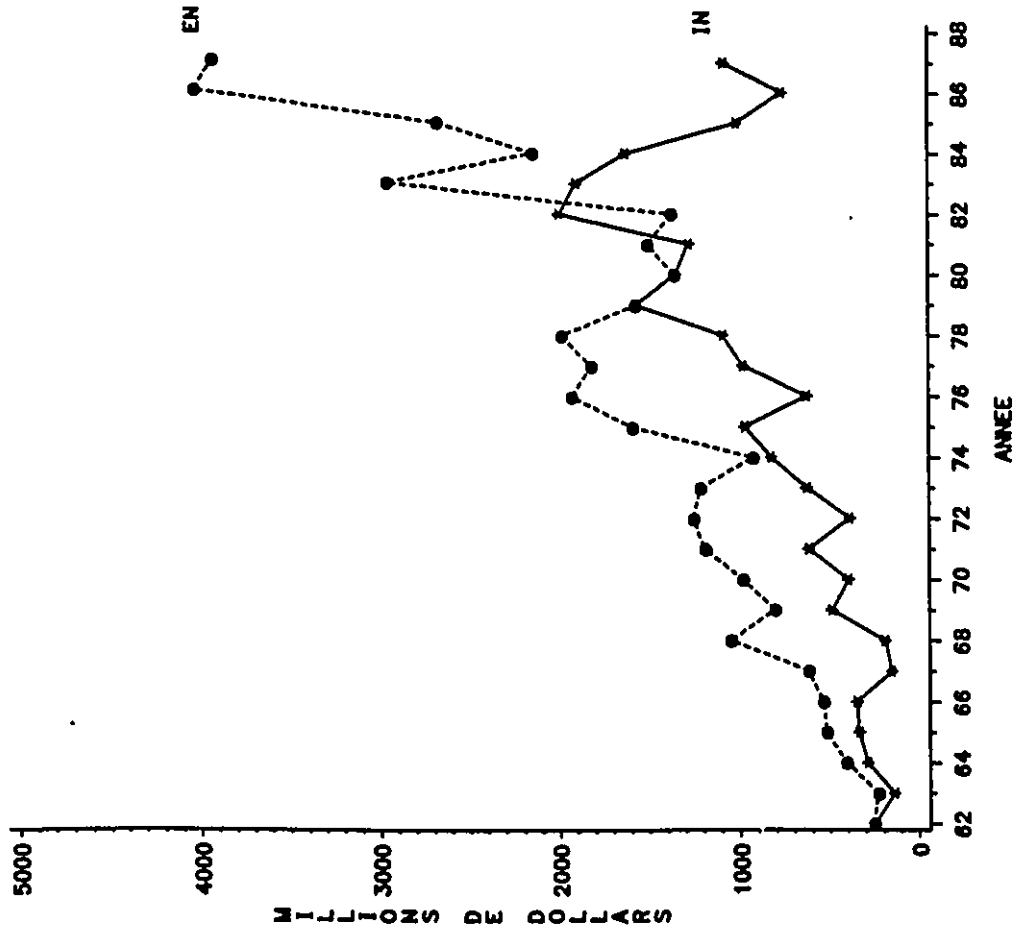
TABLEAU -29b-
Décomposition de certains flux financiers par agent:
Pourcentage annuel moyen pour la période 1962 - 1986

	Ménages	Firmes	Banques	Gouv.	Monde	Total
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<u>actif financier</u>						
dépôts						
-bancaires	56	24	13	5	2	100
-autres inst.	95					100
-étrangers	30	12	45		12	100
comptes						
-cr. cons.			94			100
-effets		89				100
prêts						
-bancaires			100			100
-autres inst.			54	33	13	100
obligations						
-fédérales	35	2	37	19	10	100
-provinciales	3	2	32	32	32	100
-municipales	14		25	34	15	100
-autres	2		52	6	41	100
<u>passif financier</u>						
dépôts						
-bancaires			89		10	100
-autres inst.			100			100
-étrangers			45		55	100
comptes						
-crédit	100					100
-effets	5	70			19	100
emprunts						
-bancaires	15	63	17	7	9	100
-autres inst.	11	41	8	12	27	100
obligations						
-fédérales		-5		105		100
-provinciales		37	1	62		100
-municipales				100		100
-autres	1	69	28	1		100

Note: ces données sont une moyenne de 23 des 25 données annuelles.

GRAPHIQUE -3.4.1-

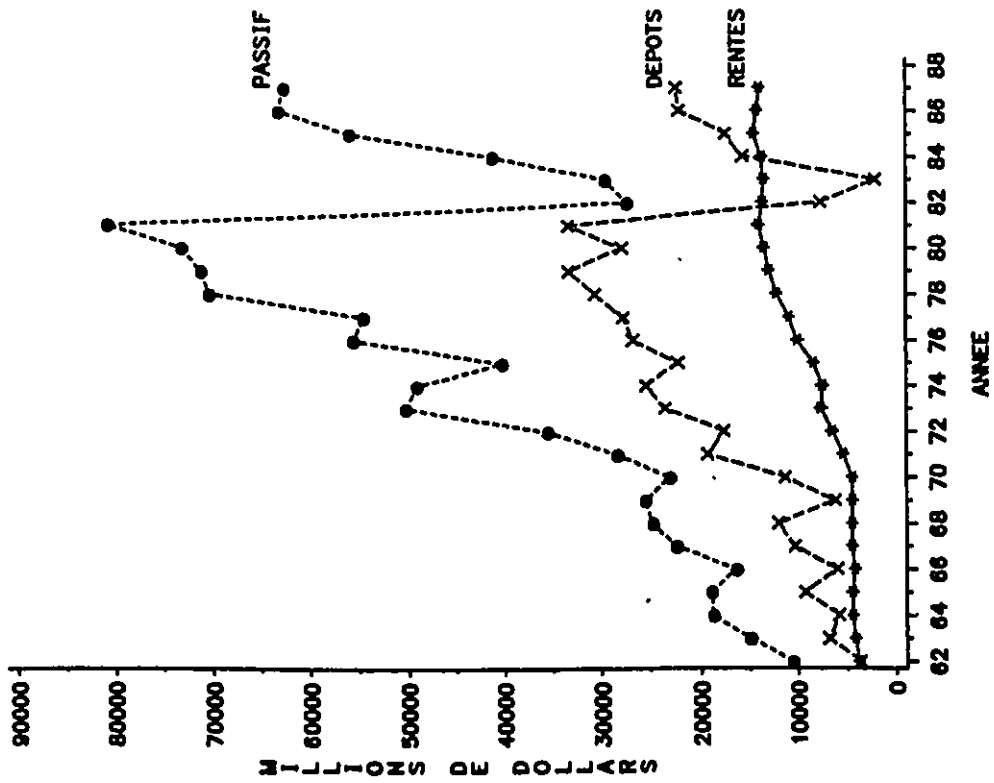
LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS :
EVOLUTION DE L'EPARGNE NETTE (EN) ET DE L'INVESTISSEMENT NET (IN)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.4.2-

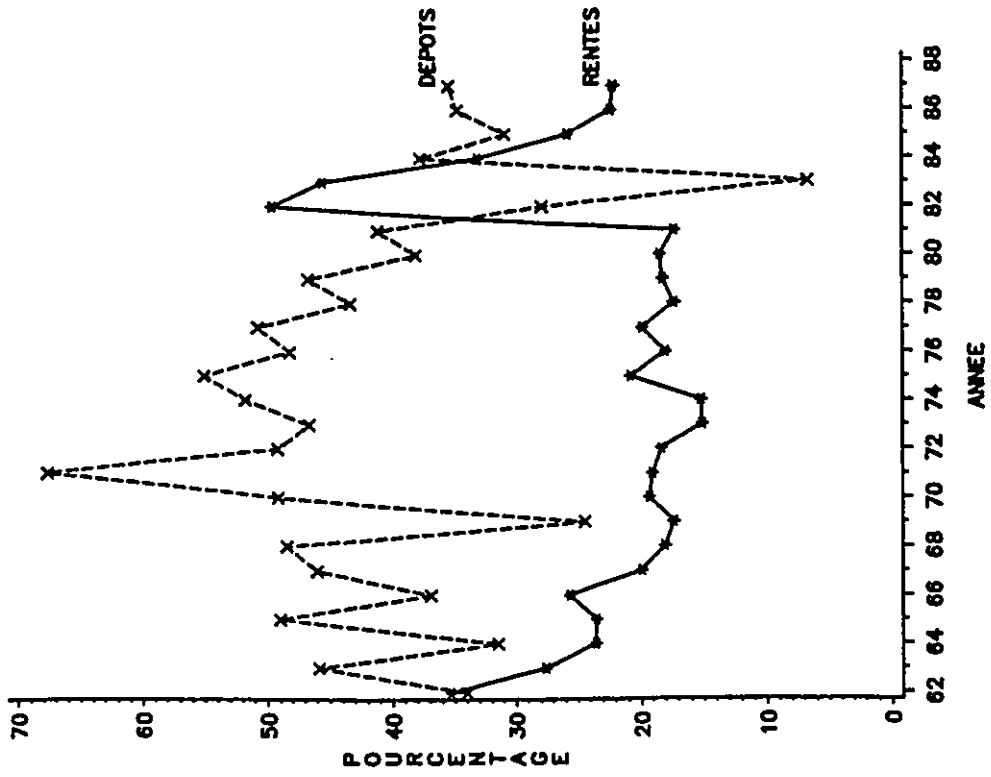
LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS :
EVOLUTION DU PASSIF FINANCIER, DES DEPOTS ET
DES TITRES D ASSURANCES-VIE ET DE RENTES
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.4.3-

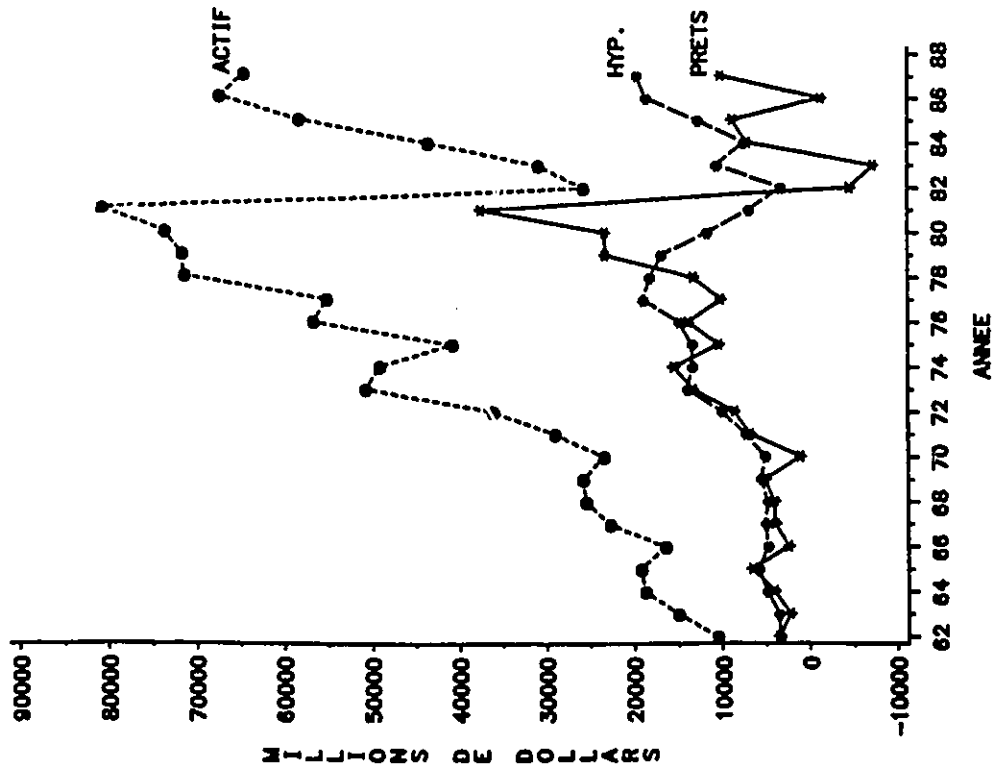
LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS :
EVOLUTION DES RATIOS DES DEPOTS
ET DES TITRES D ASSURANCES-VIE ET DE RENTES
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DU PASSIF FINANCIER NET

GRAPHIQUE -3.4.4-

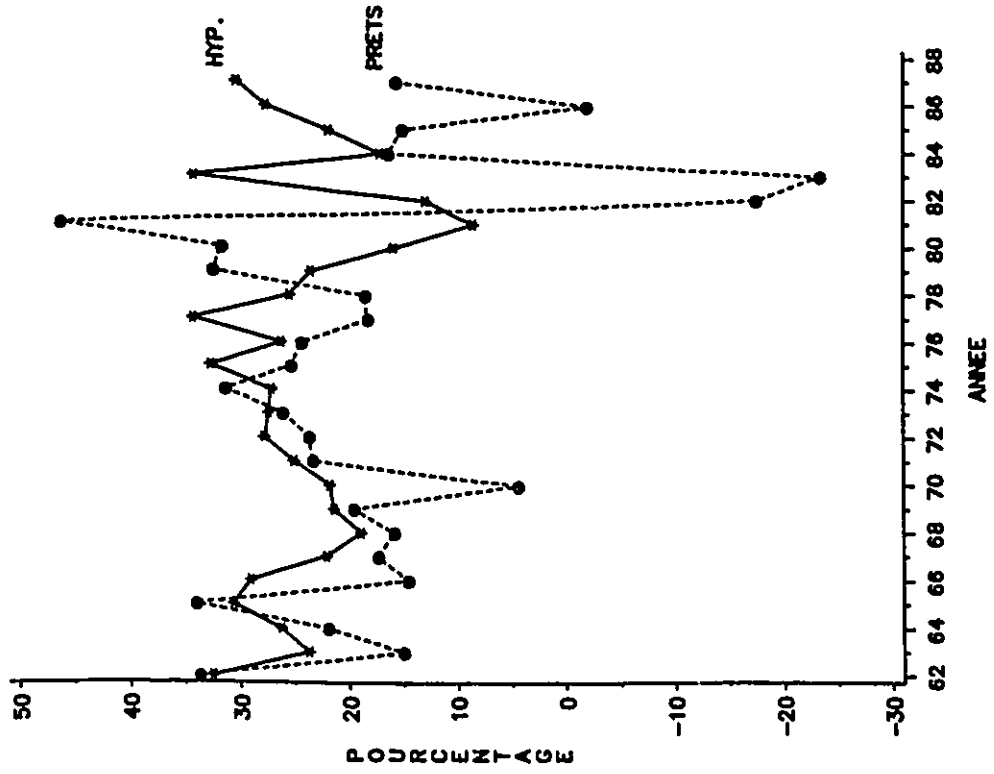
LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS :
EVOLUTION DE L'ACTIF FINANCIER (AF),
DES PRETS ET DES HYPOTHEQUES (HYP.)
(1962-1987)



NOTE : EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

GRAPHIQUE -3.4.5-

LE SECTEUR DES SERVICES FINANCIERS :
EVOLUTION DES RATIO DES PRETS
ET DES HYPOTHEQUES (HYP.)
(1962-1987)



NOTE : EN PROPORTION DE L'ACTIF FINANCIER NET

5. Le Reste du Monde

TABLEAU -30-
Composition du portefeuille du Reste du Monde
Pourcentages annuels moyens pour la période 1962-1986

<u>Catégories non finan.</u>	<u>Bilan</u>			
	<u>Actif</u>		<u>Passif</u>	
EB (5)	Dépôts	(13)	Dépôts	(33)
	Prêts	(6)	Emprunts	(15)
EN	Bons	(1)	Comptes	(11)
	Comptes	(3)		
ACNF (1)	Obligations	(55)	Engagements	(34)
	Créances	(17)	Inves. Etr.	(7)
	Actions	(-1)		
	Autres	(6)	Autres	(0)
	Total	(100)	Total	(100)

PN > 0

1. Composition du portefeuille du secteur extérieur :
Sources et emplois du financement

Enfin, il ne reste plus que l'examen des activités du Reste du Monde. D'une part, son épargne nette correspond à son épargne brute et forme 5% du flux d'épargne globale. D'autre part, il contribue à la dépense d'acquisition de capital non financier de façon résiduelle (1%). Le surplus permet au secteur d'accumuler des titres financiers.

Son activité financière s'exprime dans l'acquisition d'obligations (55%), de dépôts (13%) et de créances (17%). Il consent également des prêts (6%), acquiert des bons (1%), mais il a tendance à se départir des actions qu'il possède. Son passif est composé principalement de dépôts effectués par des résidents canadiens (33%), d'engagements envers des entreprises canadiennes (34%), d'emprunts auprès des services financiers canadiens (15%), de comptes à payer à des sociétés canadiennes (11%) et des investissements des résidents

canadiens à l'étranger (7%).

Le secteur externe est donc particulièrement actif dans l'acquisition de titre de créances sur l'économie canadienne qu'il finance à partir de son épargne nette et par endettement.

2. Quelques aspects de sa participation annuelle

Les tableaux -31- à -33-, pages 141 à 143, résument la formation annuelle des flux de sources et d'usages du financement de la dépense du secteur extérieur, y compris les autorités monétaires. Comme il fut déjà question des activités du secteur dans les parties précédentes de cette analyse et que ces dernières représentent une fraction résiduelle de l'ensemble des activités liées au financement, nous nous bornerons donc à relever certains aspects sans procéder à une analyse conjoncturelle proprement dite.

Le tableau -31-, page 141, reprend la distinction entre sources et usages. Il confirme qu'au chapitre de l'utilisation des fonds les ressources disponibles sont presque entièrement destinées à des fins financières. Par ailleurs, la provenance des ressources est largement dominée par le passif financier. En effet, à l'exception des années 1962, 1965-66, 1975 et 1977, l'endettement du secteur représente toujours plus de 50% du financement disponible du secteur. Il faut cependant préciser la nature de cet endettement. De plus, en ce qui a trait à la faiblesse de l'épargne nette en phase de ralentissement et de récession de l'économie, celle-ci s'explique par la diminution des besoins de financement externe des agents nationaux.

Le tableau -32-, page 142, illustre la forte volatilité des catégories de titres au passif du secteur, surtout pour ce qui concerne les réserves officielles (i.e., les transactions réalisées par les autorités monétaires) et aux investissements étrangers⁵⁴. Par ailleurs, les dépôts en devises sont la résultante de titres détenus par les agents nationaux. Par conséquent,

⁵⁴. Comme nous le notions en section -1-, les réserves officielles sont à la fois un actif et un passif puisque le secteur regroupe à la fois les autorités monétaires et le reste du monde.

l'endettement propre du secteur prend surtout la forme d'emprunts à court terme et d'engagements envers des entreprises. A ce dernier chapitre, les autorités monétaires entretiennent de telles relations avec des institutions à caractère public. Le secteur du reste du monde est, pour sa part, impliqué dans des engagements avec des entreprises privées.

Le tableau -33-, page 143, fournit enfin quelques indications quant à l'évolution de la composition de l'actif financier. Tout au long de la période, les titres obligataires publics acquis par les autorités monétaires y demeurent fortement représentés. Les dépôts en monnaie canadienne et en devises étrangères du reste du monde ainsi que les créances détenues par les autorités monétaires sur des entreprises publiques demeurent également fort importants en termes relatifs mais ils sont plus volatile.

TABLEAU -31-

LE SECTEUR EXTERIEUR (AUTORITES MONETAIRES INCLUES)
 PROVENANCES ET DESTINATIONS DES SOURCES DE FINANCEMENT
 (EN POURCENTAGE DU TOTAL CORRESPONDANT)

ANNEE	SOURCES DE FINANCEMENT			USAGES DU FINANCEMENT		
	TOTAL (1)	PASSIF FINAN. (%)	EPARGNE NETTE (%)	TOTAL (1)	INVEST. NET (%)	ACTIFS FINANCIER (%)
1962	3978	36.6	63.4	4482	-3.7	103.7
1963	4473	64.6	35.4	4520	-2.4	102.4
1964	7744	84.6	15.4	7430	-1.4	101.4
1965	4702	29.3	70.7	5529	0.3	99.7
1966	3411	0.8	99.2	4080	4.9	95.1
1967	5687	70.3	29.7	6521	5.0	95.0
1968	7189	91.0	9.0	9209	4.7	95.3
1969	12736	77.3	22.7	13204	3.2	96.8
1970	11478	118.1	-18.1	12260	3.8	96.2
1971	6765	104.4	-4.4	9857	5.9	94.1
1972	9165	86.0	14.0	12695	5.0	95.0
1973	10649	99.2	0.8	12372	5.8	94.2
1974	8952	62.8	37.2	10783	9.0	91.0
1975	11486	26.2	73.8	13590	6.0	94.0
1976	17570	59.5	40.5	23221	3.6	96.4
1977	11772	41.8	58.2	14910	4.4	95.6
1978	21542	67.3	32.7	25846	1.9	98.1
1979	19523	65.7	34.3	22990	2.9	97.1
1980	25619	91.4	8.6	26851	3.5	96.5
1981	29902	75.9	24.1	38432	2.8	97.2
1982	2522	155.6	-55.6	4580	26.9	73.1
1983	10938	115.0	-15.0	15918	6.6	93.4
1984	8094	114.9	-14.9	13549	8.1	91.9
1985	11327	75.1	24.9	15925	7.4	92.6
1986	26222	62.7	37.3	28850	4.4	95.6
1987	23268	59.0	41.0	25531	9.1	90.9
MOYENNE 1962-1987 :		74.3	25.7		5.0	95.0

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABLEAU -32-

LE SECTEUR EXTERIEUR (AUTORITES MONETAIRES INCLUES)

COMPOSITION DES SOURCES EXTERNES DE FINANCEMENT

(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DU PASSIF FINANCIER)

ANNEE	TOTAL	RESERVES OFFICIELLES	INVEST. ETRANGER	CREANCES	DEPOTS EN DEVICES	EMPRUNTS	AUTRES SOURCES
(1)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1962	1424	35.4	14.2	23.6	-1.6	-13.1	41.5
1963	2887	15.9	-10.8	15.1	15.4	6.1	58.3
1964	6525	17.3	12.2	4.5	32.6	13.0	20.4
1965	1328	34.6	23.9	27.4	-126.7	21.2	119.6
1966	-32	-4000.0	4777.8	55.6	2066.7	622.2	-3422.3
1967	3982	1.2	19.5	8.7	53.1	-8.8	26.3
1968	6533	14.3	19.3	9.2	30.7	4.6	21.9
1969	9843	1.7	-4.5	9.7	80.7	4.8	7.6
1970	13530	30.2	-1.3	6.4	23.7	6.1	34.9
1971	7072	30.0	-7.0	9.7	-9.0	25.1	51.2
1972	7870	9.7	-7.9	12.2	38.4	17.5	30.1
1973	10531	-9.1	-0.6	16.1	70.9	14.7	8.0
1974	5620	0.8	-0.8	25.7	-25.0	47.7	51.6
1975	2963	-22.3	3.0	40.0	-26.1	75.1	30.3
1976	10469	7.7	0.5	7.6	39.6	20.6	24.0
1977	4901	-41.4	-3.1	23.9	24.2	47.9	48.5
1978	14447	-1.7	0.6	20.8	39.2	14.1	27.0
1979	12806	-8.3	5.6	33.2	23.5	21.6	24.4
1980	23320	-2.6	1.5	46.0	16.2	20.8	18.1
1981	22625	1.7	0.8	41.3	24.9	18.6	12.7
1982	3845	-15.6	20.9	174.7	9.0	-13.4	-75.6
1983	12556	3.9	17.0	31.5	8.3	0.7	38.6
1984	9272	-10.1	10.9	38.6	31.2	22.1	7.3
1985	8512	-1.1	58.4	79.2	-60.7	-0.1	24.3
1986	16414	3.2	12.8	58.7	30.1	-11.9	7.1
1987	13710	25.1	6.7	31.6	-30.9	20.3	47.2
MOYENNE 1966-1987 :		.8	7.3	34.5	18.7	16.6	22.2

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

TABLEAU -33-

LE SECTEUR EXTERIEUR (AUTORITES MONETAIRES INCLUES)

COMPOSITION DES EMPLOIS FINANCIERS DU FINANCEMENT

(EN POURCENTAGE DE LA VARIATION NETTE DE L'ACTIF FINANCIER)

ANNEE	TOTAL (1)	RESERVES OFFICIELLES		OBLIGATIONS PUBL.		OBLIGATIONS PRIV.		BONS DU TRESOR		DEPOTS		ENGAGE- MENTS		PRETS		AUTRES EMPLOIS	
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
1962	4651	11.1	21.0	13.1	10.4	-0.7	35.6	-4.4	13.9								
1963	4630	9.9	27.9	13.1	10.4	-1.2	21.7	0.8	17.9								
1964	7531	15.0	22.4	12.3	-0.1	3.0	12.0	2.7	16.7								
1965	5514	8.7	17.1	31.6	7.7	-10.5	41.3	-3.8	7.9								
1966	3876	-26.6	15.2	44.6	-15.8	-18.5	69.7	-3.0	34.4								
1967	6197	0.8	31.7	6.8	5.8	12.9	33.5	10.3	-1.8								
1968	8776	10.7	31.0	10.4	-1.2	14.6	19.4	0.1	15.0								
1969	12787	1.3	20.3	8.4	0.9	35.2	15.9	0.9	17.1								
1970	11793	34.7	4.7	7.3	1.4	26.5	17.2	0.1	8.1								
1971	9268	22.9	6.7	-0.7	6.7	23.5	23.1	6.1	11.7								
1972	12061	6.3	23.7	2.1	1.3	37.1	11.4	6.6	11.5								
1973	11654	-8.2	9.4	0.8	2.2	64.8	14.5	10.4	6.1								
1974	9809	0.4	29.8	4.6	10.8	8.2	16.7	6.9	22.6								
1975	12774	-5.2	47.2	9.6	6.7	10.9	9.0	4.3	17.5								
1976	22391	3.6	38.6	20.2	2.7	16.3	0.2	6.2	12.2								
1977	14259	-14.2	33.7	16.2	6.0	26.0	3.3	7.0	22.0								
1978	25355	-1.0	19.9	7.7	5.4	36.4	1.2	17.0	13.4								
1979	22329	-4.8	12.8	6.9	3.2	43.0	12.8	4.9	21.2								
1980	25920	-2.3	6.1	9.0	6.6	47.1	13.2	4.6	15.7								
1981	37338	1.0	18.8	12.0	0.0	30.1	20.3	8.8	9.0								
1982	3384	-18.8	215.4	123.5	-76.3	-150.2	-22.1	45.3	-16.8								
1983	14866	3.3	23.2	5.2	7.8	16.7	10.9	6.9	26.0								
1984	12453	-7.5	43.0	9.9	15.0	11.2	8.0	9.5	10.9								
1985	14758	-0.6	45.0	18.3	-1.3	22.3	-12.6	4.0	24.9								
1986	27575	1.9	47.6	18.5	16.7	1.5	17.8	-1.6	-2.4								
1987	23216	14.8	7.5	15.0	10.5	1.4	20.5	6.0	24.3								
MOYENNE 1962-1987 :		2.2	31.5	16.7	1.2	12.6	15.9	6.0	13.8								

(1) EN MILLIONS DE DOLLARS DE 1981

Section -4-

Acquisition d'actifs réels et disponibilité du crédit :

Une estimation des facteurs agissant sur la variation
cyclique de la dépense sectorielle d'investissement

(a) Considérations générales

Dans un premier temps, la section -2- sur la conjoncture économique canadienne a fait ressortir le rôle déterminant de la dépense d'investissement des différents agents économiques sur les variations cycliques de la demande globale et de la production. Par la suite, l'analyse sectorielle des activités reliées au financement suggère l'existence d'une relation entre l'évolution cyclique de l'acquisition d'actifs réels et la disponibilité des sources externes provenant du secteur financier.

Une mesure préliminaire de la disponibilité du crédit était déjà perceptible au tableau -10-, page 47. L'occurrence d'un taux de croissance négatif à l'actif financier du secteur des Banques indique une baisse des créances accordées par les agents financiers aux autres agents. Comme nous avons déjà pu le constater⁵⁵, ces créances se composent en grande partie des crédits bancaires destinés au financement de la dépense d'investissement. Ainsi, à l'exception du ralentissement de 1967, les mouvements à la baisse de ces créances concordent avec chacune des phases de repli de l'activité économique. De plus, à la lumière des développements réalisés lors de l'analyse du secteur financier, il est généralement apparu que la disponibilité du crédit évoluait à la baisse en phase de récession ou de ralentissement.

Par ailleurs, l'examen du tableau -8-, page 45, et les analyses sectorielles des ménages et des firmes ont permis de faire ressortir que les ressources externes de financement disponibles des deux principaux secteurs investisseurs ont enregistré une évolution à la baisse, en volume autant qu'en valeur relative, par rapport à l'endettement global en période de ralentissement de l'économie. Cette baisse de la disponibilité du crédit a influencé l'acquisition nette d'actifs réels des secteurs non-financiers.

A titre d'illustration supplémentaire, le tableau suivant reprend en terme de taux de croissance les variations observées dans le volume de la dépense

⁵⁵ cf. l'analyse du secteur des intermédiaires financiers.

sectorielle d'investissement et dans les crédits bancaires pour chacun des ralentissements économiques:

Taux de croissance annuel

		Prêts	Hypothèques	Investissement		
				Firmes	Ménages	Adm. Pub.
1966-1967	:	-13,3%	-17,8%	-25,5%	+11,1%	+6,9%
1969-1970	:	-60,7%	+7,1%	-7,5%	-22,1%	-1,3%
1974-1975	:	-32,9%	+4,5%	-13,5%	+0,7%	+14,1%
1981-1982	:	-103,1%	-56,5%	-59,0%	-43,5%	+24,0%

Ainsi, à chaque phase de ralentissement économique, les agents économiques voient se réduire de façon importante le volume des ressources qu'ils vont normalement chercher du côté de l'intermédiation financière. Cette diminution les contraint à réviser à la baisse la dépense d'investissement afin que son volume corresponde aux crédits disponibles. Inversement, la dépense initiée par les administrations publiques progresse afin de palier au moins en partie à la faiblesse de la dépense privée.

Il apparaît dès lors fondé de penser que les restrictions imposées aux crédits par le système financier aient pu contribuer au repli de la dépense d'investissement des agents économiques: ne pouvant disposer de crédits sous des conditions acceptables, les agents investisseurs ont réduit leur dépense en actifs réels.

La présente section a pour but de compléter la démarche entreprise en réalisant une première estimation de la relation entre la dépense discrétionnaire [DE₁] et la disponibilité du crédit [DLP ou MLP].

(b) Définition du modèle et méthode d'estimation

Afin de répondre à l'objectif poursuivi, nous nous sommes inspirés des travaux menés dans le cadre de l'économie américaine par A. Eichner⁽⁵⁶⁾ mais surtout de ceux menés par P. Arestis⁽⁵⁷⁾ pour l'économie britannique. Dans l'optique de construire un modèle économétrique global s'inscrivant dans le cadre de la théorie post-keynésienne, ces auteurs résument le comportement de l'acquisition sectorielle d'actifs réels à travers la relation suivante:

$$[DE_i]^* = DE_i^* \left\{ \underset{(+)}{(Y_i^* - T_i^*)} \cdot \underset{(-)}{(E_i^* / F_i^*)} \cdot \underset{(-)}{DLP^*} \cdot \underset{(-)}{R^*} \right\}$$

où $[DE_i]^*$ = dépense discrétionnaire du secteur i;
 $(Y_i^* - T_i^*)$ = revenu disponible du secteur i;
 (E_i^* / F_i^*) = degré d'exposition du secteur i
 au financement externe;
 DLP^* = degré de disponibilité du crédit;
 R^* = taux d'intérêt.

Cette relation a l'avantage de mesurer l'impact de trois types d'effets différents dans l'explication des variations cycliques de la dépense d'investissement:

- l'effet accélérateur d'une variation du revenu disponible sur la dépense d'investissement du secteur des ménages. Pour ce qui est des firmes, on prend en considération l'effet accélérateur engendré par l'évolution de l'activité économique tel que mesuré par le produit intérieur brut. Le secteur public, enfin, agit de façon contracyclique, i.e. que la réaction attendue à une amélioration de la situation économique devrait aller dans le sens d'une réduction de sa dépense;
- le second effet est celui dit de "cash-flow". Il correspond au ratio des dépenses discrétionnaires $[E_i]$ sur les ressources discrétionnaires $[F_i]$.

⁵⁶. Eichner, A. (1979) & Eichner A. (1981).

⁵⁷. Arestis, P. & alii (1985-1986 pp.163-181).

- le troisième effet est celui mesurant l'influence de la disponibilité du crédit. Il est complété par le coût du crédit.

L'objectif central du modèle d'Arestis et alii est de mesurer l'impact de la disponibilité du crédit sur les deux composantes de la dépense d'investissement de chaque secteur. Pour ce faire, les auteurs ont procédé aux estimations des six relations suivantes:

1. Le secteur des ménages :

$$[1] \quad (COND)^*_t = \delta_0 + \delta_1(YDP)^*_t + \delta_2(DLP)^*_{t-2} + \delta_3(HPCR)^*_{t-1}$$

$$[2] \quad (CONPD)^*_t = \delta_0 + \delta_1[(YDP)^*_t - (YDP)^*_{t-1}] + \delta_2(DLP)^*_t \\ + \delta_3(EP/FP)^*_{t-1} + \delta_4(RMOR)^*_{t-1}$$

où (COND) = dépenses en biens de consommation durables;
 (CONPD) = dépenses en biens immobiliers neufs;
 (YDP) = revenu personnel disponible;
 (DLP) = degré de disponibilité du crédit;
 (HPCR) = "hire-purchase credit restriction";
 (EP/FP) = degré d'exposition au financement externe;
 (RMOR) = taux d'intérêt hypothécaire.

2. Le secteur des firmes :

$$[3] \quad (IVPMI)^*_t = \delta_0 + \delta_1(GDPFC)^*_t + \delta_2(GDPFC)^*_{t-1} + \delta_3(GDPFC)^*_{t-2} \\ + \delta_4(GDPFC)^*_{t-3} + \delta_5(CU)_t + \delta_6(EI/FI)^*_{t-2}$$

$$[4] \quad (IBOWI)^*_t = \delta_0 + \delta_1(CO)_t + \delta_2(DLP)^*_{t-1} + \delta_3[(RCL)^*_{t-1} - (RCL)^*_{t-2}]$$

où (IVPMI) = dépenses en biens durables⁽⁵⁸⁾;
 (IBOWI) = dépenses d'immobilisations⁽⁵⁹⁾;
 (GDPFC) = produit intérieur brut au coût des facteurs;
 (DLP) = degré de disponibilité du crédit;
 (CU) = taux d'utilisation de la capacité de production;
 (EI/FI) = degré d'exposition au financement externe;
 (RCL) = taux d'intérêt à long terme.

⁵⁸. "Investment in Vehicle, Plant, and Machinery of Industry".

⁵⁹. "Investment in Buildings and Other Works of Industry".

3. Le secteur des administrations publiques :

$$[5] \quad (IVPMG)_t = \delta_0 + \delta_1(GDPFC)^*_{t-4} + \delta_2(GDPFC)^*_{t-5} + \delta_3(IVPMG)_{t-1}$$

$$[6] \quad (IBOWG)^*_{t-1} = \delta_0 + \delta_1(GDPFC)^*_{t-1} + \delta_2(GDPFC)^*_{t-2}$$

où (IVPMG) = dépenses en biens durables⁽⁶⁰⁾;
 (IBOWG) = dépenses d'immobilisations⁽⁶¹⁾.

(c) Cadre d'analyse

i) Estimation des variables

Ces relations de comportement comportent deux types de variables. D'une part, il y a celles dont la valeur est mesurée à partir d'un ratio. Ces variables sont déterminées en valeur nominale. D'autre part, lorsqu'il ne s'agit pas d'un ratio, toutes les variables sont exprimées en termes réels. Par ailleurs, toutes les variables sont exprimées en termes de variation: les variables marquées de ce signe (*) mesurent la divergence entre le taux de croissance séculaire et le taux de croissance à court terme⁽⁶²⁾; celles où on retrouve le signe (̄) accentuant une voyelle ou sous forme d'exposant mesurent la divergence entre la valeur actuelle de la variable et sa valeur moyenne.

Cette méthode de définition des variables veut refléter le cadre théorique de la pensée post-keynésienne. En procédant de la sorte, le modèle tente de

60. "Investment in Vehicle, Plant, and Machinery of Government".

61. "Investment in Buildings and Other Works of Government"

62. La formule employée pour mesurer la valeur de chacune des variables est:

$$Y^* = [(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}] - Y_t$$

où Y_t est le taux de croissance séculaire.

Elle mesure donc le résidu du taux de croissance à court terme relativement à sa valeur à long terme.

dégager les facteurs qui, à court terme et à long terme, influencent les mouvements cycliques de la dépense discrétionnaire. P. Arestis & alii précisent en ces termes l'objectif poursuivi :

"it is an attempt to consider short-term influences which chiefly concern deviations from trend. Long-term influences on trends are treated as exogenous to the [actual] model (...). Also this approach makes it possible to distinguish between the factors which determine the cyclical behaviour of the variables and those determining the secular growth rate with the further aim of bringing them together in a coherent manner within the confines of a macroeconomic model."⁶³

Pour l'heure, notre démarche prendra en considération les fluctuations à court terme seulement. Elle se concentrera sur la détermination des facteurs affectant le comportement cyclique des variables. On fera abstraction de la seconde partie concernant les influences sur le taux de croissance séculaire.

ii) Définition des variables construites

Le second aspect d'importance de l'analyse post-keynésienne des fluctuations économiques concerne l'identification de la variable qui, au premier chef, conditionne le comportement de la dépense discrétionnaire. Contrairement à la théorie orthodoxe où les variations de la masse monétaire joue le rôle central, l'analyse post-keynésienne met l'emphase sur le rôle du crédit comme facteur explicatif de l'évolution conjoncturelle. A. Eichner souligne ainsi cet aspect :

"Post-Keynesian short period model emphasize the importance of credit availability -...- in enabling firms and other spending units to bridge any gap between their desired level of discretionary spending and the current rate of cash inflow. Credit availability is important in determining not only discretionary spending but also liquidity crises and the number of bankruptcies. For in the face of a slowdown in economic activity that reduces the rate of cash inflow, only the further extension of credit will enable spending units which have engaged in «speculative» finance to avoid default. Thus, it is credit availability - or the degree of liquidity pressure throughout the economy - that becomes the critical monetary factor in a post-Keynesian short period model, not the stock of

⁶³ P. Arestis et alii (1985-1986, p. 166).

money.⁶⁵

Ainsi, le degré de disponibilité du crédit (Degree of Liquidity Pressure: DLP) est-il central dans la détermination du niveau d'investissement net et de la croissance économique. Dans le cadre de notre modèle, sa valeur nous est fournie à travers le ratio suivant:

$$DLP = \frac{\text{prêts bancaires}}{\text{dépôts bancaires}}$$

Le comportement de cette mesure du degré de disponibilité⁶⁵ évolue ainsi: lorsque les prêts bancaires progressent relativement à un volume donné des dépôts, toute action des autorités monétaires visant à ralentir sa croissance affecte à la baisse la dépense discrétionnaire. C'est ainsi que l'on parle de "pression" sur la disponibilité des crédits: lorsque la pression augmente la disponibilité des crédits diminue et, par suite, la dépense discrétionnaire. Inversement, si la pression se relâche, les crédits sont plus accessibles et la dépense discrétionnaire peut trouver un financement externe plus facilement. Par conséquent, son coefficient devrait montrer un signe négatif.

Une autre mesure de la disponibilité sera utilisée dans nos travaux d'estimation. Dans un article ultérieur⁶⁶, P. Arestis suggère de considérer le taux de croissance des crédits disponibles à la place du ratio de ces derniers aux dépôts bancaires. Dans ce cas, il n'est plus question de "degré" de disponibilité mais, plus simplement, de "disponibilité des crédits". Pour le secteur des ménages, le mnémotechnique employé retient la première lettre du

⁶⁴. A. Eichner [1973, p.49] [nous soulignons].

⁶⁵. En utilisant le même dénominateur, le numérateur a successivement été modifié pour tenir compte d'autres types de sources en financement. Les trois autres mesures utilisées dans la poursuite de nos travaux d'estimations ont été:

DLP1 = prêts bancaires + hypothèques;
 DLP1A = prêts bancaires et crédits à la consommation;
 DLP2 = prêts, crédits à la cons. et hypothèques.

⁶⁶. Arestis, P. [1989, p612, note 9].

secteur, soit "M", et lui appose le suffixe "LP" pour "liquidity pressure". On a ainsi la variable MLP = (prêts bancaires)^m. Là où cette variable sera employée, son influence sur la dépense discrétionnaire sectorielle devrait s'avérer positive puisqu'un accroissement de la disponibilité des crédits est propice à encourager la croissance de la dépense discrétionnaire. Inversement, une diminution de cette disponibilité découragera l'investissement.

Au-delà de cet impact direct sur le volume de la dépense d'investissement, l'influence du degré de disponibilité ou de la disponibilité du crédit est bien plus large puisque, comme le souligne P. Arestis,

"The DLP [degree of liquidity pressure] is, in fact, the principal determinant of discretionary expenditures, and thus the principal financial determinant of real output and employment"⁶⁷⁾

A cette importante variable s'en ajoute une seconde: le degré d'exposition au financement externe [E_1/F_1]. Cette variable est définie en termes nominaux. Elle permet de mesurer l'effet d'une variation de la part des ressources externes dans le financement total de la dépense discrétionnaire. Sur le plan sectoriel, elle est obtenue en effectuant le ratio suivant: au numérateur figure la dépense discrétionnaire; au dénominateur, se trouvent les ressources discrétionnaires. Ainsi, pour chacun des secteurs privés non-financiers on aura:

$$\text{Ménages: } (EP/FP) = \frac{[DE_m]}{[DE_m] + (PS-LASA)} ;$$

$$\text{Firmes: } (EI/FI) = \frac{[DE_f]}{(EN_f)} ;$$

où (EN_f) = épargne nette du secteur des firmes.

Avant d'examiner le comportement de la dépense discrétionnaire en présence d'une variation de cette variable, il convient de définir les concepts de dépenses discrétionnaires et de ressources discrétionnaires.

Les dépenses discrétionnaires se composent de l'ensemble des débours

cf. Arestis, P. (1998, p.18).

effectués par le secteur concerné pour acquérir des actifs réels. L'importance de cette variable réside, comme le précise A. Eichner, dans "la capacité qu'ont les agents économiques de pouvoir reporter ces dépenses" ce qui en fait "la plus volatile composante de la dépense globale et, de ce fait, la source première des mouvements cycliques de l'économie"⁽⁶⁸⁾. Pour chacun des secteurs privés non financiers, cette dépense se définit ainsi:

$$[DE_m] = EP = COND + CONPD;$$

$$[DE_p] = EI = IVPMI + IBOWI.$$

Quant à elles, les ressources discrétionnaires sont définies comme étant toutes les ressources excédentaires. Pour les ménages, on aura:

$$FP = (COND+CONPD) + (PS-LASA).$$

Comme on peut le voir, ces ressources comportent deux éléments: d'une part, il y a les ressources qui sont normalement destinées à des fins d'acquisition non-financière; d'autre part, on retrouve l'épargne personnelle (PS) conservée sous forme de titres à l'exclusion des titres d'assurances-vie et de rentes privées (LASA). La première composante est incluse pour refléter le caractère volatile de la dépense discrétionnaire des ménages. En effet, ces dépenses sont facilement compressibles et, de ce fait, le secteur des ménages peut disposer des ressources non dépensées. La seconde composante exclut les titres d'assurances-vie puisque ces derniers ont le caractère d'une acquisition définitive. Le secteur ne peut plus retirer ses ressources lorsque l'acquisition en est réalisée⁽⁶⁹⁾.

⁶⁸. "The postponability of the items makes discretionary expenditures the most volatile component of total spending; and thus the fundamental source of cyclical movements in the economy." Eichner, A. [1979] p.41

⁶⁹. Lors de l'analyse sectorielle des flux financiers, nous avons également pu constater que ces titres constituent une part relativement constante du portefeuille des ménages à travers le temps. Ainsi, aux yeux des agents du secteur, ils ne constituent pas une acquisition qui, au même titre que la dépense discrétionnaire, puisse être reportée. En d'autres termes, cette dépense n'est pas compressible.

Pour le secteur des firmes, les ressources discrétionnaires correspondent aux ressources provenant de l'épargne nette.

L'influence de cette variable se définit comme suit: pour un niveau donné de la dépense discrétionnaire du secteur, un accroissement des ressources discrétionnaires tend à réduire son recours au financement bancaire, i.e. externe. Dans ce contexte, toute variation des ressources provient d'une augmentation de l'épargne du secteur. Le degré d'exposition évolue alors à la baisse ce qui encourage le secteur à accroître sa dépense discrétionnaire. Par conséquent, son impact attendu sur la dépense discrétionnaire est négatif.

Dans le cas particulier des ménages, une troisième variable construite fut prise en considération par P. Arestis. Il s'agit de (HPCR). Cette variable exogène est de nature institutionnelle. Elle est mesurée à partir du ratio suivant:

$$(HPCR) = d + \frac{(1-d)}{m}$$

- où d = paiement initial minimum sur l'acquisition d'un bien durable exprimé en terme de pourcentage;
 m = période maximale d'étalement des paiements.

Malgré l'intérêt qu'aurait pu représenter l'intégration de cette contrainte institutionnelle dans l'estimation du comportement cyclique de l'acquisition de biens durables, les difficultés rencontrées dans l'obtention des données permettant de la mesurer nous ont contraint à en laisser de côté l'intégration.

(d) Estimation et interprétation des coefficients

Dans le cadre de l'économie canadienne, nous avons procédé à l'estimation de six régressions reflétant le cadre des relations précédentes. De plus, nous avons considéré les trois relations suivantes estimant l'influence des variables explicatives sur le volume global de l'investissement net sectoriel:

- [7] $[DE_m]_{t-1} = DE_m_{t-1} \{ (YDP)_{t-1}, (EP/FP)_{t-1}, DLP_{t-1}, R_{t-1} \}$
 [8] $[DE_e]_{t-1} = DE_e_{t-1} \{ (GDPFC)_{t-1}, (EI/FI)_{t-1}, DLP_{t-1}, R_{t-1} \}$
 [9] $[DE_m]_{t-1} = DE_m_{t-1} \{ (GDPFC)_{t-1} \}$

Afin de réaliser ces estimations, nous avons utilisé la méthode des moindres carrés généralisés. Un processus autorégressif du premier ordre a été admis pour corriger la présence d'autocorrélation entre les résidus. Lorsque le coefficient d'autocorrélation (RHO) s'est avéré significatif, nous l'avons rapporté. Autrement, les régressions présentent les statistiques habituelles: Durbin-Watson, R^2 , Somme des carrés des résidus (S) et la statistique t-student pour les coefficients. Les estimations ont été réalisées sur la base de données trimestrielles couvrant la période 1962-1987. Toutes les régressions ont été estimées en intégrant les variables saisonnières.

a) Le secteur des ménages⁽⁷⁰⁾ :

- [1] $(COND)_{t-1} = -6.14 + .308(YDP)_{t-1} - .0004(DLP1a)_{t-1} - .229(RCL)_{t-1}$
 (6.22) (2.03) (1.74) (1.59)
 $R^2=.913$ $DW=2.06$ $S=2123.2$ $RHO=.21$
 (2.1)
- [1a] $(COND)_{t-1} = 30.32 + .292(YDP)_{t-1} - .0004(DLP1a)_{t-1}$
 (3.56) (2.0) (1.68)
 $- .311(EP/FP)_{t-1} - .688(RCL)_{t-1}$
 (2.9) (3.2)
 $R^2=.919$ $DW=2.03$ $S=1948.4$ $RHO=.22$
 (2.0)
- [2] $(CONPD)_{t-1} = -214.3 + 139.6(GDPFC)_{t-2} + 82.5(GDPFC)_{t-3}$
 (.883) (6.95) (4.1)
 $+ .12(MLP2)_{t-2} - 2.8(EP/FP)_{t-1} - 10.5(RMOR)_{t-1}$
 (1.57) (.247) (1.63)
 $R^2=.87$ $DW=1.98$ $S=1444.7$ $RHO=-.82$
 (12.9)

⁷⁰. La variable (IN_t) correspond à la dépense d'investissement net telle que mesurée à partir des C.F.F., non à la somme de ses deux composantes.

$$\begin{aligned}
 [7] \quad (IN_m)^*_t &= -1.75 + 1.66(YDP)^*_t - .0001(DLP2)^*_{t-2} \\
 &\quad (.44) \quad (2.39) \quad (2.5) \\
 &\quad - .067(EP/FP)^*_{t-2} - 1.065(RMOR)^*_{t-2} \\
 &\quad (3.72) \quad (3.7)
 \end{aligned}$$

$$\begin{array}{llll}
 R^2=.32 & DW=1.88 & S=23448.1 & RHO=-.48 \\
 & & & (4.9)
 \end{array}$$

Dans le cas du secteur des ménages, les résultats obtenues suggèrent une influence de la disponibilité du crédit sur la dépense discrétionnaire. Considérons d'abord le cas de la dépense en biens de consommation durables. A travers les relations [1] et [1a], outre l'impact accélérateur du revenu personnel disponible, l'effet restrictif du taux de l'intérêt et le degré de disponibilité du crédit ont une influence significative à un seuil de 10% sur l'évolution de la dépense en biens durables. Bien que relativement faible en terme de significabilité, ce résultat permet néanmoins de penser que la variable DLPla est appropriée pour expliquer en partie le comportement de la dépense discrétionnaire puisqu'elle reflète l'évolution conjointe des crédits hypothécaires et des prêts bancaires. A nos yeux, ceci signifie que la dépense en biens durables serait non seulement stimulée par la disponibilité des crédits à court terme mais également par la disponibilité des crédits hypothécaires. De fait, il semble justifié de penser qu'en stimulant l'acquisition de biens résidentiels, la disponibilité des crédits hypothécaires a également un effet d'entraînement sur la dépense en biens durables.

Par ailleurs, la seconde de ces deux relations indique clairement que le degré d'exposition au financement externe et le taux d'intérêt exercent une influence significative sur le comportement de la dépense en biens durables des ménages. Le secteur prendrait ainsi en considération son taux d'endettement et le coût du crédit avant de s'engager davantage dans de nouvelles dépenses.

Du côté de la dépense en biens immobiliers, la relation [2] ne permet pas de conclusion sans équivoque. En effet, hormis l'effet accélérateur de la conjoncture économique, l'impact négatif du taux de l'intérêt hypothécaire et la disponibilité du crédit ne sont pas significatifs à un seuil de moins de 10%

sur l'évolution cyclique de cette dépense. Nous croyons que ce résultat est en grande partie imputable aux données employées, lesquelles ne reflètent pas intégralement l'acquisition d'actifs immobiliers⁽⁷¹⁾.

Par ailleurs, n'eut été du problème de spécification que précise le coefficient de détermination, la relation [7] réaffirmerait les résultats obtenus à partir de la dépense en biens durables, à savoir que la dépense discrétionnaire du secteur des ménages est sensible aux variations de la disponibilité des crédits bancaires et à l'évolution du niveau d'endettement que sa réalisation implique. Les coefficients des variables explicatives y sont tous significatifs à un seuil d'au moins 5%.

b) Le secteur des firmes⁽⁷²⁾ :

$$\begin{aligned}
 [3] \quad (\text{IVPMI})^*_t &= 5.93 + 1.07(\text{GDPFC})^*_t + .37(\text{GDPFC})^*_{t-1} \\
 &\quad (2.7) \quad (3.9) \quad (1.4) \\
 &\quad + .162(\text{GDPFC})^*_{t-2} + .166(\text{CG})_t - .07(\text{EI/FI})_{t-1} \\
 &\quad (1.59) \quad (2.6) \quad (1.64) \\
 &\quad R^2=.875 \quad \text{DW}=1.94 \quad S=1971.4 \quad \text{RHO}=.24 \\
 &\quad (2.2) \\
 [4] \quad (\text{IBOWI})^*_t &= -18.59 + .97(\text{GDPFC})^*_t + 1.15(\text{GDPFC})^*_{t-1} \\
 &\quad (7.4) \quad (2.7) \quad (3.1) \\
 &\quad - .14(\text{EI/FI})_{t-2} - .20[(\text{RCL})^*_{t-1} - (\text{RCL})^*_{t-2}] \\
 &\quad (2.1) \quad (1.8) \\
 &\quad R^2=.94 \quad \text{DW}=1.93 \quad S=1765.4
 \end{aligned}$$

⁷¹. Pour des raisons de disponibilité des données, l'estimation de cette relation n'a pu être réalisée intégralement. Nous devons souligner l'absence de séries statistiques reflétant explicitement la valeur de l'acquisition du secteur des ménages en biens immobiliers. En lieu et place, il nous a été suggéré d'utiliser une série mesurant la part de la dépense d'investissement consacrée à la construction résidentielle. Le principal défaut de cette série réside en ce qu'elle ne fait pas la distinction entre unités effectivement vendues et unités à l'actif du constructeur. En d'autres termes, on ne peut déterminer s'il s'agit bel et bien d'une acquisition réalisée par les ménages.

⁷². Les régressions ne prennent en considération que le secteur des entreprises privés. Les entreprises publiques en sont exclues.

$$\begin{aligned}
 [8] \quad [DE_r]_{t}^* &= -3.29 + 1.38(GDPFC)_{t}^* + .72(GDPFC)_{t-1}^* + .075(CO)_{t} \\
 &\quad (2.1) \quad (6.9) \quad (3.5) \quad (1.1) \\
 &\quad - .062(EI/FI)_{t-2} - .081[(RCL)_{t-1}^* - (RCL)_{t-2}^*] \\
 &\quad (2.0) \quad (1.6) \\
 R^2 &= .92 \quad DW=1.97 \quad S=1410.6
 \end{aligned}$$

Dans le cas du secteur des firmes, les estimations obtenues montrent que le comportement de la dépense discrétionnaire dépend du niveau d'endettement tel que mesuré par le degré d'exposition au financement externe. Dans le cas de l'acquisition de biens d'équipement, relation [3], cette variable n'est significative qu'à un seuil de 10%. Cependant, la relation [4] indique que son influence est sans équivoque sur la dépense en immobilisations du secteur. Enfin, en considérant l'ensemble de la dépense discrétionnaire du secteur, la relation [8], le degré d'exposition du secteur au financement externe exerce une influence significative sur son évolution. Par conséquent, le secteur tend à réduire sa dépense discrétionnaire lorsque son seuil d'endettement est trop élevé.

Certaines estimations ont également été réalisées pour mesurer l'influence de la disponibilité du crédit. Cependant, aucune d'entre elles ne s'est avérée significative. Ce résultat tend à confirmer que le secteur des firmes est davantage concerné par son niveau d'endettement que par la plus ou moins grande disponibilité des crédits lorsqu'il évalue l'opportunité d'acquérir de nouveaux actifs réels. Dans le cadre de ses travaux, P. Arestis obtenait des résultats similaires. De ce fait, on peut reprendre son interprétation pour apporter une justification à cette absence:

"The inclusion of the term (EI/FI) may be taken as indicating a policy of reliance on internal financing. The lack of significance for any measure of external financial tightness reflects both this point and the lack of any credit rationing for this sector."⁽⁷³⁾

En terminant, soulignons deux aspects importants présent dans les relations [3] et [4]. D'abord, l'influence significative du taux d'utilisation de la capacité de production dans la décision d'acquérir de nouveaux biens d'équipement. En soi, ce résultat ne surprendra personne dans la mesure où l'accroissement de ce taux induit l'acquisition de nouveaux équipements, d'où une augmentation de la dépense discrétionnaire à cette fin. Ensuite, on aura noté l'absence de taux de l'intérêt dans le premier cas, relation [3], alors que son influence est significative dans le second, relation [4]. Cette caractéristique reflèterait le rôle du "coût du capital" sur la dépense discrétionnaire du secteur en capital immobilier, lequel coût n'affecterait pas l'acquisition de biens d'équipement.

c) Le secteur des administrations publiques :

$$\begin{aligned}
 [5] \quad (IVPMG)_t &= -3.93 - .42(GDPFC)_{t-2} - .90(GDPFC)_{t-3} \\
 &\quad (.33) \quad (.23) \quad (.60) \\
 &\quad + 1.032(IVPMG)_{t-1} \\
 &\quad \quad (79.5) \\
 &\quad R^2=.98 \quad DW=1.75 \quad S=1786.5 \quad RHO=.32 \\
 &\quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad (2.9)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 [6] \quad (IBOWG)_t &= -16.24 - .082(GDPFC)_{t-2} - .217(GDPFC)_{t-3} \\
 &\quad (12.8) \quad (.45) \quad (1.22) \\
 &\quad R^2=.98 \quad DW=2.02 \quad S=2004.3
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 [9] \quad [DE_x]_t &= -13.22 - .287(GDPFC)_{t-2} - .299(GDPFC)_{t-3} \\
 &\quad (10.6) \quad (1.62) \quad (1.67) \\
 &\quad R^2=.98 \quad DW=1.96 \quad S=2104.4
 \end{aligned}$$

L'estimation des relations dans le cas des administrations publiques s'est révélée nettement insatisfaisante. Cela tient en grande partie au fait que les données relatives à cette composante de la demande globale sont sous-évaluées. Néanmoins, la relation [9] tend à confirmer le caractère contracyclique de la dépense d'investissement du secteur. Les coefficients γ sont significatifs à une

seuil d'au mieux 10%. A cet égard, allant à contre courant de l'approche définie avant lui par Eichner et Forman⁽⁷⁴⁾ pour le cas américain, les résultats obtenues par P. Arestis le conduisent à conclure:

"Our results clearly cast some doubt on the validity of the assumption (that the government expenditure is an exogenous variable being entirely under the control of the government). It give a measure of support to the alternative hypothesis that the government reacts endogenously to the events emanating from the rest of the economy as they are encapsulated in the (GDPFC)^{*}-variable."⁽⁷⁵⁾

La faiblesse de nos résultats ne nous permet évidemment pas de tirer une telle conclusion dans le cas canadien.

=====

⁷⁴. Eichner, A. & L. Forman (1981, pp.117-135).

⁷⁵. Arestis, P. & alii (1985-1986, p.174).

CONCLUSION

Au terme de cette recherche, il nous a été possible d'identifier quelques uns des principaux facteurs dont l'influence semble avoir été déterminante sur le comportement cyclique de la dépense discrétionnaire des secteurs des ménages et des firmes.

A partir des phénomènes liés au financement de la dépense, la troisième section avait fait ressortir le rôle dominant du secteur des ménages dans la formation de l'épargne. Par ailleurs, l'analyse du financement du secteur des firmes faisait apparaître la sensibilité du secteur face à son endettement. Mais, au delà de ces aspects factuels, l'élément qui ressort nettement de cette recherche est le rôle central occupé par le secteur financier autant dans la circulation des flux de financement que dans la détermination d'une fraction importante de ces flux. Or, à travers l'analyse sectorielle il a été possible de dégager l'influence de la disponibilité des crédits sur le niveau de la dépense d'investissement des secteurs non financiers.

La dernière section est venue en partie confirmer que le comportement cyclique de la dépense en actifs réels des ménages est grandement affecté par la disponibilité des crédits hypothécaires et des crédits à court terme. De nombreux problèmes nous ont cependant contraint à relativiser la validité de nos résultats. Elle a par ailleurs permis de préciser l'importance du niveau d'endettement dans la détermination de la dépense des entreprises. Toutefois, à partir des données disponibles, on n'a pu établir le caractère contracyclique de la dépense en actifs réels du secteur public pas plus que les facteurs

affectant la demande en biens immobiliers des ménages. Il aurait également été opportun de considérer les facteurs qui participent à la définition du comportement cyclique des flux de crédits. De fait, le comportement des intermédiaires financiers est totalement absent de notre recherche économétrique. L'avenir nous fournira certainement le temps et l'inspiration nécessaire pour mener à bien cet aspect de la recherche.

BIBLIOGRAPHIE

- ARESTIS, Philip. "Wages and Prices in the UK: the Post-keynesian View", J.P.K.E., printemps 1986, vol. 8, no 3, pp.339-358
- ARESTIS, Philip. "The Credit Segment of a UK Post Keynesian Model", J.P.K.E., Hiver 1987-1988, vol 10, no 2, pp. 250-269
- ARESTIS, Philip. Post-Keynesian monetary economics: New Approaches to financial modelling, Edward Elgar Publ., 1988, XIIIp, 313p.
- ARESTIS, Philip. "On the Post-Keynesian challenge to neo-classical economics: a complete quantitative macro-model for the UK economy", J.P.K.E., été 1989, pp. 610-629
- ARESTIS, Philip. "Pricing, Distribution, Investment and Growth: the economics of A.S. Eichner", Review of Political Economy, 1989, vol. 1, no.1, pp. 7-22
- ARESTIS, Philip & alii. "The Real Segment of a UK Post Keynesian Model", J.P.K.E., Hiver 1985-1986, vol. 8, no 2, pp. 163-181
- ARESTIS, Philip et S. Thanos. Post-Keynesian economic theory: a challenge to neo-classical economics, M.E. Sharpe, New York, 1985, XIIp., 235p.
- ATKINSON, Sue N.. "Financial flows in recent business cycles", Journal of Finance, vol. 20, 1965, pp.14-35
- BARRERE, Christian. Crise du système de crédit et capitalisme monopoliste d'état, Economica, Paris, 1977, 268p.
- BURNS, A. & W. Mitchell. Measuring Business Cycles, NBER, 1946, cité par Cross P.[1982].
- COHEN, Jacob. "A Moneyflows approach to consumer behavior", Southern Economic Journal, vol. 23, jan 1957, pp.245-255
- COHEN, Jacob. "Circular flow models in the flow of funds", International Economic Review, vol. 4, no 2, mai 1963, pp.153-170
- COHEN, Jacob. "Copeland's Moneyflows After Twenty-Five Years: A Survey", Journal of Economic Literature, vol. 10, mars 1972, pp.1-25
- COHEN, Jacob et James Kenkel L., "A credit model featuring external finance and scale economies", J.P.K.E., Hiver 1979-1980, vol. 11, no 2, pp 255-266.
- COHEN, Jacob. Money and Finance: a FOF approach, Iowa State University Press, 1986, 440p.
- Conseil Economique du Canada, 14^e exposé annuel, chapitre 4, Ministère des Approvisionnements et services, Canada, 1974

- COPELAND, M. A., "Tracing Moneyflows through the United State Economy", A.E.R., Mai 1947. 35(2), pp.31-49. cité dans COHEN, J.[1972].
- COULOMBE, S., "La dynamique de la dette publique du gouvernement fédéral canadien: le diagnostic d'un problème." Cahiers de recherche de l'Université d'Ottawa, Octobre 1989, p.15.
- CROSS, Philip, "Special Study: The Business Cycle in Canada 1950-1981", Conjoncture Economique, Mars 1982, pp. XXVI-XXXVI
- CROSS, Philip, "L'expansion actuelle dans un contexte rétroactif", L'Observateur économique canadien, oct. 1988
- CUTHBERTSON, Keith, Macroeconomic Policy: the New Cambridge. Keynesian and Monetarist Controversies. The Macmillan Press, London, 1979, 209p.
- EICHNER, Alfred S., "A Post-Keynesian short-period model", J.P.K.E., été 1979, vol. 1, no 4, pp.38-63
- EICHNER, Alfred & Leonard Forman, "A Post Keynesian short-period model: some preliminary econometric results, J.P.K.E., Automne 1981, vol. 4, no 1, pp.117-135
- FINE, Ed & Mary McDonough, "L'évolution récente du marché des prêts hypothécaires à l'habitation", Revue de la Banque du Canada, Oct. 1984, pp. 3-16
- GOUVERNEMENT DU QUESEC, Rapport du groupe de travail sur l'épargne au Québec, Editeur officiel du Québec, 1980, LXXIVp., 687 p.
- GRAZIANI, Augusto, "Monnaie, intérêt et dépenses publiques", Economies et sociétés, série MP#2, 1985, pp. 209-227
- HOSSFELD, Thomas, "Le marché canadien des dépôts interbancaires", Revue de la Banque du Canada, Fev. 1986, pp.3-12
- JARSULIC, Marc, "Endogenous credit and endogenous business cycles", Mimeo, University of Notre-Dame, 20p.
- KESPI, Martine, "Indicateurs avancés et prévision économique: Les indicateurs du NBER", Prévision et Analyse économique (Cahier du GAMA), vol. 5, no 3, sept 1984, p.55-75
- MARGLIN, Stephen a., Growth, Distribution and Prices. Harvard University Press, Cambridge, 1984, 573p.
- MINSKY, Hyman, "Debt deflation processes in today's institutional environment", Revista della Banca Nazionale del Lavoro, no 143, 1982, pp. 375-393
- MOORE, Geoffrey, "What is a recession?", The American Statistician, octobre 1967, cité par P. Cross [1982].
- MOURGUES, Michelle de, La Monnaie: système financier et théorie monétaire. Economica, Paris, 1985, 682p.

- POLLIN, Robert. "Alternative perspectives on the rise of corporate debt dependancy: the US postwar experience". Review of Radical Political Economics. 1985, pp. 205-235.
- POULON, Frédéric. "Graphe, crise et circuit keynésien". Revue d'économie Politique. 1980, no 4, pp.371-409
- POULON, Frédéric. "Théorie des économies d'endettement et théorie du circuit face à la crise". Economie Appliquée, tome XXXV, no 3, 1982, pp.467-484
- POULON, Frédéric. "Réponses de la théorie du circuit à quelques questions relatives au temps, à l'équilibre macro-économique et au libre-échange". Economies et Sociétés, série MP#2, 1985, pp.69-84
- RITTER, Lawrence S.. "The FOF accounts: a new approach to the financial market analysis: an exposition of the structure of the flow-of-funds accounts". Journal of Finance. vol 18, 1963, pp. 219-229
- SECCARECCIA, Mario. "The role of saving and financial acquisition in the process of capital formation under policies of austerity: The case of Canada". Economies et Sociétés, série MP#2, 1985, pp.255-271
- SECCARECCIA, Mario. "Systemic viability and credit crunches: an examination of recent Canadian cyclical fluctuations" Journal of Economic Issues, vol. XXII, no 1, mars 1988, pp.49-77.
- STATISTIQUES CANADA. "Comptes Des Flux Financiers", Cat. 13-002.
- STATISTIQUES CANADA. "Comptes Du Bilan Naional: 1962-1985", Cat. 13-214, 1986.
- STATISTIQUES CANADA, "Guide des Comptes du Bilan National et des Flux Financiers". Cat. 13-585f, mars 1989, 163p.
- STEINDL, Josef. "Ideas and concepts of long run growth". Revista della Banca Nazionale del Lavoro, 1981, pp.35-48
- STEINDL, Josef. "The role of household saving in modern economy", Revista della Banca Nazionale del Lavoro, no 140, 1982, pp.69-88.
- TAYLOR, Lance. "A Stagnationist model of economic growth", Cambridge Journal of Economics, 1985, pp.383-403
- TAYLOR, Lance & Stephen O'connell. "A Minsky crisis", Q.J.E., #402, vol 100, 1985, pp.871-885
- TERZI, Andrea. "The independance of finance from saving: a flow-of-funds interpretation", J.P.K.E., Hiver 1986-1987, vol9, no 2, pp. 189-197
- TETLOW, Robert. "L'évolution du financement et de la capitali-sation des entreprises non financières au Canada", Revue de la Banque du Canada, Dec. 1986, pp.3-23.

VALLAGEAS, Bernard. "Théorie du Circuit et Comptabilité Nationale: Proposition de réforme de la comptabilisation des flux financiers", Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques, Paris, dec 1986, 9p.

ZARNOWITZ, V.. "On the dating of Business Cycle", Journal of Business, April 1963. .