

2m11.2727.3

Université de Montréal

**Investissement et politique au Québec :**  
Comportement des investisseurs en présence  
d'un mouvement indépendantiste

par

Daniel Charron

Département de science politique

Faculté des arts et des sciences

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures  
en vue de l'obtention du grade de  
Maître ès sciences (M.Sc.)  
en science politique

mai, 1999

© Daniel Charron, 1999



JA  
39  
U54  
1999  
V. 020

University of Montreal

Department of Political Science  
Faculty of Arts

1999

Political Science

Department of Political Science

Faculty of Arts

Reçu de la bibliothèque de la Faculté des Arts  
à la date de l'impression de ce document  
le 15 mai 1999

1999



© 1999

**Page d'identification du jury**

Université de Montréal  
Faculté des arts et des sciences

Ce mémoire intitulé :

**Investissement et politique au Québec :**  
Comportement des investisseurs en présence  
d'un mouvement indépendantiste

présenté par :

Daniel Charron

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

- M. Alain Noël, F.A.S., département de science politique - président-rapporteur
- M. Philippe Faucher, département de science politique, dir. de recherche
- M. Gérard Boismenu, département de science politique, membre du jury

Mémoire accepté le :

20 mai 1999

## Sommaire

Notre objectif est de définir et d'élaborer un cadre méthodologique utile à l'analyse du comportement des investisseurs privés, nationaux et internationaux, face à une situation de risque politique liée à la présence d'un mouvement indépendantiste dans une région caractérisée par une économie développée et ouverte. Nous cherchons par la suite à appliquer ce cadre d'analyse à un cas particulier : celui du Québec. Nous cherchons à démontrer que le comportement des investisseurs vis-à-vis une telle région diffère selon qu'ils soient nationaux ou étrangers. Impliqués dans le débat entourant la présence d'un mouvement indépendantiste au Québec et opposés à l'éventualité que le Québec déclare son indépendance, les investisseurs canadiens (incluant les investisseurs québécois), éventuellement guidés par des visées stratégiques, entretiennent un préjugé défavorable à l'égard du Québec dans leurs choix d'investissements au Canada car ils sont plus sensibles au *contentieux constitutionnel* et plus facilement préoccupés par la situation québécoise. L'opinion politique de ceux-ci affecte leur comportement, ce qui les pousse à désavantager le Québec par rapport aux autres provinces canadiennes. Ce n'est pas le cas des investisseurs étrangers qui n'est *a priori* aucunement touché par le débat constitutionnel canadien et que, pris selon une perspective mondiale, le Québec représente une zone à faible risque pour les investisseurs. Notre modèle d'analyse fait ressortir que toute différence de comportement entre ces deux groupes d'investisseurs peut s'expliquer que par une différence dans la perception de *facteurs politiques* dont le risque politique lié à présence d'un mouvement indépendantiste. L'opinion politique des investisseurs canadiens influence-t-elle effectivement leur comportement vis-à-vis du Québec par

rapport aux investisseurs étrangers ? Les résultats de nos recherches laissent croire que oui.

D'abord, une analyse synthétique de la situation économique et politique au Québec depuis le début des années 60 nous permet de constater qu'il est difficile d'établir une relation directe entre la présence d'un mouvement indépendantiste et l'économie; les effets économiques de l'incertitude politique sont difficilement perceptibles. Ensuite, pour des raisons tenant de la difficulté liée à la cueillette de données, il s'avère pratiquement impossible d'étudier directement le comportement des investisseurs étrangers vis-à-vis du Québec. Du coup, il devient irréalisable d'identifier la part canadienne de l'investissement total réalisé dans la province. Toutefois, une analyse de la notation d'agences d'évaluation de crédit canadiennes et internationales (*Canadian Bond Rating Service, Dominion Bond Rating Service, Standard and Poor's* et *Moody's*) fait ressortir que, depuis 1982, les agences canadiennes se montrent en moyenne plus défavorables à l'égard du Québec que ne le sont les agences internationales.

## Table des matières

	<b>Page</b>
Liste des tableaux.....	i
Liste des graphiques.....	ii
<b>Introduction.....</b>	<b>2</b>
<b>1. Le risque politique : état de la question.....</b>	<b>6</b>
<b>2. Cadre méthodologique.....</b>	<b>11</b>
2.1 Définitions.....	11
2.1.1 Risque politique.....	11
2.1.2 Incertitude politique.....	13
2.2 Modèle d'analyse.....	14
2.2.1 L'investissement et la décision d'investir.....	14
2.2.2 Mondialisation et investissement.....	18
2.2.3 Investissement et géographie (localisation).....	20
2.2.4 Conditions du modèle.....	22
<b>3. Portrait de l'économie québécoise depuis 1960.....</b>	<b>28</b>
3.1 Le Produit intérieur brut.....	28
3.2 L'emploi et chômage.....	33
3.3 Un portrait synthétique de la situation économique et politique du Québec.....	38
<b>4. L'évolution du portefeuille d'investissement.....</b>	<b>41</b>
<b>5. Les cotations des agences d'évaluation de crédit.....</b>	<b>60</b>
5.1 L'industrie du « credit rating ».....	60
5.2 La notation.....	65
5.3 Le Québec en cotes.....	70
<b>Conclusion.....</b>	<b>84</b>
 Bibliographie.....	 91
 Annexes	

**Liste des tableaux**

		Page
Tableau 1	Le cycle électoral et référendaire au Québec depuis 1960	29
Tableau 2	Croissance annuelle moyenne de l'investissement des Entreprises Québec-Ontario	48
Tableau 3	Investissements étrangers	55
Tableau 4	La notation des agences de cotation	68
Tableau 5	Le Québec en cotes	71
Tableau 6	L'Ontario en cotes	75
Tableau 7	Écarts entre agences internationales et canadiennes	77
Tableau 8	Écarts Ontario-Québec	79

**Liste des graphiques**

		Page
Graphique 1	PIB (en en termes de dépenses) Québec-Ontario	30
Graphique 2	Écarts PIB Québec-Ontario	31
Graphique 3	Pourcentage de l'économie canadienne Québec-Ontario	32
Graphique 4	Taux de création d'emplois Québec-Ontario	34
Graphique 5	Taux de chômage Québec-Ontario	37
Graphique 6	Investissement en capital fixe du secteur public en proportion du PIB Québec-Ontario-Canada	44
Graphique 7	Investissement en capital fixe privé par rapport au PIB Québec-Ontario-Canada	45
Graphique 8	Taux de croissance de l'investissement des entreprises Québec-Ontario	47
Graphique 9	Investissement des entreprises, population et PIB Québec-Ontario par rapport à l'ensemble du Canada	50
Graphique 10	Dettes nette (en % du PIB nominal) Québec-Ontario	81



*À ceux qui m'ont permis de me faire une idée;  
À ceux qui m'ont aidé à la développer;  
Et, aux mêmes qui ont contribué à me la faire oublier.*

## REMERCIEMENTS

Paris, le 7 novembre 1998

Je l'admets volontiers, l'élaboration de ce mémoire aurait été impossible sans l'aide, l'appui et le soutien de quelques personnes en particulier. Je m'en voudrais de ne pas prendre le temps de le souligner. Il est bien petit ce merci à côté de tout ce que ces personnes ont fait pour moi.

D'abord, je souhaite remercier mon directeur de recherche, Monsieur Philippe Faucher, qui n'a jamais craint de me dire ce qu'il pensait même (et surtout) lorsque je croyais que je n'avais pas tort. Sa franchise aura souvent été source de remises en question de certaines idées, ce qui ne pouvait qu'être bénéfique.

Ensuite, je remercie ces corrupteurs par excellence, Stéphane Paquin et Thierry Bransi. Ce qu'ils ont pu en entendre parler de ce mémoire ! Malgré la distance qui nous séparait, Stéphane n'a cessé de transmettre ses idées, critiques et opinions. Il n'a cessé non plus de m'encourager et de veiller, tant bien que mal, à ce que je ne m'éloigne pas trop de mes priorités. Malgré la différence d'horaire qui nous séparait, Thierry a toujours su être présent au bon moment, notamment, ce soir-là, où j'ai eu cette illumination sans laquelle ce travail n'aurait pu se faire. Il n'a jamais hésité à discuter mes choix même lorsque j'étais sûr de moi. Il a constamment tenté de me donner cette motivation nécessaire à l'accomplissement d'un tel travail. Je tiens aussi à remercier Stéphane Lambert qui, se trouvant dans une situation similaire à la mienne de ce côté de l'Atlantique, a fait preuve d'une grande compréhension vis-à-vis des problèmes liés à la finalisation de ce mémoire. Je souhaite également remercier un autre ami, Fernando Chinchilla, avec qui je ne perds pas contact malgré l'éloignement.

Je tiens à remercier tout spécialement deux personnes qui me sont très chère, mon père et ma mère. Leur soutien moral et, faut-il l'ajouter, leur appui financier m'auront été indispensables. Je suis sincèrement reconnaissant (même si je n'arrive pas toujours à le démontrer) pour tout ce qu'ils font pour moi. À ma mère, je dois cette capacité à toujours prendre la vie du bon côté ainsi que cette confiance en mes moyens qui me donne la capacité de foncer sans penser aux obstacles. À mon père, je dois certainement ce goût du travail bien fait, cette minutie qui me rend dingue à l'occasion ainsi que cette constante volonté de me surpasser.

Encore une fois, il est bien petit ce merci à côté de ce que vous avez fait pour moi; ma gratitude est inexprimable.

*Hoc volo, sic jubeo, sit pro ratione voluntas*  
(Je le veux, je l'ordonne, que ma volonté tienne lieu de raison).  
- Juvénal

## **Introduction**

L'incertitude politique et économique qu'aurait engendré et qu'entreprendrait le mouvement indépendantiste constitue l'une des principales préoccupations des opposants à l'indépendance du Québec. Selon eux, ce climat d'incertitude expliquerait les maux dont souffre l'économie québécoise dans son ensemble. De l'incertitude découleraient, entre autres, le niveau de chômage élevé et la faible croissance économique de cette province. Si elle prévaut, l'incertitude agit sur le comportement de l'investisseur. C'est en affectant l'investissement privé qu'elle a des effets sur l'économie. L'incertitude et le risque politique représentent le lien entre la présence d'un mouvement indépendantiste et l'économie québécoise. Mais, il est permis de se questionner sur l'existence d'un tel lien. Autrement dit, l'incertitude politique liée à une potentielle sécession entre le Québec et le Canada est-elle suffisamment importante pour modifier le comportement des investisseurs vis-à-vis du Québec ?

Cette étude vise à vérifier si l'**idée** d'indépendance a toute l'influence que plusieurs lui attribuent sur l'investissement privé. Elle vise également à vérifier si le comportement des investisseurs pris dans leur ensemble est différent face au Québec selon qu'ils soient canadiens ou étrangers. L'opinion politique des investisseurs canadiens influence-t-elle leur comportement en tant qu'investisseurs au Québec ?

L'accession du Québec à la souveraineté entraînerait des changements majeurs aux niveaux politique et institutionnel. Face à cette éventualité, les investisseurs adoptent probablement des comportements différents de ceux qu'ils adopteraient si elle n'existait pas ou si elle s'avérait improbable. Le comportement des investisseurs est

affecté par la « question constitutionnelle ». Mais est-il affecté de manière significative ? Et, celui des investisseurs canadiens l'est-il davantage ?

Nous distinguons deux groupes (deux ensembles) d'investisseurs. D'un côté, il y a les investisseurs québécois et canadiens (investisseurs nationaux) qui sont touchés, voire impliqués dans le débat sur l'indépendance. De l'autre, on retrouve les investisseurs étrangers (investisseurs internationaux), qui, *a priori*, ne sont aucunement touchés par ledit débat. Dans le cas des investisseurs étrangers, leur comportement vis-à-vis du Québec est le même que celui vis-à-vis du reste du monde; il est fondé sur une logique purement économique, sur la base d'une stricte rationalité d'affaires. Pris dans une perspective globale, le Québec comme le Canada représente une zone à faible risque pour les investisseurs. Les investisseurs étrangers partent de ce constat dans leur processus de choix d'investissement.

Pour leur part, les investisseurs nationaux, éventuellement guidés par des visées stratégiques, défavorisent le Québec dans leurs choix d'investissement au Canada. En effet, leur implication dans le débat et leur allégeance nationale affectent leurs décisions. Vivement opposés au mouvement indépendantiste québécois, les investisseurs canadiens se laissent influencer par leur opinion politique. Bref, dans leurs choix d'investissement au Canada, les investisseurs nationaux investissent moins au Québec que les investisseurs étrangers en proportion de leurs investissements au Canada. En effet, les perceptions face à certains facteurs politiques dont le risque lié à la présence d'un mouvement indépendantiste jouent sur les décisions d'investissement. Ces perceptions jouent un rôle plus grand (et plus négatif) chez les investisseurs canadiens, plus sensibles à la question nationale et plus

facilement préoccupés par la situation québécoise. Telles sont nos hypothèses principales.

Ces différences de comportement se manifestent dans l'analyse de la proportion d'investissements faits au Québec par rapport à l'ensemble du portefeuille d'investissements réalisés au Canada. La proportion québécoise devrait ainsi être plus faible pour les investisseurs nationaux par rapport aux investisseurs internationaux.

Également, nous procéderons à une analyse des évaluations des agences de notation de crédit. Celle-ci devrait nous montrer que la perception de facteurs politiques (principalement due à leur sensibilité face à la « question nationale ») influencent l'évaluation des agences nationales quant à la qualité des titres de créances émis par le gouvernement québécois.<sup>1</sup> Ainsi, une comparaison, à critères standardisés, entre la notation de *Canadian Bond Rating Services* (CBRS), *Dominion Bond Rating Service* (DBRS) et des deux principales agences internationales (*Moody's* et *Standard & Poor's*) révélera des écarts dans les résultats d'évaluation (les cotes).

Dans le cadre de ce travail de recherche, nous développons un modèle d'analyse sur le comportement des investisseurs nationaux et internationaux vis-à-vis le Québec. L'élaboration d'un tel modèle est nécessaire puisque la littérature existante sur le risque politique s'applique mal à la situation étudiée. En effet, cette littérature s'adapte difficilement au risque politique lié à la présence d'un mouvement indépendantiste à

---

<sup>1</sup> Les agences d'évaluation de crédit peuvent être considérées comme des « guides » pour les investisseurs. Il apparaît donc fondé, dans un souci de simplification, d'assimiler leur comportement à celui des investisseurs dans une étude comme la nôtre qui ne cherche non pas à expliquer l'investissement canadien et étranger au Québec de manière individuelle ou particulière (se rapportant à chaque investisseur pris individuellement) mais de manière générale ou agrégée.

l'intérieur d'une économie développée, moderne et libre-échangiste. Ce modèle fait ressortir que toute différence de comportement entre l'ensemble des investisseurs nationaux et l'ensemble des investisseurs internationaux ne peut s'expliquer que par une différence dans la perception qu'ils ont de facteurs politiques, donc du risque politique.

Bref, nous prétendons que l'opinion politique influence le comportement des investisseurs nationaux et l'évaluation des agences de notation de crédit nationales. Empiriquement, on observe un écart entre les investissements nationaux réalisés au Québec par rapport aux investissements internationaux réalisés dans cette même province en proportion des investissements (nationaux et internationaux) réalisés au Canada. De même, remarque-t-on un écart entre les notations attribuées aux obligations à long terme émises par le gouvernement du Québec par les agences nationales d'une part et par les agences internationales d'autre part. Nous cherchons donc à comprendre ces écarts et à interpréter ces différences de comportement et d'évaluation. Partant du constat que, en définitive, les investisseurs canadiens ne se distinguent des investisseurs étrangers que par leur « nationalité », l'explication de ces écarts ne peut provenir que d'une appréhension dissemblable de facteurs politiques; les investisseurs canadiens étant manifestement plus sensibles vis-à-vis du nationalisme québécois et du risque politique qui en découle. En effet, c'est de leur pays dont il est question, ce qui n'est pas le cas pour les investisseurs étrangers. Nous ne cherchons pas à expliquer ou à modéliser le comportement individuel de l'investisseur canadien ou étranger. Nous souhaitons simplement interpréter le comportement de chaque groupe, de chaque agrégats d'investisseurs, en les comparant l'un à l'autre.

La facture de ce travail est la suivante. Premièrement, nous présenterons un état de la question sur le risque politique dans sa relation avec l'investissement. Deuxièmement, nous allons présenter le cadre méthodologique que nous utiliserons. Dans cette seconde partie, il sera nécessaire en premier lieu de définir certains concepts qui nous seront utiles. Par la suite, nous allons les insérer dans un modèle d'analyse simple qui nous permettra de mettre en relations ces concepts. Troisièmement, nous exposerons un portrait de la situation économique québécoise dans le contexte canadien depuis 1960. Quatrièmement, nous étudierons l'évolution du portefeuille canadien d'investissements dans le but de caractériser le comportement des investisseurs locaux et étrangers à l'égard du Québec. Enfin, avant de conclure, nous nous attarderons au comportement des « lanternes » des investisseurs, c'est-à-dire les agences d'évaluation de crédit.

## **1. Le risque politique : état de la question**

La littérature concernant le risque politique est riche mais, comme nous allons le voir, elle est peu signifiante pour l'analyse du risque politique au Québec. Ceci justifie notre intention d'élaborer et d'utiliser un nouveau cadre d'analyse avec la construction d'un modèle. Les cadres existants font peu de cas d'exemples comme le Québec ou le Canada et pour cause. Il s'agit d'économies modernes et développées (le Canada est entre autres membre du G7, de l'OMC et de l'OCDE), qui favorisent le libre marché et qui, en défenseurs convaincus de la libéralisation des échanges internationaux, s'intègre aisément dans la nouvelle économie mondiale. D'ailleurs, fortement intégré à l'économie nord-américaine grâce notamment à l'ALÉNA, le

Canada, encouragé par le Québec, travaille désormais à une intégration complète des économies du continent américain.<sup>2</sup>

Bien que la présence d'un mouvement indépendantiste d'importance au Québec puisse, à terme, provoquer d'importants changements aux niveaux politique et institutionnel tant au Québec qu'au Canada, il y aurait peu à craindre sur le plan économique. Les leaders du mouvement indépendantiste québécois ont, depuis les vingt dernières années du moins, constamment affirmé leur attachement à des principes libéraux, démocratiques et pacifiques. De plus, il est clair que le Canada, dans l'éventualité d'une sécession de la province de Québec, aurait tout avantage (économiquement du moins) à assurer une période de transition harmonieuse, ce qui évidemment réduit l'incertitude et le risque.<sup>3</sup>

Cette thèse est également défendue du côté du Canada anglais. Dans une analyse présentant un scénario vraisemblable sur le déroulement de la transition advenant un vote positif lors d'un prochain référendum, Robert A. Young, professeur au département de science politique de l'Université Western en Ontario, soutient la thèse que dans l'éventualité de la souveraineté du Québec, le Canada acceptera la séparation et en négociera rapidement les termes.<sup>4</sup> Alan Freeman et Patrick Grady se

---

<sup>2</sup> Nous pensons évidemment ici aux pourparlers visant la création de la Zone américaine de libre-échange (ZLEA).

<sup>3</sup> Lors des travaux organisés dans le cadre de la Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec, la Commission Bélanger-Campeau, plusieurs experts ont été appelés à se prononcer sur diverses questions d'ordre économique. Ceci est rapporté dans un rapport intitulé *Éléments d'analyse économique pertinents à la révision du statut politique et constitutionnel du Québec*, publié en 1991. Plusieurs économistes y ont soutenu la thèse selon laquelle le reste du Canada aurait intérêt à maintenir l'espace économique et monétaire existant. Voir entre autres Bernard Fortin (1991), *Les options monétaires d'un Québec souverain*, p.283-302 et Secrétariat de la Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec (1991), *L'accès du Québec aux marchés extérieurs et à l'espace économique canadien*, p.19-54.

<sup>4</sup> Robert A. Young (1995), *La sécession du Québec et l'avenir du Canada*, Québec, Presses de l'Université Laval. Il traite notamment des questions relatives au commerce, à l'économie et à la monnaie dans les chapitres 3 (« Les relations économiques entre le Canada et le Québec ») et 4 (« La politique monétaire ») de cet ouvrage.



sont également penchés sur les relations futures entre le Québec et le Canada en cas de sécession.<sup>5</sup>

« Le Canada devrait également faire ce qu'il peut pour que la transition du Québec du statut de province à celui de nation se fasse le plus facilement possible, parce que nous sommes nous aussi sensibles aux bouleversements du Québec. Nous devrions donc offrir de maintenir les dispositions commerciales existantes pour une période pouvant aller jusqu'à trois ans et offrir également de faciliter l'admission du Québec à l'ALÉNA et au GATT ».<sup>6</sup>

Toutefois, comme nous le verrons plus loin, certains développements demeurent incertains car il est impossible de prévoir les événements futurs avec précision. Il ne serait pas vain de faire état de recherches portant sur le risque politique dans sa relation avec l'investissement. Ce sont principalement les conséquences économiques de ce risque ainsi que son influence sur le comportement de certains agents économiques qui intéressent la présente recherche.

Nombre d'études traitent du risque politique dans sa relation avec l'investissement direct étranger (IDÉ). Parmi ces études, J. Saúl Lizondo en distingue deux catégories : 1) celles qui sont basées sur des enquêtes faites auprès de firmes multinationales visant à découvrir comment leur processus de décision en matière d'investissement à l'étranger est affecté par le risque politique et 2) celles qui utilisent des techniques économétriques telle que l'analyse de régression pour évaluer l'effet qu'a le risque politique sur l'IDÉ.<sup>7</sup> Paradoxalement, Lizondo soulève que ces études ne conduisent pas à des résultats semblables. Alors que la plupart des études basées sur des enquêtes amènent à penser que le risque politique est un facteur important dans le processus de décision relatif à l'investissement étranger, les études utilisant des

---

<sup>5</sup> Alan Freeman et Patrick Grady (1995), *Québec Canada : les enjeux de la division*, Montréal, Éditions Hurtubise HMH.

<sup>6</sup> Ibid., p.166.

<sup>7</sup> J. Saúl Lizondo (1990), *Foreign Direct Investment*, IMF working papers, WP/90/63, July, p.17-18.

techniques économétriques ne sont pas aussi concluantes. Certaines montrent qu'il existe une relation négative entre le risque politique et l'IDÉ (i.e. l'existence d'un risque politique provoque une baisse de la valeur de l'IDÉ). D'autres analyses, au contraire, n'arrivent pas à démontrer de liens statistiquement significatifs entre ces deux variables.<sup>8</sup> Toujours selon Lizondo, plusieurs raisons peuvent expliquer cette situation :

*« For one thing, it is difficult to measure political risk or political instability. Second, a given political event may give rise to different levels of risk depending on the country of origin of the investment, or on the type of industry in which the investment was made. Furthermore, some cross-country econometric studies did not allow for lags between the time when a change in risk is perceived and the time when the change in foreign direct investment takes place. Finally, some of the early studies did not include factors, other than political risk, as explanatory variables of foreign direct investment ».*<sup>9</sup>

Chase, Kuhle et Walther<sup>10</sup> croient de leur côté que les déterminants économiques jouent un rôle plus important dans la décision d'investir à l'étranger que les déterminants politiques. Néanmoins, ils tentent de trouver une variable qui pourrait mesurer correctement le risque politique. Ils cherchent donc à tester l'utilité de certains indices de risque politique (« *political risk index* ») offerts par quelques organismes. Ils ne sont toutefois pas arrivés à démontrer que le retour sur investissement dans le cas des IDÉ est plus élevé dans les cas où les pays présentent un risque politique élevé selon les indices de ces organismes. Le risque politique ne serait donc pas, selon leur analyse, lié à la prime de risque. Il s'agit là d'une analyse intéressante car elle ne s'attarde pas à la valeur des investissements mais plutôt au lien entre le risque politique et la prime de risque. Leur étude amène à croire que l'investisseur étranger ne reçoit pas un rendement supérieur lorsqu'il y a risque politique dans un pays. Cela solidifie l'hypothèse soutenue par la plupart des auteurs

---

<sup>8</sup> Ibid., p.18.

<sup>9</sup> Ibid.

<sup>10</sup> C.D. Chase, J.L. Kuhle et C.H. Walther (1988), « The Relevance of Political Risk in Direct Foreign Investment », *Management International Review*, Vol. 28, no.3.

en finance internationale : « *the decision process to invest abroad is fundamentally not different from the decision process to invest domestically* ». <sup>11</sup> Il s'agit ici d'un élément tout à fait important qui sera à la base de la construction de notre modèle sur le comportement des investisseurs nationaux et étrangers en présence d'un risque politique causé par la présence d'un mouvement indépendantiste à l'intérieur d'une économie développée et libre-échangiste.

En outre, la mesure du risque politique représente une difficulté pour toute analyse traitant de la problématique. S'il est possible, comme nous le verrons, de définir cette variable, il en va autrement lorsque vient le temps de la mesurer parce que le risque politique repose sur de nombreux facteurs qualitatifs. On a vu plus tôt que Lizondo a soulevé ce problème de mesure alors qu'il tentait d'expliquer les différences entre les résultats des certaines études. Il n'est évidemment pas le seul à l'avoir fait. Parmi eux, Lars H. Thunell le soulignait déjà dans les années 70 :

*« The problem is, however, that even if the current political stability can be measured and estimated, it is very hard how this will affect political stability in the future. This means that it is extremely difficult to estimate political risk ».* <sup>12</sup>

Nous avons su éviter ce problème dans la construction de notre modèle d'analyse. Il s'agit là d'un aspect intéressant du cadre méthodologique que nous développons. La mesure du risque politique (variable indépendante) n'est pas nécessaire à l'utilisation de ce modèle.

---

<sup>11</sup> Ibid., p.31-32.

<sup>12</sup> Lars H. Thunell (1977), *Political Risks in International Business*, New York, Praeger Publishers, p.7-8.

## 2. Cadre méthodologique

### 2.1 Définitions

Il serait important de clarifier dès maintenant la signification de quelques termes fréquemment employés, à tort, comme synonymes. Également, chacun de ces concepts sont quelques fois définis de manières différentes selon les auteurs. Il devient alors nécessaire d'identifier les définitions les mieux adaptées au cadre de notre recherche. L'emploi des termes utiles pour la suite de ce travail sera fait en référence à ces définitions.

#### 2.1.1 Risque politique

Cette notion de risque politique est pour le moins vague. Elle renvoie, pour plusieurs, à des événements politiques précis tels des coups d'État, des guerres, des révolutions, etc. En fait, une telle conception du risque politique est fort incomplète et, par conséquent, peu utile. Le risque politique englobe une multitude de circonstances et c'est pourquoi ce concept est difficile à définir de manière détaillée et complète. Tous les spécialistes s'entendent cependant pour affirmer que le risque politique correspond à des « conséquences indésirées d'activités politiques ».<sup>13</sup>

De façon simplifiée, du point de vue d'un investisseur, le risque politique peut être défini comme une perte financière potentielle due à un événement politique.<sup>14</sup> Mais, il doit également être compris d'une manière plus large. Bernard Marois définit le risque politique comme « le risque ou la probabilité de matérialisation d'un *sinistre*,

---

<sup>13</sup>Hacène Benmansour et Corinne, Vadcar (1995), *Le risque politique dans le nouveau contexte international*, Paris, Dialogues Éditions, p.15.

<sup>14</sup>Plusieurs études utilise cette simple définition (voir entre autres Hefferman (1985) ou Calverley (1989)). Elle est incomplète mais elle a l'avantage d'être claire et très facile à utiliser. Nous préférons toutefois une

résultant du *contexte économique et politique d'un État* ». <sup>15</sup> Selon lui, le *sinistre* peut être causé par l'immobilisation d'actifs (confiscation de biens, blocage de fonds, moratoire ou répudiation de dette), la perte d'un marché pour des raisons autres que commerciales ou par une atteinte à la sécurité des personnes. En outre, en ce qui concerne le *contexte économique et politique d'un État*, il peut s'agir de mesures prises par le gouvernement, d'événements internes tels que des émeutes ou une révolution, d'événements externes comme une guerre ou un boycott ou de situations particulières telles qu'une inflation en forte croissance ou un surendettement extérieur.

Cette définition rejoint celle avancée par William H. Overholt. Ce dernier se place cependant dans une perspective plus organisationnelle puisqu'il s'intéresse particulièrement à l'évaluation du risque politique et aux méthodes permettant d'y arriver. Cela le pousse à adopter une définition élargie. Selon lui, la possibilité qu'un événement de nature politique génère une perte de propriété pour une organisation, force celle-ci, contre son gré, à une réorganisation, menace ses intérêts et la sécurité de ses employés ou que cet événement risque de lui faire perdre un marché de consommateurs représente également un risque politique.

*« An organisation suffers if it loses some of its ownership, if it is forced to re-organise in undesired ways, if its employees or their interests are injured, if it cannot import the necessary technology or export capital, or if it loses customers for political reasons. Such events can affect the flow of funds or not, but in either case the organisation suffers ; the possibility of such damage is political risk ».* <sup>16</sup>

---

définition élargie car le risque politique est un phénomène complexe qui ne touche pas seulement à la possibilité d'une perte financière.

<sup>15</sup>Bernard Marois (1990), *Le risque-pays*, Paris, Presses universitaires de France, p.5.

<sup>16</sup> William H. Overholt (1982), *Political Risk*, London, Euromoney Publications, p.15.

Le risque est dans ce cas-ci, comme pour Marois, défini comme la probabilité d'un *sinistre* (« *damage* »). Dans la construction de notre cadre d'analyse, nous adopterons une perspective identique.

Au Québec, la présence d'un mouvement indépendantiste doit être considérée comme un risque car il entretient la probabilité d'une éventuelle indépendance. Il entretient également de l'incertitude qui, comme nous le verrons, est une constituante du risque.

### 2.1.2 Incertitude politique

Le risque n'est pas aisément mesurable<sup>17</sup>. Ainsi, nous sommes amenés à parler d'incertitude. L'incertitude doit être distinguée du risque ; elle représente le degré de doute dans l'évaluation d'un risque.<sup>18</sup> Par conséquent, elle diminue avec les connaissances qui sont acquises sur les composantes de ce risque. « *When the international manager makes a judgment of an uncertain political event in a host country he thereby converts a political uncertainty in political risk* ».<sup>19</sup> L'incertitude est donc la part non mesurable du risque mais, elle demeure tout de même une composante du risque. Elle est alimentée par l'imprévisibilité de facteurs souvent qualitatifs. Dans le cas qui nous intéresse, la possibilité pour le Québec d'accéder à l'indépendance génère passablement d'imprévisibilité face à l'avenir. Le partage des actifs et des passifs du gouvernement fédéral, aux choix monétaires qu'effectuerait un Québec indépendant, à l'adhésion du Québec comme pays membre de l'ALENA, aux futures relations politiques et économiques entre le Québec et la Canada, à la réaction des marchés

---

<sup>17</sup>Le risque correspond à la variabilité du rendement d'un actif par rapport à son rendement espéré.

<sup>18</sup> Lars H. Thunell (1977), *op.cit.*, p.4.

<sup>19</sup> Franklin R. Root (1972), « Analysing Political Risk in International Business » dans A. Kappor et Phillip Grub (éd.) *Multinational Enterprise in Transition : Selected Readings and Essays*, Détroit, Darwin Press. Repris également dans Thunell (1977), p.5.

étrangers et à ses effets sur le dollar canadien et les taux d'intérêt, à la possibilité de conflits sociaux, aux questions entourant l'intégralité du territoire figurent parmi les sujets imprévisibles. Bien entendu, plusieurs affirment que tout devrait être réglé rapidement et équitablement<sup>20</sup> mais, lorsque de gros montants d'argent sont en jeu, certains semblent (et avec raison) très sensible face à une situation pour le moins incertaine. L'incertitude explique donc le comportement « défensif » qu'adopte les investisseurs face au risque politique.<sup>21</sup>

## **2.2 Modèle d'analyse**

### *2.2.1 L'investissement et la décision d'investir*

L'investissement est sans doute le comportement le moins bien expliqué par la théorie économique. En effet, la notion d'investissement est difficile à appréhender en raison des multiples dimensions qu'elle recouvre. La problématique de l'investissement diffère selon le secteur d'activités, la taille et la structure de l'entreprise, la nature et la durée de vie d'un projet, etc. Sans entrer dans les détails, ajoutons que la notion d'investissement varie selon quelle soit abordée par l'économiste, le comptable, le gestionnaire ou encore le stratège. L'analyse devient complexe car l'investissement n'est pas qu'un acte économique, comptable ou stratégique. C'est tout cela à la fois. Il est impossible de dissocier les décisions stratégiques et les décisions d'investissement. Aussi, à tout investissement correspond un coût financier.

Notre modèle sert à expliquer et à interpréter les écarts entre le comportement des investisseurs nationaux et internationaux face à une situation de risque politique

---

<sup>20</sup> Voir Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec (1991), *op.cit.*, Young (1995), *op.cit.* ainsi que Freeman et Grady, *op.cit.*

<sup>21</sup> Bernard Marois (1990), *op.cit.*, p.7.

liée à la présence d'un mouvement indépendantiste. Nous souhaitons éviter la complexité généralement liée à la problématique de l'investissement et du comportement des investisseurs en l'abordant d'un point de vue agrégé et en adoptant une perspective comparative. Ainsi, il devient possible d'ignorer tous les aspects spécifiques à chaque investissement. Nous développerons ceci un peu plus loin. D'abord, il est nécessaire de présenter brièvement divers éléments théoriques liés à l'investissement et à la décision d'investir.

La prise de décision en matière d'investissement se fonde principalement sur deux objectifs : la maximisation du rendement (sur la période considérée) et la minimisation du risque. Il y a recherche d'équilibre entre ces deux objectifs. Selon une perspective microéconomique, pour chaque investisseur, la décision d'investir dépendra du rendement anticipé (*expected return*) par celui-ci et de son degré d'aversion (ou de tolérance) au risque (*risk aversion* ou *risk tolerance*). Ainsi, l'individu ayant une forte aversion au risque sera moins enclin à investir dans un projet comportant un fort degré de risque même si cet investissement promet un rendement plus élevé. En d'autres termes, plus un investissement est considéré risqué par l'investisseur, plus celui-ci exige un rendement élevé. C'est ce qu'on appelle le *risk-return trade-off*.<sup>22</sup> « *Investors face a trade-off between risk and expected returns. Historical data confirm our intuition that assets with low degrees of risk provide lower returns on average than those of higher risk* ». <sup>23</sup> Le risque dont il est question ici est le risque lié strictement à l'investissement lui-même, du fait que les bénéfices sont futurs

---

<sup>22</sup> Zvi Bodie, Alex Kane et Alan J. Marcus (1998), *Essentials of Investments*, McGraw-Hill, 3<sup>e</sup> édition, pp.137-161.

<sup>23</sup> Ibid., p.160.



et donc incertains. Il ne faut pas confondre celui-ci avec le risque politique lié à la présence d'un mouvement indépendantiste qui est, lui, exogène.

Le temps et le risque représentent donc des éléments de première importance lorsque l'on traite de l'investissement. Au sens large, l'investissement implique un sacrifice présent dans le but de soutirer un bénéfice futur. Le sacrifice est connu. Le bénéfice est futur et, du coup, incertain. Le rendement correspond grossièrement au prix de la patience de l'investisseur. Le risque tient de la relative méconnaissance vis-à-vis de l'avenir, même rapproché. En plus du temps et du risque, Avinash Dixit et Robert Pindyck attribuent une troisième caractéristique à l'investissement : son irréversibilité (totale ou partielle). Une dépense d'investissement doit être considérée, au moins partiellement, comme un « coût perdu », un *sunk cost*.<sup>24</sup>

Au niveau microéconomique, chaque investissement est le résultat d'une décision de l'investisseur. Théoriciens et praticiens s'efforcent tant bien que mal à *modéliser* ce processus décisionnel en tentant de définir des choix optimaux en la matière (calcul de la valeur actualisée nette (VAN), du délai de récupération, etc.). Au niveau macroéconomique, on recherche plutôt à lier l'investissement à d'autres variables comme la croissance économique, le niveau d'emploi, les coûts salariaux, les taux d'intérêt ou la fiscalité.<sup>25</sup> Mais, force est de constater que la tâche est ardue. Daniel Fixari explique bien cette situation.

« Ces deux approches microéconomique et macroéconomique se heurtent, sur le plan théorique, à la difficulté de prendre en compte l'aspect majeur de l'investissement qu'est le pari sur l'avenir qu'il constitue. Comment rationaliser un comportement face au risque ou simplement le décrire, dès lors qu'en économie on n'est pas simplement confronté à de l'aléatoire (du type pile ou face), mais à de l'incertitude, où, *à priori*, rien n'est probabilisable ? Une autre difficulté est que l'on sait mal comment les entreprises

<sup>24</sup> Avinash K. Dixit et Robert S. Pindyck (1994), *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, p.135.

<sup>25</sup> Daniel Fixari (1995), *Méthodologie de l'investissement dans l'entreprise*, Éditions La Découverte, p.3.

choisissent en pratique leurs investissements. Si le flair du dirigeant, ses anticipations et son goût du risque entrent en jeu, ce ne sont pas les seuls facteurs. Les entreprises ont également des méthodologies de calcul pour guider leur choix, effectuer un tri préalable dans les projets soumis ensuite à l'arbitrage du sommet. Les calculs économiques qui y sont menés, qui peuvent entretenir des rapports proches ou lointains avec ceux préconisés par la théorie, diffèrent d'une entreprise à l'autre, et évoluent au fil du temps ».<sup>26</sup>

Il est possible d'établir une typologie des investisseurs. Bodie, Kane et Marcus identifient six principales catégories d'investisseurs : les investisseurs individuels, les investisseurs professionnels (trusts personnels et fonds mutuels), les fonds de pension, les compagnies d'assurance-vie, les autres compagnies d'assurance et les banques.<sup>27</sup> Ces distinctions sont importantes car les objectifs (en termes de rendements exigés par rapport à la tolérance au risque) et les contraintes varient d'un type d'investisseurs à un autre. Parmi ces contraintes liées à l'investissement, les mêmes auteurs soulignent la liquidité, l'horizon temporel, la législation (sans oublier les contraintes imposées par la loi aux investisseurs institutionnels), les considérations fiscales et les besoins spécifiques (liés par exemple à l'âge, à la santé, à des considérations éthiques, etc.).<sup>28</sup> Cela complexifie évidemment toute tentative de théorisation du processus décisionnel des investisseurs dans une perspective microéconomique ou individuelle. C'est pourquoi nous ne cherchons pas à adopter une telle perspective ni à comprendre spécifiquement la décision d'investir. Nous cherchons plutôt à comprendre le comportement différencié des investisseurs nationaux et internationaux au Québec à partir d'observations empiriques. En fait, nous allons le voir, il ne devrait pas, en principe, exister d'écart entre l'investissement canadien et l'investissement étranger réalisé au Québec; la part du Québec dans le portefeuille d'investissements faits au Canada par ces deux groupes d'investisseurs devraient théoriquement être la même. Il

---

<sup>26</sup> Ibid.

<sup>27</sup> Zvi Bodie, Alex Kane et Alan J. Marcus (1998), op.cit., pp.114-118.

<sup>28</sup> Ibid., pp.118-121.

en va de même en ce qui concerne les cotes attribuées au titres à long terme du gouvernement du Québec par les agences de notation nationales et internationales. Au sections 4 et 5, nous procéderons à une présentation de nos observations. Nous vérifierons qu'elles révèlent des écarts. Nous essayons donc, par la construction d'un modèle d'analyse, d'établir une *grille de lecture* pour interpréter ces écarts. À partir de cette *grille de lecture*, il nous sera possible d'expliquer ces écarts par l'opinion politique de l'investisseur canadien, par sa plus grande sensibilité vis-à-vis de facteurs politiques.

Rapidement, il serait maintenant important de discuter du lien entre mondialisation et investissement. Cela permettra de justifier et de valider la distinction faite entre investisseurs nationaux et internationaux. Nous verrons que, selon une lecture économique, l'investissement canadien et étranger fait au Québec devrait être similaire (ou tendre à l'être) en proportion de l'investissement fait au Canada.

### 2.2.2 Mondialisation et investissement

Les frontières nationales font de moins en moins obstacles aux mouvements de capitaux. Les espaces économiques s'intègrent et l'interdépendance s'accroît à un rythme graduel mais sûr. Kinichi Ohmae soutient même qu'il est devenu absurde de tenter de comprendre l'économie mondiale selon une cartographie « onusienne ».<sup>29</sup> Certes, cet auteur adopte un point de vue extrême pour ne pas dire extrémiste, mais, en ce qui concerne les mouvements de capitaux et l'investissement, son analyse n'est

---

<sup>29</sup> Kinichi Ohmae (1995), *The End of Nation State*, Harper Collins Publishers. Dans cet ouvrage, l'auteur essaie de démontrer la non pertinence de l'État-nation comme unité d'analyse dans l'étude des relations économiques internationales. En effet, il prétend que l'État-nation n'a plus de contrôle sur les quatre fondements de la « nouvelle économie mondiale », les 4 I: l'Information, l'Industrie, l'Individu et l'Investissement. Ce livre a été traduit en français sous le titre *De l'État-nation aux États-régions*.

certainement pas dépourvue de sens. « *Investment is no longer geographically constrained* ». <sup>30</sup> Pour un Américain, par exemple, il est désormais aussi facile, d'un strict point de vue économique du moins, d'investir en Pennsylvanie qu'au Manitoba. Selon Ohmae, tout est une question d'opportunité. Les opportunités d'investissement dans le monde ne se trouvent pas nécessairement où l'argent se trouve géographiquement. C'est pourquoi une multitude de mécanismes ont été développés afin que les capitaux puissent s'affranchir des frontières nationales. Alan Greenspan, président de la Banque fédérale américaine, rejoint Ohmae sur ce point.

*« As a result of very rapid increases in telecommunications and computer-based technologies and products, a dramatic expansion in cross-border financial flows and within the countries has emerged. (...) These technology-based developments have so expanded the breadth and depth of markets that governments, even reluctant ones, increasingly have felt they have little alternative but to deregulate and free up internal credit and financial markets (...) Complex financial instruments – derivated instruments, in one form or another – are being developed to take advantage of the gains in communications and information technology ».* <sup>31</sup>

De plus, les accords inter-étatiques tels que l'ALENA ou encore l'Union européenne favorisent une libre-circulation des capitaux sur les territoires des États signataires. Cependant, comme l'indique Hanson, la longue histoire des échanges canado-américain rend très difficile l'identification d'un quelconque impact de l'Accord de libre-échange canado-américain entré en vigueur en 1989 ou de l'ALENA (1994) sur la localisation de l'industrie au Canada.

*« Though the Canada-USA free-trade agreement was passed in 1989, the United States has exerted a strong pull on Canadian industry for more than a century. Perhaps for this reason, there has been little empirical work on how changes in Canadian economy trade policy have influenced industry location in the country ».* <sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> Ibid., p.2-3.

<sup>31</sup> Alan Greenspan (1998), « The Globalization of Finance », *The Cato Journal*, vol. 17, no. 3. Extraits d'une allocution présentée à la *Cato Institute's 15<sup>th</sup> Annual Monetary Conference* le 14 octobre 1997. (Obtenu sur le Web à l'adresse suivante : <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-1.html>).

<sup>32</sup> Gordon H. Hanson (1998), « North American Economic Integration and Industry Location », *Oxford Review of Economic Policy*, vol.14, no.2., p.35.

Maintenant que nous avons su montrer que le comportement d'un investisseur ne devrait pas en théorie être altéré par son origine nationale – ce n'est pas difficile et c'est pourquoi il n'est pas nécessaire d'en traiter davantage –, nous souhaitons nous attarder aux aspects théoriques touchant la localisation de l'investissement.

### 2.2.3 Investissement et géographie (localisation)

L'activité économique est inégalement « distribuée » entre les pays du monde et entre les régions d'un même pays. Ce constat pousse évidemment plusieurs chercheurs à tenter d'établir un lien entre géographie et économie. Les « théories de la localisation » peuvent nous aider à expliquer la distribution géographique de l'investissement. Si l'explication par les « avantages comparatifs » et la proximité du marché est utile, elle reste insatisfaisante. Une présentation des principales approches théoriques sur la localisation devient alors nécessaire pour nous permettre d'identifier quelques déterminants de l'investissement au Québec.

Marius Brülhart procède à une catégorisation des théories de la localisation en distinguant trois grandes écoles théoriques : la théorie néo-classique (*neo-classical theory (NCT)*), la nouvelle théorie des échanges (*new trade theory (NTT)*) et la nouvelle géographie économique (*new geographic economy (NEG)*).<sup>33</sup> Parce que tel n'est pas l'objectif de la présente recherche, nous ne présenterons pas en profondeur chacune de ces approches.<sup>34</sup> Nous sommes essentiellement intéressés par les déterminants de l'investissement et de la distribution géographique de celui-ci. Les écoles théoriques mettent l'accent sur différents déterminants en fonction de caractéristiques propres

<sup>33</sup> Marius Brülhart (1998), « Economic Geography, Industry Location and Trade : The Evidence », *The World Economy*, vol.21, no.6, août, pp.775-801.

<sup>34</sup> Pour cela, nous renvoyons le lecteur intéressé à M. Fujita, Paul Krugman et A Venables (1998), *The Spatial Economy : Cities, Regions and International Trade*, MIT Press.

(hypothèses théoriques ou postulats) à celles-ci. Brülhart présente clairement ces caractéristiques à l'intérieur d'un tableau que nous reprenons ici. Ensuite, nous pourrions nous concentrer sur les déterminants et poursuivre la construction de notre modèle d'analyse.

	<b>Théorie néo-classique</b>	<b>Nouvelle théorie des échanges</b>	<b>Nouvelle géographie économique</b>
<b>Structure du marché</b>	Parfaitement concurrentiel	Concurrence monopolistique	Concurrence monopolistique
<b>Déterminants de localisation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Différences technologiques</li> <li>- Dotation en ressources naturelles</li> <li>- Dotations et intensités factorielles</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Degré des rendements croissants</li> <li>- Substituabilité des produits différenciés</li> <li>- Taille du marché intérieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Externalités pécuniaires (bassin de main-d'œuvre, relations <i>input-output</i>, etc.)</li> <li>- Externalités technologiques</li> <li>- Coûts de transaction</li> </ul>
<b>Localisation de l'industrie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Distribution globale de l'activité économique (travailleurs) déterminés par une dotation donnée</li> <li>- Spécialisation inter-industrielle</li> <li>- Équilibre unique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Distribution globale de l'activité économique (travailleurs) déterminée de manière exogène</li> <li>- Spécialisation inter et intra-industrielle</li> <li>- Équilibre unique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Distribution globale endogène de l'activité économique (travailleurs)</li> <li>- Forces centripètes de l'agglomération</li> <li>- Spécialisation inter et intra-industrielle</li> <li>- Équilibre multiple</li> <li>- « <i>U-curve</i> »</li> </ul>
<b>Structure d'échanges</b>	Échanges inter-industriels	Échanges inter et intra-industriels	Échanges inter et intra-industriels

Source : Marius Brülhart (1998)

Les déterminants de la localisation varient d'une école à l'autre. Mais notre objectif n'est pas de s'attarder à ces différences car là ne réside pas l'explication du comportement différencié des investisseurs nationaux et internationaux au Québec. Il est plutôt de comprendre l'investissement « localisé » au Québec en adoptant un angle d'analyse bien spécifique. La présentation de la théorie de la localisation nous a permis de faire ressortir les facteurs fondamentaux qui déterminent « spatialement » l'investissement. On pourrait bien sûr tenter d'appliquer tout cela au cas du Québec. Cependant, ce type de théorie a le défaut d'être présentée de manière trop générale et elle devient ainsi difficilement applicable.<sup>35</sup> C'est là un des problèmes majeurs pour

<sup>35</sup> Marius Brülhart (1998), *op.cit.*, p.779.

toute analyse portant sur l'investissement : l'investissement est le résultat d'une décision et que le processus décisionnel menant à l'action d'investir est difficilement généralisable car particulier à chacun. C'est exactement ici qu'apparaît la pertinence de ce mémoire de maîtrise et de l'intention de développer un cadre d'analyse nouveau. En effet, en nous intéressant à des groupes d'investisseurs, il est possible d'ignorer les « particularités décisionnelles » et, en utilisant la comparaison (entre chaque groupe d'investisseurs), d'éviter de sombrer dans la trop grande généralisation associée à la théorie de la localisation. Ainsi, nous sommes autorisés à tenter d'expliquer l'investissement au Québec à partir d'une variable nouvelle : l'opinion politique. Car il est nécessaire de le rappeler, nous ne souhaitons pas expliquer le comportement individuel de l'investisseur vis-à-vis du Québec ni expliquer la distribution canadienne de l'investissement. Nous cherchons simplement à comprendre pourquoi la part québécoise est plus petite dans le portefeuille d'investissements canadien des investisseurs nationaux par rapport à celui des investisseurs internationaux. De même, nous cherchons à comprendre pourquoi les cotes attribuées aux titres de créance du gouvernement du Québec sont plus faibles lorsque les agences de notation de crédit sont nationales.<sup>36</sup> Notre modèle d'analyse s'insère donc entre la théorie de la prise de décision en matière d'investissement et la théorie de la localisation. Voyons maintenant de façon plus précise ce modèle d'analyse.

#### *2.2.4 Conditions du modèle*

**Premièrement**, nous distinguons deux groupes d'investisseurs au Québec. D'abord, il y a les investisseurs nationaux, c'est-à-dire les investisseurs canadiens (ce qui inclut les investisseurs québécois). Ces derniers sont touchés, voire même

---

<sup>36</sup> Ces hypothèses seront vérifiées (ou infirmées) aux sections 4 et 5.

impliqués dans le débat sur l'indépendance. Leur « allégeance nationale » les conduit à entretenir une opinion politique sur la question nationale, sur la présence d'un mouvement indépendantiste au Québec.<sup>37</sup> Ils sont très majoritairement opposés à tout projet d'indépendance qui conduirait à une sécession entre le Québec et le Canada.

Ensuite, il y a les investisseurs internationaux, c'est-à-dire les investisseurs étrangers qui, *a priori*, ne sont aucunement touchés par le débat. Nous savons que tout ce qui différencie les investisseurs canadiens des investisseurs étrangers, c'est leur nationalité (et donc leur opinion politique). Les premiers sont plus sensibles à la présence d'un mouvement remettant en question l'intégrité politique et territoriale au Canada.

**Deuxièmement**, la décision d'investir est liée à des objectifs (*risk-return trade-off*) et à des contraintes (liquidité, horizon temporel, législation, considérations fiscales et besoins spécifiques). Ces objectifs et ces contraintes sont propres à chaque investisseur et à chaque projet d'investissement. Il devient alors difficile d'y aller de généralisations. Mais nous ne nous intéressons pas qu'à la décision d'investir mais surtout à l'investissement. La taille de nos échantillons (investisseurs nationaux et investisseurs internationaux) nous permet de poser comme équivalents les objectifs et les contraintes d'investissement de chaque groupe d'investisseurs. Nous nous intéressons au comportement d'agrégats d'investisseurs en fonction de montants totaux d'investissements et non pas à des comportements individuels d'investisseurs

---

<sup>37</sup> Nous sommes amenés à parler d'indépendantisme et non simplement de nationalisme car de nombreux Québécois (dont l'un des deux principaux partis politiques) sont indépendantistes en ce sens qu'ils souhaitent la souveraineté du Québec. Il ne s'agit pas donc pas uniquement de nationalisme, ce qui, par ailleurs, en termes de risque politique, susciterait moins de crainte. Autrement dit, c'est l'indépendantisme qui amène à parler de risque politique tel qu'on l'a vu.



canadiens ou étrangers ni à des projets d'investissement spécifiques. C'est pourquoi nous nous sommes aussi intéressés à la théorie de la localisation car elle nous fournit des éléments propres à comprendre ce qui détermine l'investissement au Québec. Ces déterminants doivent être compris d'une manière large et englobante car ils ne s'appliquent pas à différents investisseurs mais à différentes régions. La théorie ne distingue pas les investisseurs selon leur nationalité. La localisation au Québec des investissements canadiens et étrangers est déterminée par les mêmes variables, même si celles-ci peuvent varier selon que l'on adopte telle ou telle approche théorique.

L'environnement économique et légal que représente le Québec est le même pour chaque groupe d'investisseurs. En effet, les « fondamentaux économiques » tels que le niveau du produit intérieur brut et le taux de variation de celui-ci, le niveau d'inflation, les taux d'intérêt, le revenu par habitant, les finances publiques et la balance des paiements, la qualité de la main-d'œuvre, le niveau technologique ou la taille du marché existent objectivement, c'est-à-dire qu'elles touchent tout le monde de la même façon. Il en va de même en ce qui concerne les « fondamentaux légaux » tels que la fiscalité et les diverses réglementations et législations (travail, environnement, etc.) Les investisseurs au Québec sont soumis aux mêmes contraintes légales et réglementaires selon qu'ils soient canadiens ou étrangers (nous nous situons toujours au niveau agrégé et, donc, nous n'avons pas à nous soucier d'éléments tels que le secteur d'activités ou la valeur de l'investissement).

L'investissement est donc fonction d'un environnement économique et légal. Ces variables économiques et légales (VEL) sont les mêmes pour les deux groupes d'investisseurs que nous distinguons. L'interprétation de ces variables doit également

être la même pour les deux groupes puisque qu'elle ne peut être fondée que sur des critères d'évaluation objectifs. L'écart entre l'investissement canadien et étranger au Québec ne peut donc être expliqué par ces variables ou par une différence d'interprétation de celles-ci.

Conscients du caractère polémique que pourrait revêtir une intention de recherche comme la nôtre, il nous fallait être prudent et conservateur dans notre démarche. Le lecteur attentif l'aura compris. Cela a pour but de solidifier l'analyse et de lui conférer une certaine crédibilité. En effet, l'hypothèse de l'objectivité des « fondamentaux légaux » a pour effet de favoriser les investisseurs nationaux en quelque sorte. Par exemple, la loi imposant le français comme langue de travail au Québec touche moins les investisseurs nationaux à environ 23% francophones (Québécois). Les investisseurs étrangers, en grande majorité Américains, pourraient être plus réfractaires à investir au Québec en raison d'une telle loi. Notre analyse introduit donc un biais favorable aux investisseurs canadiens par rapport aux investisseurs étrangers. Donc si nous arrivons à démontrer que les investisseurs nationaux investissent moins au Québec en proportion de leurs investissements réalisés au Canada que les investisseurs internationaux, ce sera malgré ce « traitement de faveur ». Par analogie, en prenant l'exemple d'une course sur 100 mètres, c'est un peu comme si on donnait quelques mètres d'avance aux investisseurs canadiens. Par prudence et par conservatisme, nous n'avons également fait aucune mention de la « spécificité québécoise » en Amérique du Nord en tant que société de langue et de culture française et régit par un système de droit civil. Il s'agit, pour les mêmes raisons qu'exposées précédemment, d'un autre biais favorable aux investisseurs canadiens.

**Troisièmement**, en raison de la présence d'un mouvement indépendantiste, en plus des variables économiques, l'investissement au Québec est également déterminé par une autre variable : le risque politique. Ici aussi, cette variable existe de manière objective. Le risque politique existe ou n'existe pas. Lorsqu'il existe, ce qui importe, c'est le comportement qui est adopté vis-à-vis celui-ci. L'accession du Québec à la souveraineté entraînerait d'énormes changements politiques et institutionnels, ce qui est tout à fait exceptionnel. Devant cette éventualité, les investisseurs adoptent certainement des comportements différents de ceux qu'ils adopteraient si elle n'existait pas ou s'il elle s'avérait improbable.

Compte tenu de ce qui précède, toute différence de comportement entre les investisseurs nationaux et internationaux vis-à-vis le Québec ne peut être expliquée que par une différence de comportement (due à une différence de perception ou d'attitude) face au risque politique prévalant dans cette province. En effet, puisque l'on suppose qu'ils ont le même comportement vis-à-vis les mêmes variables économiques et légales<sup>38</sup> et que le risque existe de la même façon pour les deux groupes d'investisseurs, tout ce qui peut varier, c'est l'attitude face à ce risque. Cette attitude ou ce comportement face au risque politique sera représenté par un coefficient de comportement à l'intérieur de nos fonctions d'investissement pour chaque type d'investisseurs. Le comportement face aux variables économiques sera aussi représenté par un coefficient mais celui-ci sera le même dans les deux cas (investisseurs nationaux et internationaux). L'encadré suivant vise à clarifier les propos précédents.

---

<sup>38</sup> Fondant l'analyse sur le comportement d'agrégats, il est permis de faire l'hypothèse de la rationalité dans l'analyse des environnements économique et légal. Ainsi, nous croyons qu'au niveau général, il n'y a pas de différence entre investisseurs nationaux et étrangers sur l'interprétation de ces environnements.

### Encadré 1 : Présentation simplifiée du modèle de comportement de l'investisseur au Québec utilisé dans le cadre de cette recherche

- 1) Nous distinguons deux groupes d'investisseurs : les investisseurs nationaux et les investisseurs internationaux.
- 2) En matière d'investissement, le Québec représente un environnement économique et un environnement légal. Ces environnements sont les mêmes pour chaque groupe d'investisseurs et l'analyse des variables économiques et légales (« fondamentaux économiques » et « fondamentaux légaux ») est similaire pour les deux groupes.
- 3) L'investissement au Québec est également fonction d'une autre variable : le risque politique. Le risque existe ou n'existe pas. Ce qui importe, c'est l'attitude adoptée face à celui-ci. Les investisseurs nationaux, plus sensibles à la présence d'un mouvement indépendantiste, adoptent une attitude différente de celle des investisseurs internationaux face à ce risque. C'est tout ce qui peut expliquer les écarts de comportement d'investisseur entre ces deux groupes qui devrait, autrement, être le même.<sup>39</sup>

Le risque politique (RP), dans le cas qui nous intéresse, représente la probabilité que la souveraineté du Québec se réalise ( $RP=P*S$ ). Puisque la probabilité (P) varie dans le temps, le risque politique varie également. Nous proposons une fonction d'investissement très simplifiée puisque, afin d'isoler le comportement des deux groupes d'investisseurs face au risque politique, nous avons regroupé toutes les autres variables.<sup>40</sup> L'utilisation d'une approche plus mathématique permet de faire apparaître de façon simple les relations entre ces variables.

#### **RP=P\*S**

Risque politique = Probabilité (de la réalisation de la souveraineté)\*Réalisation de la souveraineté  
où  $0 < P < 1$  et  $S = 0$  ou  $1$

**IN = f (a\*VEL, b\*RP)** fonction d'investissement des investisseurs nationaux

**Ii = g (a\*VEL, c\*RP)** fonction d'investissement des investisseurs internationaux

**a** est un coefficient de comportement par rapport aux variables économiques (a est le même pour les deux types d'investisseurs)

**b** et **c** sont des coefficients de comportement (ou coefficient de sensibilité) par rapport au risque politique. Plus b et c sont élevés, plus le comportement des investisseurs est influencé par le risque politique. Ainsi, l'hypothèse de notre travail de recherche se résume à **b > c** ( $f > g$  après transformations). Et, la relation entre b et IN et Ii est inverse, c'est-à-dire que plus b augmente, plus IN et Ii diminuent.

<sup>39</sup> Voir Chase, Kuhle et Walther (1988), *op.cit.*

<sup>40</sup> Par souci de simplification et de concision, nous avons négligé de démontrer les transformations mathématiques préalables aux fonctions d'investissement présentées ici. Celles-ci sont montrées sous une forme très simple afin de faciliter la compréhension. Ceci nous amène à négliger volontairement certaines subtilités mathématiques qui ne feraient que complexifier inutilement notre propos sans amener davantage d'explications.

### **3. Portrait de l'économie québécoise depuis 1960**

Il serait utile de tracer un portrait général de la situation économique québécoise depuis 1960 afin de nous permettre de relativiser la suite de notre propos et de solidifier notre analyse. La présentation du contexte économique québécois dans une perspective comparative et historique vise à en faire ressortir certaines caractéristiques structurelles de l'économie québécoise. Un tel exercice effectué sur le long terme est nécessaire pour comprendre la nature de l'investissement au Québec et l'évolution de celui-ci. Par ailleurs, nous pourrions ainsi s'éloigner du caractère conjoncturel des diverses fluctuations de certaines variables ou, du moins, d'accroître notre acuité par rapport aux différents cycles économiques.

#### **3.1 Produit intérieur brut (PIB)**

Le produit intérieur brut est la mesure la plus utilisée pour mesurer la capacité économique d'une entité. La valeur du PIB est en elle-même peu signifiante. En fait, elle ne prend sens que lorsqu'elle est comparée, soit avec des valeurs passées, soit avec la valeur du PIB d'une autre entité. Comme point de comparaison avec le Québec, nous allons utiliser l'Ontario. Cette autre province canadienne est relativement voisine du Québec, non seulement par sa proximité géographique mais également par la diversification de son économie, la qualité de sa main-d'oeuvre, etc. Ces deux provinces représentent plus de 60% de l'économie canadienne. En fait, l'Ontario est la province avec laquelle il est le plus approprié d'effectuer des comparaisons avec le Québec. Les cycles économiques entre ces deux provinces, sans être identiques, se ressemblent. Ceci est important dans une analyse comme la nôtre qui cherche, entre autres, à séparer le « structurel » du « conjoncturel ». Il faut toutefois se garder d'exagérer l'homogénéité entre les économies québécoise et ontarienne, deux

économies ayant un secteur industriel très concentré, principalement aux abords du fleuve Saint-Laurent et des Grands Lacs, sur l'axe généralement appelé l'axe Québec-Windsor, qui relie notamment les villes de Montréal et de Toronto. Michel Noël rappelle qu'il existe de fortes disparités entre ces provinces du point de vue de la population active, du chiffre d'affaires total des entreprises, de la productivité, de la valeur ajoutée, des principaux secteurs d'activités et des emplois.<sup>41</sup>

Puisque l'étendue de notre série chronologique nous permet de le faire, il serait également intéressant de mettre en relation le cycle économique et le cycle politique. On pourrait aisément être porté à croire que l'incertitude s'accroît à certains moments du cycle électoral depuis 1960. En effet, les années correspondant à l'élection d'un gouvernement formé par le Parti québécois devraient normalement avoir un effet sur l'incertitude. Il en va de même avec les années référendaires. Dans le même ordre d'idées, il est permis de croire que lors d'un retour au pouvoir du Parti libéral, l'incertitude s'atténue. Le tableau suivant présente le cycle électoral et référendaire québécois depuis 1960.

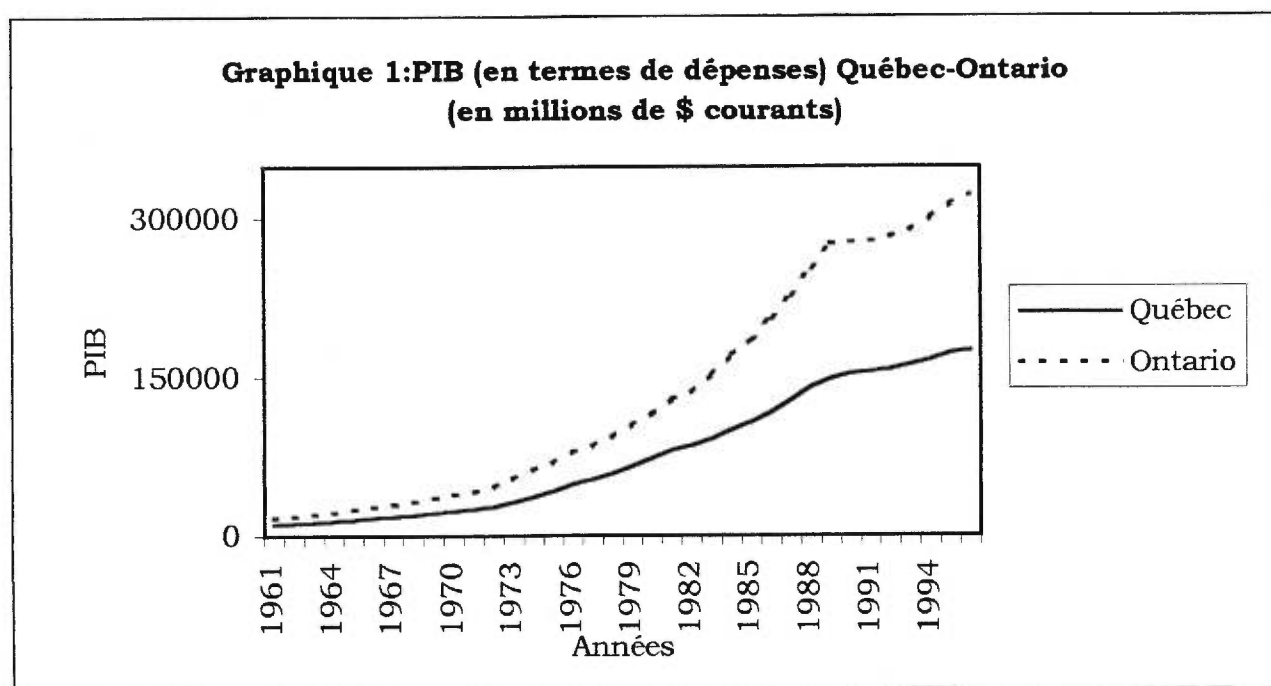
**Tableau 1 : Le cycle électoral et référendaire au Québec depuis 1960**

1960	Élections : le Parti libéral du Québec (PLQ) de Jean Lesage prend le pouvoir
1962	Élections : le PLQ est reporté au pouvoir
1966	Élections : l'Union nationale de Daniel Johnson reprend le pouvoir
1970	Élections : le PLQ de Robert Bourassa remporte (le Parti québécois (PQ) arrive second quant au nombre de voix obtenues)
1973	Élections : le PLQ conserve le pouvoir
<b>1976</b>	Élections : Le PQ dirigé par René Lévesque prend le pouvoir
<b>1980</b>	Référendum : OUI : 40% ; NON : 60%
1981	Élections : le PQ est reporté au pouvoir (avec promesse de ne pas tenir de référendum sur la souveraineté)
1985	Élections : le PLQ encore une fois dirigé par Robert Bourassa reprend le pouvoir
1989	Élections : le PLQ est reporté au pouvoir
<b>1994</b>	Élections : le PQ de Jacques Parizeau reprend le pouvoir
<b>1995</b>	Référendum : OUI : 49% ; NON : 51%

(En gras : les moments les plus susceptibles d'alimenter l'incertitude)

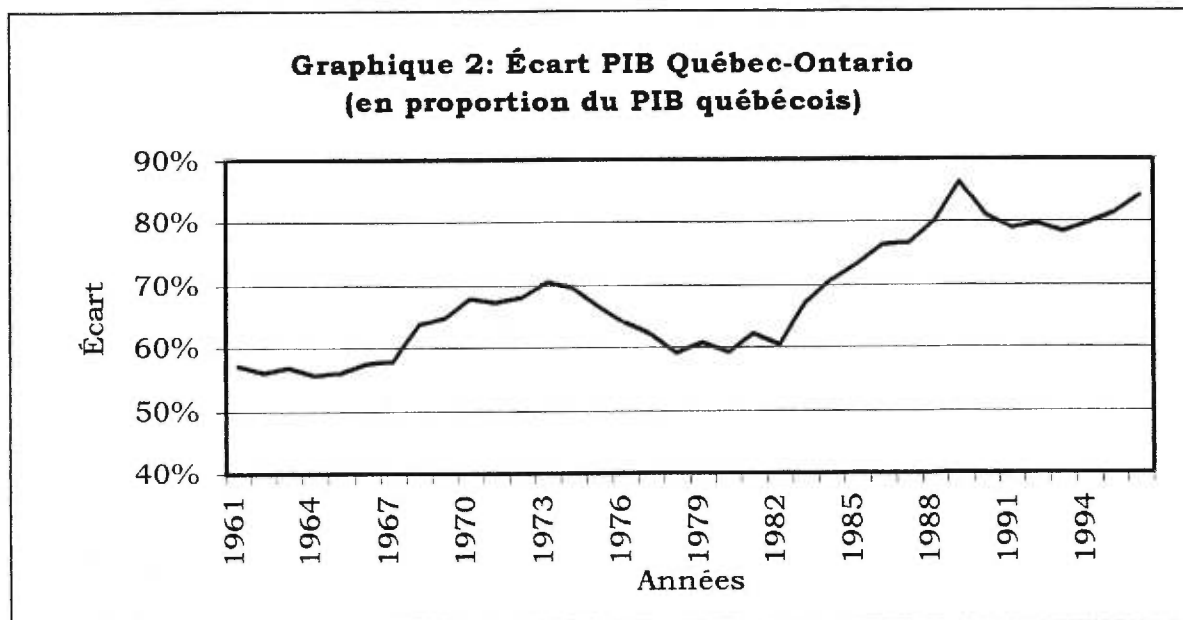
<sup>41</sup>Michel Noël (1996), *Les régions canadiennes dans l'économie mondiale*, Montréal, L'Harmattan, p.37-40.

Le graphique 1 montre que le PIB ontarien a, depuis 1961, été constamment plus élevé que le PIB québécois. Bien que le PIB de chacune des provinces soit en croissance, on remarque que le PIB ontarien tend à croître plus rapidement que le PIB québécois et ce, dès le commencement de la période retenue. Cette tendance s'est accentuée entre les années 1982 et 1989, durant les années précédant la récession du début de la décennie.



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627 et 2628

Il est difficile de révéler un quelconque « effet d'incertitude » à partir d'une analyse de ce graphique. Il est impossible d'établir des liens entre les cycles électoral et référendaire et les fluctuations du PIB. C'est pourquoi nous allons maintenant porter notre attention sur l'écart entre les PIB québécois et ontarien. Cette analyse plus fine fera ressortir plus clairement les variations. L'écart calculé est présenté en pourcentage du PIB québécois pour nous permettre de relativiser cet écart tout en lui donnant une signification mieux adaptée à l'analyse.



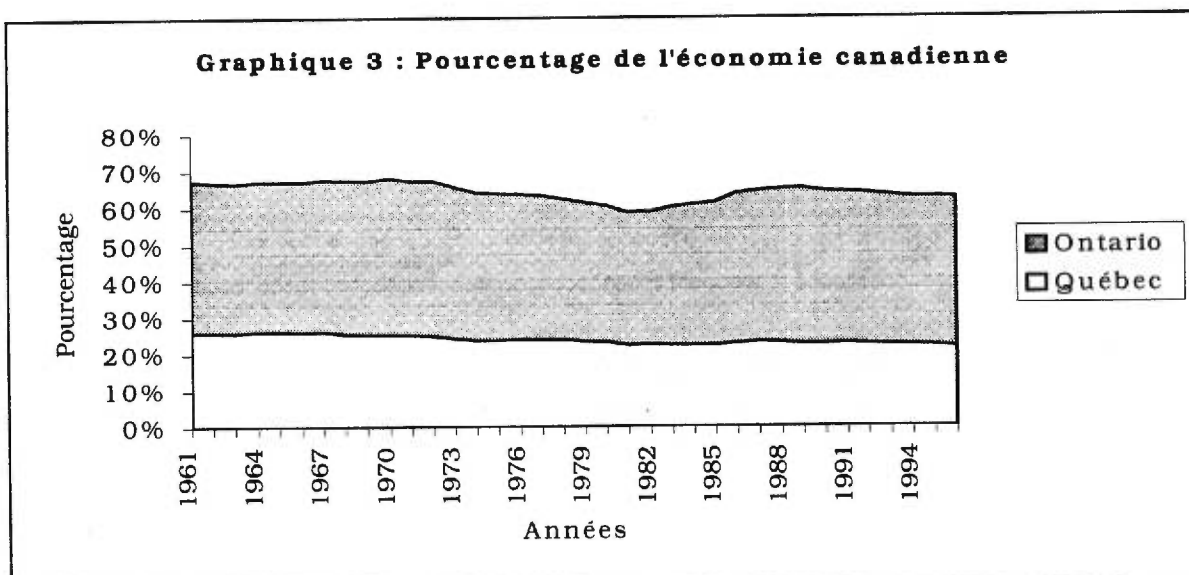
Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627 et 2628

On remarque que l'écart entre les PIB québécois et ontarien exprimé en pourcentage du PIB québécois est plus volatile. Après s'être maintenu entre 55% et 60% entre 1961 et 1967, cet écart s'est par la suite accentué pour atteindre 71% en 1973. Il s'est raffermi pour s'établir à 59% en 1980. Il a ensuite repris une trajectoire ascendante jusqu'en 1989 où il a atteint 86%. Depuis le début de la présente décennie, il s'est maintenu entre 78% et 84%.

Accuser l'incertitude politique pour expliquer les variations de cet écart serait incorrect. En effet, les moments que nous avons identifiés comme potentiellement plus incertains ou risqués (1976, 1980, 1994 et 1995 et la période d'une ou deux années qui suit chacune de ces années) ne se caractérisent pas par un accroissement significatif de l'écart. Au contraire, cet écart s'est raffermi entre 1976 et 1980 et s'est relativement maintenu entre 1980 et 1983. Les périodes où cet écart s'est accentué le



plus correspondent à des années où l'Union nationale<sup>42</sup> et le Parti libéral étaient au pouvoir (sauf entre 1983-1984 où le PQ formait le gouvernement à la suite, rappelons-le, d'une promesse de ne pas tenir de référendum).



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627, 2628 et 2622

Aussi, à l'aide du graphique 3, on remarque que la proportion du PIB québécois par rapport au PIB canadien est plus stable que celle de l'Ontario depuis 1960, bien que cette proportion tende à diminuer (26% en 1961 à 22% en 1996). Dans le cas ontarien, cette proportion était de 41% en 1961, elle a reculé à 36% au début des années 80 et est, par la suite, revenue à un niveau d'environ 40% à partir du milieu des années 80 (cette proportion était de 40% en 1996).

<sup>42</sup> Il est sans doute utile de rappeler que la fin des années 60 a été particulièrement difficile pour le Québec sur le plan économique. Après une période d'euphorie correspondant aux années de la Révolution

### 3.2 L'emploi et le chômage

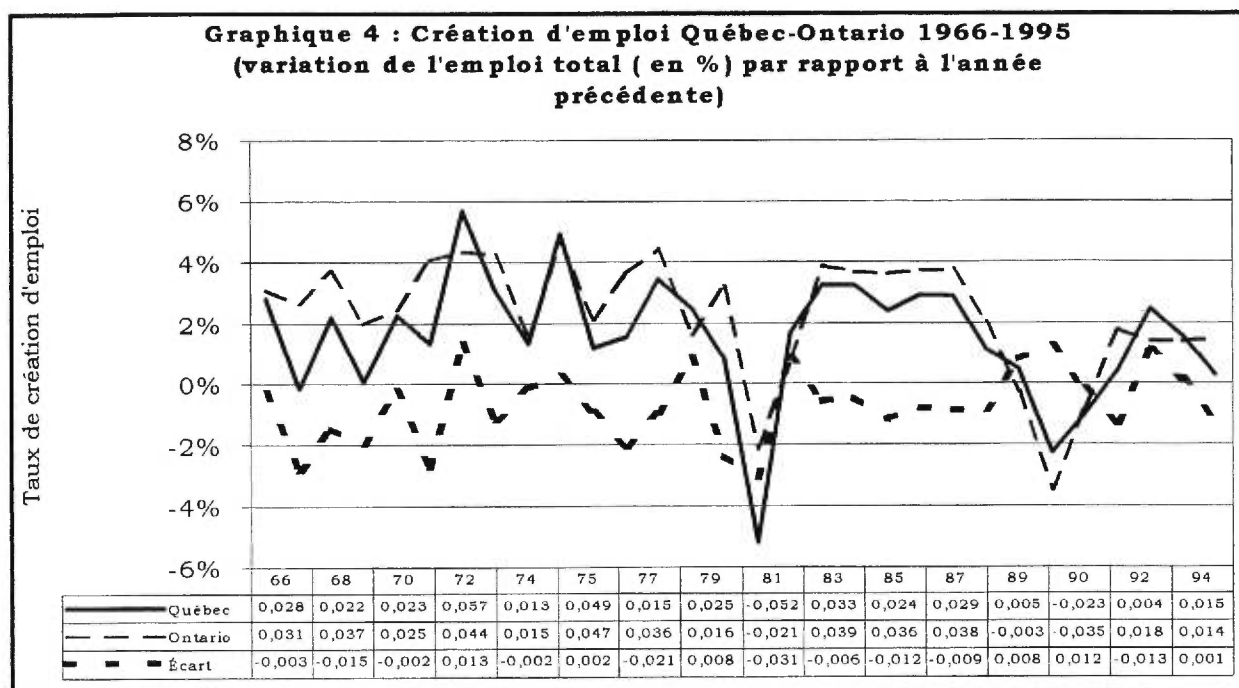
L'emploi constitue sans doute une variable davantage sujette à des fluctuations dans une situation où existent risque et incertitude politique; le PIB apparaissant comme une mesure trop globale pour osciller en fonction d'une seule variable comme l'accroissement ou la diminution du risque ou de l'incertitude politique. Par ailleurs, l'emploi (et la création d'emploi) représente certainement l'élément le plus susceptible de toucher directement les membres de la société. Il est évident que toute présentation de la situation de l'emploi et de sa création ne peut se faire en ignorant son triste complément, le chômage.

La création d'emplois pour une année se mesure par la différence entre l'emploi total de l'année en question et celui de l'année précédente. Le taux de création d'emploi s'obtient par le quotient de cette différence et du nombre total d'emplois de l'année précédente.<sup>43</sup> Une comparaison des taux de création d'emplois québécois et ontariens entre 1966 et 1996 permet d'obtenir des résultats plutôt intéressants.

---

tranquille, le Québec subissait, dès 1968, un important contrecoup. Voir entre autres, P. Fréchette, R. Jouandet-Bernadat et J.-P. Vézina (1975), *L'économie du Québec*, Montréal, Éditions HRW, p.81-98.

<sup>43</sup>  $(N_{t2}-N_{t1})/N_{t1}$  ; où N = emploi total et t = temps (année)



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 6972 et 6973

L'emploi total en Ontario a crû à un rythme annuel moyen de 2,3% entre 1966 et 1995 comparativement à 1,5% au Québec (taux de création d'emploi annuel moyen). Lorsqu'on observe les écarts entre les taux de croissance annuels, on remarque que l'écart moyen sur les trente années à l'étude a été de -0,8%, c'est-à-dire que le taux de création annuel d'emploi au Québec a été en moyenne plus faible que celui de l'Ontario. Il s'agit d'un écart important qui doit cependant être interprété en considérant la croissance plus rapide de la population en Ontario sur cette période. En effet, la population ontarienne a augmenté à un rythme annuel moyen de 1,7% par rapport à 0,9% pour celle du Québec.<sup>44</sup> Malgré tout, comme nous le verrons un peu plus loin à la suite de l'analyse des données sur le chômage, l'Ontario semble mieux s'en tirer que le Québec sur le plan de l'emploi; la croissance de la population y est

<sup>44</sup> Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrice 599.

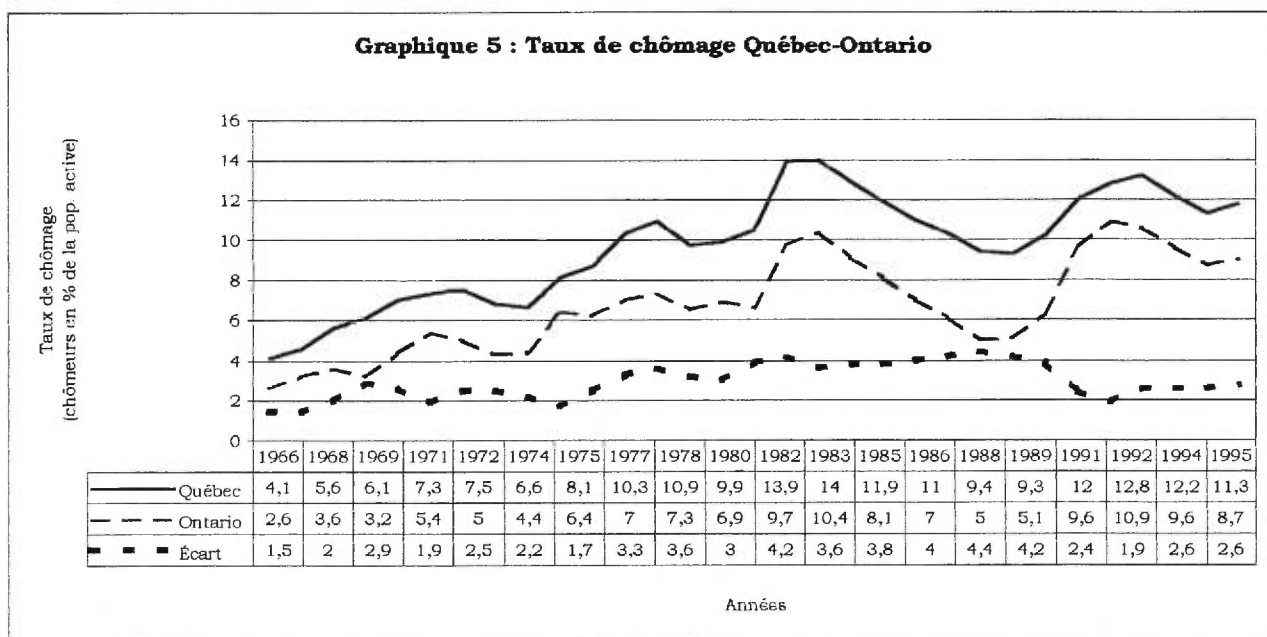
plus compensée par la création d'emploi que par une hausse du niveau de chômage. Cependant, ce qui devrait nous intéresser davantage, ce sont les variations de cet écart et des taux de création d'emplois respectifs pour chaque province.

Une analyse plus pointue permet également de faire certaines constatations intéressantes. Compte tenu de ce qui avait été dit précédemment, ce n'est guère surprenant. Un examen graphique rapide permet de constater que l'écart entre les taux de création d'emploi ontarien et québécois varie en se maintenant cependant principalement entre 0% et 2% en faveur de l'Ontario entre 1966 et 1995 (graphique 4). La tendance des fluctuations est relativement similaire, ce qui est normal étant donnée la similarité des cycles économiques entre les deux provinces. L'emploi est une variable très liée au mouvement du PIB. Il faut toutefois remarquer que les variations du taux de création d'emploi sont plus accentuées au Québec qu'en Ontario. En effet, le niveau d'emploi semble être plus volatile au Québec, ce qui explique l'apparence moins « lisse » de cette courbe sur le graphique.

Un « effet incertitude » est-il perceptible ? Non, du moins il n'est pas suffisamment significatif pour affecter l'emploi. L'augmentation et la réduction de l'emploi total au Québec comme en Ontario est davantage fonction du cycle économique que du cycle politique. Une diminution importante du nombre d'emplois (5%) au Québec est survenue entre 1980 et 1981, en pleine « turbulence référendaire ». En Ontario, cette diminution a été de 2% pour la même période. Toutefois, l'économie de ces deux provinces entrainé à ce moment dans une phase de récession. Il nous est pratiquement impossible de déterminer si la plus forte diminution au Québec est due davantage à la période référendaire ou au fait que le Québec ait été touché plus

duement par cette récession. En ce qui concerne la récession de la fin des années 80 et du début des années 90, on constate cette fois-ci que l'Ontario (nouvellement dirigée par les néo-démocrates de Bob Rae) a été affectée plus fortement que le Québec du point de vue de l'emploi (-3,5% contre -2,3%). Par ailleurs, l'élection du Parti québécois en 1976 n'a pas semblé affecter l'emploi de manière significative. Le taux de création est resté positif au Québec entre 1976 et 1980 et l'écart entre les taux ontariens et québécois s'est maintenu entre 1% et 2% sur cette période.

En ce qui a trait au taux de chômage, les résultats de l'analyse sont différents. Le taux de chômage au Québec a fortement progressé entre 1966 et 1996 : de 4,1%, il est passé à 11,8% (voir graphique 5). Sur la même période, on constate que le Québec a toujours présenté un taux de chômage supérieur à celui de l'Ontario qui, lui, est passé de 2,6% à 9% durant ces trente années. De même, on remarque que l'écart entre les taux de chômage ontarien et québécois a sensiblement fluctué, dans une fourchette allant de 1,4% à 4,4% sur la période. C'est sur cet écart et sur les fluctuations de celui-ci qu'il serait maintenant intéressant de se pencher.



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 6972 et 6973

Après s'être maintenu sous la barre des 3%, l'écart entre les taux de chômage ontarien et québécois a atteint 3,3% en 1977. Par la suite, il est resté au-dessus de ce seuil jusqu'en 1991. Durant ces années, il a même grimpé à 4,4% (1989). Entre 1982 et 1990, il a oscillé entre 3,6% et 4,4%, ce qui est élevé par rapport à l'ensemble de la période et compte tenu de la « proximité » des deux provinces. La nature de la proximité est ici prise au sens large et touche non seulement la géographie mais aussi l'économie (diversité de la production, niveau technologique, qualité de la main-d'oeuvre, niveau de vie de la population, etc.). De 1990 à 1992, l'écart est tombé de 3,9% à 1,9% (comme on l'a vu, l'Ontario a été davantage secoué par la récession de la fin des années 80 que le Québec) et s'est légèrement relevé par la suite pour atteindre 2,8% en 1996.

Encore une fois, il s'avère difficile d'établir un lien entre le cycle politique (électoral et référendaire) et les fluctuations de l'écart entre les taux de chômage québécois et ontarien. Certes, cet écart a commencé à croître rapidement après l'arrivée au pouvoir du Parti québécois en 1976 mais cette tendance à la hausse ne s'est résorbée véritablement qu'en 1991, six ans après le retour des libéraux au gouvernement. Néanmoins, si l'on ne tient pas compte du début des années 80 où, comme on le sait, la récession a frappé plus durement le Québec, les plus fortes hausses de l'écart ont été enregistrées entre 1975 et 1976 et entre 1976 et 1977. En effet, l'écart est passé de 1,7% en 1975 à 2,5% en 1976 puis à 3,3% en 1977. L'arrivée au pouvoir des péquistes dirigés par René Lévesque n'est probablement pas étrangère à cette situation. Rappelons que même s'ils sont demeurés positifs lors de ces années (1975-76-77), les taux de création d'emploi au Québec sont restés inférieurs à ceux de l'Ontario (-1% en 1976 et -2% en 1977). Il faut néanmoins noter qu'une hausse substantielle de l'écart (0,9%) a été enregistrée entre 1968 et 1969 alors que la représentation politique du mouvement indépendantiste était très faible et que l'Union nationale de Daniel Johnson dirigeait le gouvernement.

### **3.3 Un portrait synthétique de la situation économique et politique du Québec**

Notre analyse débute au début des années 60. Trois raisons expliquent ce choix. Premièrement, les données statistiques antérieures à 1960 sont difficilement accessibles et ne sont pas toujours compatibles avec celles qui les ont suivies. Deuxièmement, le début des années 60 correspond à la Révolution tranquille. Cette période est importante dans l'histoire récente du Québec et ne peut être ignorée par tout chercheur intéressé à l'économie du Québec moderne. Les années 60 marquent le point de départ d'un rapide développement économique et social. La Révolution

tranquille amène de profonds changements non seulement sur le plan économique mais également sur les plans social, politique et culturel. Ce déploiement de la société québécoise est symbolisé par le célèbre « Maîtres chez nous », slogan du Parti libéral dirigé par Jean Lesage. Cette époque, représente un point tournant dans la perception des francophones du Québec quant à leur identité et leur avenir.

Troisièmement, cette époque est aussi celle où le mouvement souverainiste s'organise et débute son ascension en termes de popularité. Parallèlement à cela, on assiste, comme ailleurs en Occident, à d'importants changements du point de vue démographique. Ces changements sont toutefois très marqués au Québec. Ainsi, on observe une baisse importante du taux de natalité, un vieillissement de la population et une transformation des structures familiales.<sup>45</sup>

On assiste à une remise en question des Québécois sur leur capacité à se développer tant sur le plan économique que social mais surtout sur leur capacité à protéger et à promouvoir la culture et la langue de la majorité. Ces interrogations vont forcément les pousser à reconsidérer leur place et même leur présence dans la Confédération canadienne.<sup>46</sup> Les six années de pouvoir du gouvernement libéral de Jean Lesage (1960-1966) commencent avec un appel à l'égalité mais s'achèvent avec la quête d'un statut particulier pour le Québec. Tout cela selon un objectif bien précis, celui d'avoir un Québec fort dans un Canada renouvelé.<sup>47</sup> Ce désir d'une plus grande autonomie s'accompagne de la montée rapide du mouvement souverainiste québécois,

---

<sup>45</sup>John A. Dickinson et Brian Young (1992), *Brève histoire socio-économique du Québec*, Sillery, Septentrion, p.316-317.

<sup>46</sup>Brian O'Neal (1995), *La société distincte: origine, interprétations, implications*, Ottawa, Bibliothèque du Parlement, p.5.

<sup>47</sup>Alain-G. Gagnon et Mary Beth Montcalm (1992), *Québec: au-delà de la révolution tranquille*, Montréal, VLB éditeur, p.218.



mouvement qui se consolidera au sein du Parti québécois à la fin de années 60. C'est pourquoi il aurait été peu pertinent de reculer davantage notre analyse dans le temps. Toute comparaison aurait été futile et toute référence à la présence d'un mouvement indépendantiste crédible ou à l'existence d'un risque ou d'une incertitude politique quelconque serait apparue tout à fait insensée.

L'économiste Pierre Fortin soutient que, depuis la Révolution tranquille, le Québec a franchi trois périodes économiques distinctes.<sup>48</sup> Premièrement, entre 1961 et 1978, le niveau de vie (mesuré par le PIB par habitant) des Québécois a augmenté en moyenne de 3,2% par an, ce qui est remarquable. Une deuxième phase, de 1978 à 1988, est caractérisée par une croissance du niveau de vie deux fois inférieure à celle de la première phase. Enfin, la troisième phase, allant de 1988 à 1997, correspond à une période où l'on a assisté à aucune croissance du niveau de vie.<sup>49</sup>

En proportion de l'économie canadienne, l'économie québécoise représentait, en 1996, environ 22% de l'activité économique. Cette proportion tend à diminuer puisqu'elle était de 26% au début des années 60, de 24% en 1975, de 22% en 1985 et de 23% en 1990. Cette tendance doit être mise en relation avec la décroissance de la population du Québec vis-à-vis celle du Canada. En effet, au début des années 50, le Québec abritait encore près de 29% de la population canadienne. En 1975, cette proportion atteignait 27,4%. La chute s'est poursuivie par la suite puisqu'en 1985 le pourcentage passait à 25,8% et qu'aujourd'hui, les 7,4 millions de Québécois forment environ 24,5% de la population canadienne.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> Pierre Fortin (1998), « Une remontée incontestable », *Forces*, no.120, p.5.

<sup>49</sup> Ibid.

<sup>50</sup> Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrice 599.

#### **4. L'évolution du portefeuille d'investissements**

Dans cette partie, il est question de montrer l'évolution des investissements faits au Québec par rapport à ceux faits dans l'ensemble du Canada a) par les investisseurs canadiens et b) par les investisseurs étrangers.

L'examen des portefeuilles d'investissement au Canada permettra de déterminer si les deux groupes d'investisseurs agissent de manière différente, si leurs choix d'investissement au Québec diffèrent. Nous souhaitons démontrer que l'évolution est différente pour chacun des deux groupes. La tendance devrait être la même (à la baisse) mais accentuée dans le cas des investisseurs nationaux. Ainsi, de manière générale, nous pourrions affirmer que les investisseurs locaux investissent à l'extérieur du Québec (c'est-à-dire ailleurs au Canada) et les investisseurs étrangers investissent, en proportion de leurs investissements au Canada, davantage au Québec que les investisseurs canadiens. Telle est l'hypothèse spécifique à cette section.

Puisque la présence d'un mouvement indépendantiste engendre de l'incertitude (et par conséquent accroît le risque) et que l'évaluation économique des investissements est la même pour les investisseurs locaux et étrangers (l'évaluation tient compte des mêmes variables), seule une attitude différente face au risque peut expliquer la différence entre les tendances. Or, cette différence ne peut qu'être expliquée que par un préjugé politique défavorable entretenu par les investisseurs canadiens à l'égard du Québec. Ce préjugé tient à leur plus grande sensibilité à l'idée d'une éventuelle indépendance du Québec. Bref, nous supposons qu'ils sont en grande majorité fermement opposés au mouvement indépendantiste québécois. Leurs choix d'investissement au Canada ont des visées stratégiques, le Québec est défavorisé

puisque perçu comme présentant un niveau supérieur de risque et ce, même lorsque les perspectives économiques de rendements sont identiques.

Comme on l'a vu, dans le cas des investisseurs étrangers, n'étant pas directement impliqués dans le débat constitutionnel canadien (et ne défendant pas d'opinion politique sur ce sujet), leur comportement vis-à-vis du Québec est le même que celui vis-à-vis du reste du monde; il est fondé sur une logique purement économique, sur la base d'une stricte rationalité d'affaires.

D'un point de vue macroéconomique, l'investissement est certainement la composante la plus volatile du Produit intérieur brut. Évidemment plus faible en magnitude que la consommation, elle fluctue toutefois davantage. Selon Keynes, l'investissement, contrairement à la consommation, est la force motrice d'une économie. Il allègue que ses fluctuations erratiques sont dues à des changements au niveau des anticipations des firmes alors que la consommation répond passivement à une simple fonction de consommation.<sup>51</sup> Toutefois, par la suite, avec les travaux de Dale Jorgenson<sup>52</sup> entre autres, sur la prise de décision en matière d'investissement, on constate que l'investissement répond aux variations du revenu et de la production.

*« When investment rises, it may be the result, not the cause, of an increase in spending elsewhere in the economy. Moreover, while investment decisions do depend on business expectations, these expectations are based on calculated estimates of future changes in demand and prices that businesses are likely to face. »<sup>53</sup>*

---

<sup>51</sup> Robert E. Hall et John B. Taylor (1993), *Macroeconomics : theory, performance and policy* – Forth Edition, New York, W.W. Norton & Compagny, p.308.

<sup>52</sup> Dale Jorgenson (1963), « Capital Theory and Investment Behavior », *American Economic Review*, Vol. 53 (May), pp.247-259.

<sup>53</sup> Robert E. Hall et John B. Taylor (1993), op. cit., p.308.

L'investissement est le flux de capitaux productifs. Il peut être calculé selon plusieurs bases : annuelle, trimestrielle, mensuelle, etc. Pour une économie, l'investissement est le résultat de la jonction entre trois facteurs : la demande d'investissement, l'offre d'épargne et l'offre d'investissement.<sup>54</sup>

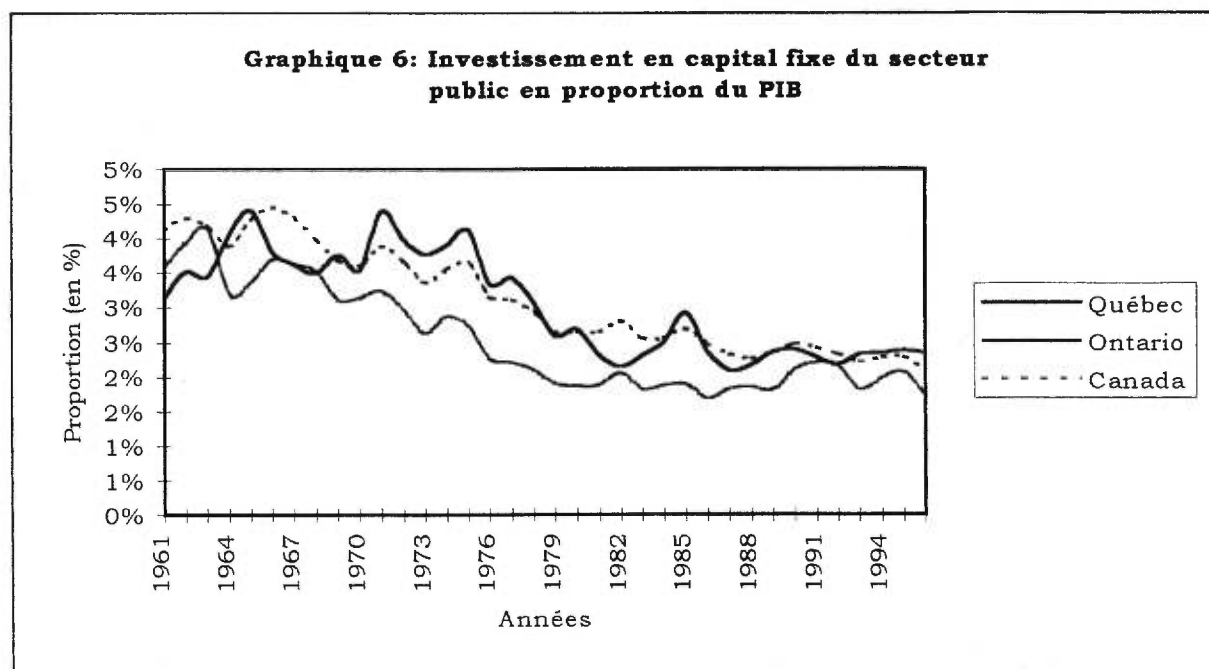
L'investissement, qui comprend les dépenses en immobilisations et en réparations, peut être public ou privé. Par investissement public, nous entendons tout investissement gouvernemental qu'il soit fait directement ou par l'intermédiaire d'une administration publique quelle qu'elle soit. Il peut s'agir d'un investissement visant la réfection d'une section du réseau routier, la construction d'un établissement scolaire, l'agrandissement d'un centre hospitalier, etc. L'investissement privé quant à lui peut prendre plusieurs formes : la construction résidentielle, la construction non-résidentielle, l'investissement en machines et matériel et l'investissement en inventaire (stocks produits mais non vendus). Puisque nous nous intéressons davantage aux investissements des entreprises plutôt qu'à ceux des particuliers, nous nous concentrerons principalement sur la construction non-résidentielle et l'investissement en machine et matériel.

Dans l'état actuel de resserrement budgétaire à tout niveau de gouvernement, il est difficile de croire qu'une croissance appréciable de l'investissement public est envisageable. Ce type d'investissement a d'ailleurs décliné depuis le milieu des années 60. En effet, comme le montre le graphique 6, l'investissement en capital fixe du secteur public en proportion du PIB a suivi une tendance baissière entre 1965 et 1996 et ce, aussi bien pour le Québec, l'Ontario que pour le Canada dans son ensemble. Au

---

<sup>54</sup> Ibid., p.310.

Québec, il est passé de 4,4% en 1965, à 2,7% en 1980 pour atteindre 2,3% en 1996. En Ontario, pour les mêmes années, cette proportion est passée de 3,4% à 1,9% à 1,7% tandis qu'au Canada, elle est passée de 4,3% à 2,7% à 2,1%. L'investissement public au Canada et dans chacune des provinces ne représente donc plus qu'une faible part de l'activité économique au pays.



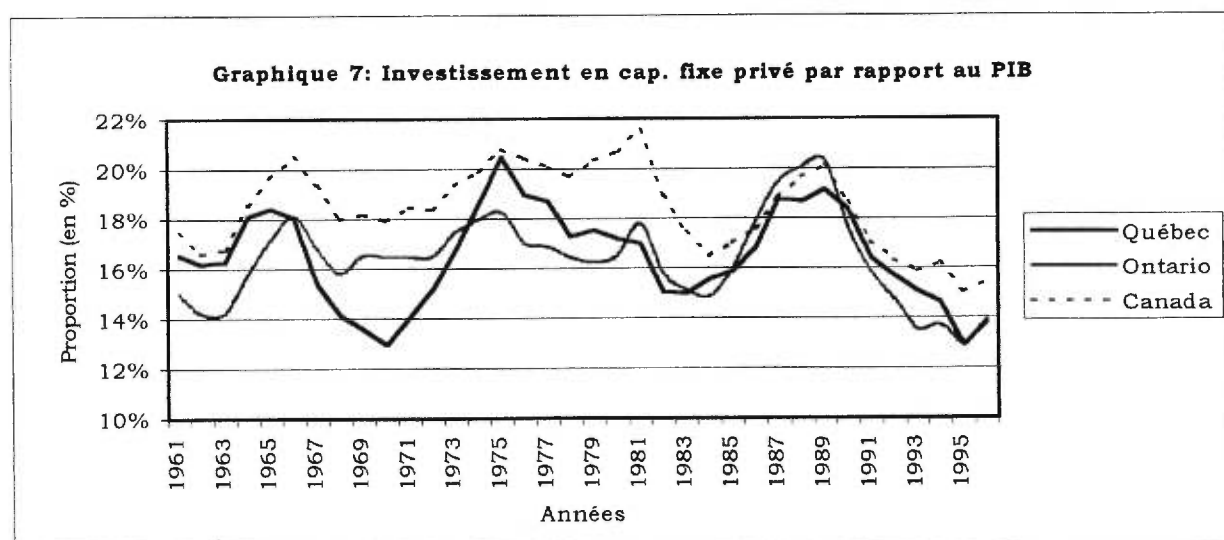
Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627, 2628 et 2622

On pourrait croire que ce retrait des gouvernements a été compensé par le secteur privé. Or, ce n'est pas tout à fait le cas. Il est pratiquement impossible de dégager une quelconque tendance en ce qui a trait à la proportion de l'investissement privé par rapport au PIB et ce, aussi bien pour le Québec, pour l'Ontario que pour le Canada. Cette proportion n'a cessé de varier entre 1960 et 1996.

En 1996, l'investissement privé représentait 13,8% du PIB québécois, 13,9% du PIB ontarien et 15,4% du PIB de l'ensemble des provinces et des territoires canadiens.

Depuis le début des années 60, cette proportion a varié entre 13 et 21% au Québec, entre 14 et 20% en Ontario et entre 16 et 21% au Canada. Cela montre clairement, d'une part, la volatilité de cette variable (i.e. sa sensibilité vis-à-vis des cycles économiques)<sup>55</sup> et, d'autre part, la pertinence du choix de cette variable pour notre analyse portant sur les effets du risque politique sur l'économie québécoise.

Les fluctuations de l'investissement privé affectent l'ensemble des autres variables économiques et, ultimement, le niveau de vie de la population. De plus, étant donnée son importance, ses propres fluctuations dans le temps l'affectent elle-même. Si une baisse de l'investissement privé entraîne une baisse de l'emploi, de la consommation et ensuite du PIB (ou, du moins, un ralentissement de la croissance de ces variables), cela viendra par la suite affecter le choix des investisseurs lors de la période suivante.<sup>56</sup>



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627, 2628 et 2622

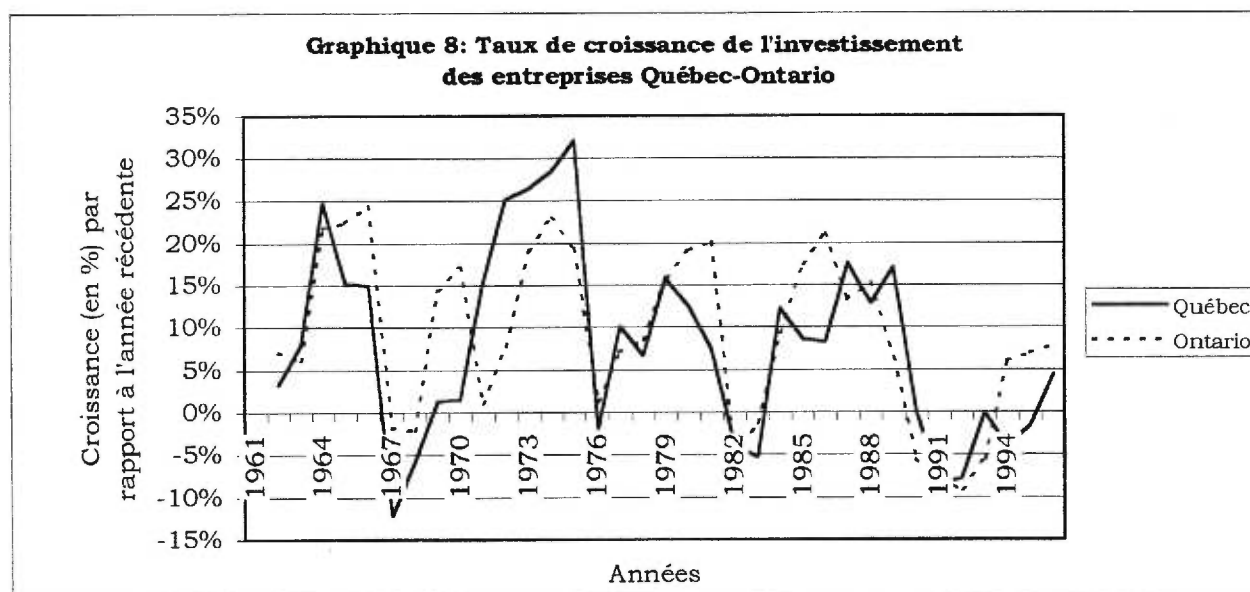
<sup>55</sup> Soulignons ici que c'est d'une proportion dont il est question. Une proportion est normalement peu volatile, d'autant plus que, dans ce cas-ci, la valeur du dénominateur (le PIB) inclut celle du numérateur (l'investissement privé).

<sup>56</sup> Pour une démonstration plus complète, voir Robert E. Hall et John B. Taylor (1993), *op.cit.*, chapitre 11.

L'analyse du graphique 7 fait ressortir que la proportion de l'investissement privé par rapport au PIB était, dans les années 60 et 70, nettement supérieure pour l'ensemble du Canada que pour l'Ontario et le Québec. Cependant, à partir du milieu des années 80, les écarts se sont raffermis et les mouvements de la variable sont remarquablement similaires dans les trois cas depuis 1987. Au Québec, après avoir glissé à partir de 1964 pour atteindre un faible 13% en 1970, cette proportion s'est par la suite rapprochée rapidement de celle de l'Ontario. On l'a vu précédemment, la fin des années 60 a été particulièrement difficile pour le Québec sur le plan économique ; il n'est pas surprenant de constater un tel mouvement de la part de l'investissement privé. Il sera possible d'étudier et d'analyser plus attentivement les fluctuations de l'investissement privé lorsque nous examinerons les variations annuelles de celui-ci pour chacune des années de la période après l'avoir fragmenté selon ses composantes (construction résidentielle, construction non résidentielle et investissement en machines et matériel). Par ailleurs, l'analyse de l'évolution de la part de l'investissement privé total dans le PIB ne révèle pas de quelconque effet de la présence d'un mouvement souverainiste sur le comportement des investisseurs. Comme on l'a vu, la tendance au Québec est semblable à l'Ontario et l'on n'assiste pas à de fluctuations clairement attribuables à l'existence d'une menace de sécession (forte baisse ou baisse importante enregistrée uniquement au Québec) lors des « périodes incertaines » identifiées plus tôt.

Pour bien mesurer le comportement des entreprises lorsqu'il est question d'investissement, il est nécessaire de soustraire la construction résidentielle de l'investissement privé total. Ainsi, l'investissement des entreprises se mesure essentiellement par l'addition de l'investissement dans la construction non-

résidentielle et de celui en machine et matériel. Les dépenses des entreprises en matière d'investissement ne répondent pas aux mêmes considérations que celles reliées la construction résidentielle ou encore que les dépenses en biens durables (biens consommés sur une longue période). Elles sont généralement motivées par le taux d'utilisation de la capacité de production et les profits des entreprises.<sup>57</sup> Pour bien analyser le comportement des entreprises vis-à-vis du Québec, nous devons porter attention à deux éléments : les taux de croissance annuels de l'investissement des entreprises ainsi que l'évolution de la proportion de cet investissement au Québec par rapport à l'ensemble canadien. On pourra de cette façon observer la place qu'occupe le Québec dans le portefeuille des investissements faits au Canada.



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627 et 2628

Si la tendance de la croissance annuelle de l'investissement des entreprises au Québec ressemble à celle de l'Ontario, on remarque toutefois que les mouvements sont

<sup>57</sup> Maurice N. Marchon (1994), *Prévoir l'économie pour mieux gérer*, Montréal, Québec/Amérique, Collection Presses HEC, p.103.



davantage accentués au Québec, c'est-à-dire que, sur la période 1961-1996, les taux de variation ont évolué dans un intervalle plus étendu au Québec par rapport à l'Ontario. Par exemple, le début des années 70 marque une période où ont été enregistrées de fortes augmentations. Durant cette période, les taux de croissance ont été nettement plus élevés au Québec qu'en Ontario. Les taux de variation d'une année à l'autre varient énormément. C'est pourquoi nous avons cru utile de calculer des taux de croissance annuels moyens pour des périodes déterminées. De cette façon, il sera plus facile de procéder à l'analyse de l'investissement des entreprises.

Période	Const. non-résidentielle		Machines et matériel		Total	
	Québec	Ontario	Québec	Ontario	Québec	Ontario
<b>1961-70</b>	1,2%	9,9%	7,9%	10,9%	4,6%	10,5%
<b>1970-75</b>	25,5%	11,3%	16,4%	11,3%	20,6%	11,3%
<b>1975-80</b>	3,5%	6,7%	10,3%	9,6%	7,0%	8,4%
<b>1980-85</b>	0,6%	5,8%	4,6%	6,5%	3,0%	6,2%
<b>1985-90</b>	11,7%	9,5%	7,3%	7,0%	9,1%	8,0%
<b>1990-96</b>	-4,7%	-8,0%	-1,3%	3,1%	-2,6%	-0,1%
<b>1961-96</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,4%</b>

Source : compilation faite à partir de données publiées par Statistique Canada, no. 13-213 au catalogue

Entre 1961 et 1996, les investissements des entreprises au Québec ont augmenté au rythme annuel moyen de 7,1%, comparativement à 8,4% pour l'Ontario. Il s'agit d'un écart relativement important compte tenu de la durée de la période considérée. Jusqu'en 1975, la croissance de l'investissement des entreprises a été très différente entre ces deux provinces. Les effets de l'après-boom qui a suivi la Révolution tranquille à la fin des années 60 apparaissent clairement dans le tableau qui précède. Durant toute la décennie 60, l'écart entre le Québec et l'Ontario est considérable (près de 6%). Bien entendu, le début des années 70 marque un certain rattrapage au niveau de l'investissement des entreprises pour le Québec : une augmentation annuelle

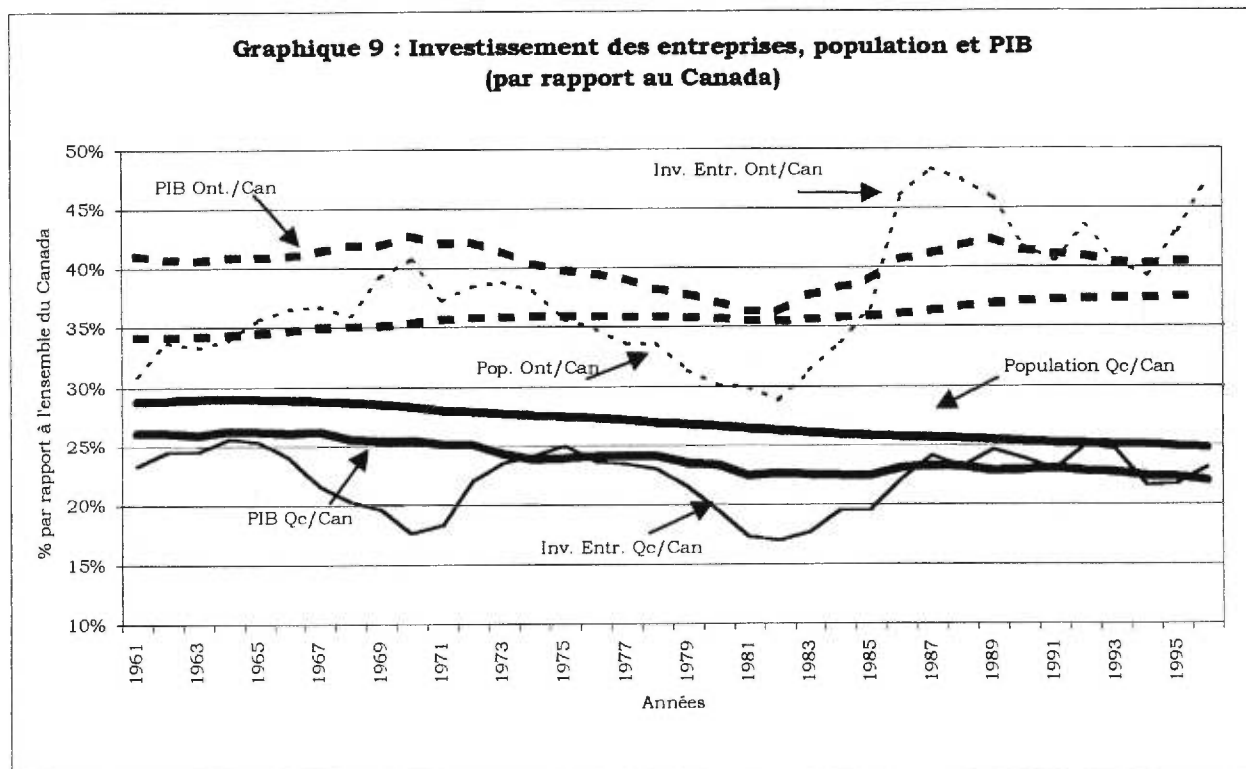
moyenne de près de 21% sur cinq ans, et de plus de 25% en ce qui concerne la construction non-résidentielle. Cette croissance et l'écart avec l'Ontario et le reste du Canada durant cette période seraient cependant dus en grande partie à des conditions conjoncturelles particulièrement favorables.<sup>58</sup> Les augmentations ont par la suite atteint des niveaux plus bas de sorte que l'écart avec les taux de croissance ontariens a diminué. Notons également que la récession de 1990-1991 a entraîné une contraction notable de l'investissement des entreprises. Globalement, cette contraction a été davantage sentie au Québec (-2,6% entre 1990 et 1996) mais la construction non-résidentielle en Ontario a subi un recul de 8% en moyenne chaque année durant ces années.

Il est un peu tôt pour prétendre à un comportement différent (dû à une perception dissemblable du risque politique) des investisseurs vis-à-vis du Québec en comparaison avec l'Ontario. L'écart entre la croissance de l'investissement des entreprises entre ces deux provinces est loin d'être nouveau. Une étude menée par André Raynauld montre que l'écart entre la valeur de la production manufacturière est relativement maintenu entre 1870 et 1957.<sup>59</sup> Par ailleurs, l'évolution d'une autre variable reste à examiner : celle de la place des investissements faits au Québec dans le portefeuille des investissements faits au Canada.

---

<sup>58</sup> P. Fréchette, R. Jouandet-Bernadat et J.-P. Vézina (1975), *op.cit.*, p.88-89. Parmi les conditions favorables, les auteurs soulignent que le bas niveau atteint en 1970 ne pouvait se maintenir. La taille du marché québécois rendait nécessaire une impulsion de la construction non-résidentielle. Également, ils soulignent l'effet d'entraînement sur l'économie dans son ensemble des investissements fait par le secteur public et para-public dans le domaine de la construction.

<sup>59</sup> Repris de *Ibid.*, p.85-86. Le texte de Raynauld s'intitule Croissance et structure économiques de la province de Québec et a été préparé pour le compte du Ministère de l'Industrie et du Commerce du Québec.



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 2627, 2628, 2622 et 599

Le graphique 9 présente en un coup d'œil, un portrait de la situation de l'investissement des entreprises au Québec et en Ontario. Il est possible de relativiser (par rapport à leur poids économique et démographique respectif) la place que chacune de ces provinces occupe dans le portefeuille de ce type d'investissements au Canada. Premièrement, on constate la constance de l'écart entre le poids démographique et le poids économique du Québec par rapport à l'ensemble du Canada ; ces deux variables ont régressé au même rythme entre 1961 et 1996. Ces deux courbes sont pratiquement parallèles ! Ce n'est pas du tout le cas en Ontario où, par ailleurs, l'écart est inversé (i.e. le poids économique de cette province au Canada est plus grand que son poids démographique). Les fluctuations de ces deux variables sont beaucoup plus prononcées dans le cas ontarien et elles sont très peu synchronisées depuis le début des années 70.

Deuxièmement, depuis 1961, la proportion des investissements des entreprises faits au Québec est également plus stable qu'en Ontario. En effet, durant les quinze dernières années, cette proportion a varié en Ontario dans un large intervalle allant de 29% (1982) à 48% (1987). Sur la même période, au Québec cette proportion a fluctué entre 17% (1982) et 25% (1992).

Troisièmement, on constate que depuis le milieu des années 70, moment à partir duquel les cycles économiques ontarien et québécois deviennent comparables, les tendances suivies par la proportion de l'investissement des entreprises au Québec et en Ontario se ressemblent, ce qui n'est guère étonnant. Bien entendu, les fluctuations sont accentuées en Ontario comme l'exemple de la période 1982-1987 le montre bien. Toutefois, le Québec, en ce qui concerne cette proportion, semble avoir été moins affecté par la récession de la fin des années 80 et du début de la présente décennie. Depuis ce temps, la part québécoise de l'investissement canadien des entreprises se situe légèrement au-dessus de son poids économique et correspond davantage à son poids démographique, ce qui n'était pas le cas auparavant.

Afin de tenter de vérifier l'hypothèse spécifique à cette section, il serait maintenant approprié d'examiner certaines données sur l'investissement étranger. Rappelons que, dans cette section, nous cherchons à démontrer que les investisseurs canadiens investissent à l'extérieur du Québec (c'est-à-dire ailleurs au Canada) et les investisseurs étrangers investissent davantage au Québec en proportion de leurs investissements au Canada que les investisseurs canadiens. Les premiers sont davantage impliqués dans le débat constitutionnel canadien du fait de leur nationalité et qu'en conséquence leurs décisions sont influencées par leur opposition à l'idée d'une

éventuelle indépendance du Québec. Les investisseurs nationaux se laissent influencer par leur opinion politique dans leurs choix d'investissement au Canada.

*Remarques sur la cueillette des données sur l'investissement étranger*

S'il est relativement facile d'obtenir des données satisfaisantes sur l'investissement étranger pour le Canada dans son ensemble, il en va tout autrement en ce qui concerne l'obtention de telles données pour le Québec et pour chacune des provinces prises séparément. Nous nous sommes aperçus au cours de nos recherches que les données relatives à l'investissement étranger au Québec sont peu abondantes, souvent non officielles, disponibles sur une courte période de temps seulement et difficilement comparables. Cette situation est étonnante compte tenu de l'importance que revêt de telles données sur la conduite de la politique économique et sur l'importance de certains aspects reliés au contrôle et à la propriété des entreprises. En fait, un seul organisme, Investissement Canada, procède à une ventilation provinciale des données sur l'investissement étranger qu'il recueille. D'autres organismes recueillent des données sur l'investissement étranger selon les aspects relevant de leurs préoccupations et leur mandat respectifs. La Division de la balance des paiements de Statistiques Canada est la seule à fournir une mesure reconnue des mouvements d'entrée et de sortie de capitaux au pays. Cependant, « les chiffres publiés concernent le Canada dans son entier, sans ventilation par région, par province ou autre ».<sup>60</sup>

---

<sup>60</sup> Investissement Canada (1992), *L'investissement étranger au Canada : mesures et définitions*, Document de travail no.12, août, p.i.

Des statistiques sur l'investissement étranger ventilées selon les provinces produites par cet organisme (Statistique Canada) et calculées selon ses définitions et ses techniques de mesure auraient été idéales. Elles auraient pu nous permettre de distinguer de manière relativement précise l' « étranger » du « canadien » des chiffres relatifs à l'investissement des entreprises publiés par cet organisme et utilisés plus tôt dans la présente section. L'organisme a déjà publié certaines statistiques sur l'investissement étranger mais, elles sont anciennes et inutilisables.<sup>61</sup> Les données compilées par Investissement Canada (organisme rattaché à Industrie Canada) sont alors apparues comme **les meilleures données disponibles**.<sup>62</sup>

En plus de promouvoir l'investissement au pays, l'un des principaux objectifs d'Investissement Canada consiste à examiner spécifiquement les investissements effectués par les non-résidents, un objectif qui diffère sensiblement de ceux d'autres organismes comme Statistique Canada dont l'activité principale est la collecte de données. Ainsi, les statistiques offertes par Investissement Canada ne reflètent que les activités relevant de la Loi sur Investissement Canada. Les données rassemblées ont trait à la valeur des *investissements prévus* (ou annoncés), calculés sur la base d'avis d'investissement venant d'étrangers concernant la création de nouvelles entreprises et la valeur des actifs acquis lors d'acquisitions devant faire l'objet d'un examen.<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Michel Noël (1996), *op.cit.*, p.182.

<sup>62</sup> Plusieurs intervenants dans le milieu de la recherche et de la statistique sur l'investissement étranger nous ont assuré qu'il s'agissait des meilleures données disponibles. Il s'agit de Hélène Bilodeau d'Investissement Québec, de Michel Nadeau du Bureau de la Statistique du Québec, de Robert Lauzon du centre de coordination des projets économiques (Ministère du conseil exécutif du Gouvernement du Québec) ainsi que de Peter Kaski de Statistique Canada. Par ailleurs, les données en question auraient été pratiquement impossible à obtenir sans l'établissement de contacts avec certains de ces intervenants.

<sup>63</sup> Investissement Canada (1992), *op.cit.*, p.17.

Des statistiques sur l'investissement étranger ventilées selon les provinces produites par cet organisme (Statistique Canada) et calculées selon ses définitions et ses techniques de mesure auraient été idéales. Elles auraient pu nous permettre de distinguer de manière relativement précise l' « étranger » du « canadien » des chiffres relatifs à l'investissement des entreprises publiés par cet organisme et utilisés plus tôt dans la présente section. L'organisme a déjà publié certaines statistiques sur l'investissement étranger mais, elles sont anciennes et inutilisables.<sup>61</sup> Les données compilées par Investissement Canada (organisme rattaché à Industrie Canada) sont alors apparues comme **les meilleures données disponibles**.<sup>62</sup>

En plus de promouvoir l'investissement au pays, l'un des principaux objectifs d'Investissement Canada consiste à examiner spécifiquement les investissements effectués par les non-résidents, un objectif qui diffère sensiblement de ceux d'autres organismes comme Statistiques Canada dont l'activité principale est la collecte de données. Ainsi, les statistiques offertes par Investissement Canada ne reflètent que les activités relevant de la Loi sur Investissement Canada. Les données rassemblées ont trait à la valeur des *investissements prévus* (ou annoncés), calculés sur la base d'avis d'investissement venant d'étrangers concernant la création de nouvelles entreprises et la valeur des actifs acquis lors d'acquisitions devant faire l'objet d'un examen.<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Michel Noël (1996), *op.cit.*, p.182.

<sup>62</sup> Plusieurs intervenants dans le milieu de la recherche et de la statistique sur l'investissement étranger nous ont assuré qu'il s'agissait des meilleures données disponibles. Il s'agit de Hélène Bilodeau d'Investissement Québec, de Michel Nadeau du Bureau de la Statistique du Québec, de Robert Lauzon du centre de coordination des projets économiques (Ministère du conseil exécutif du Gouvernement du Québec) ainsi que de Peter Kaski de Statistique Canada. Par ailleurs, les données en question auraient été pratiquement impossible à obtenir sans l'établissement de contacts avec certains de ces intervenants.

<sup>63</sup> Investissement Canada (1992), *op.cit.*, p.17.

Cependant, toutes les créations ou toutes les acquisitions d'entreprises ne doivent pas obligatoirement être examinées par l'organisme. Deux secteurs seulement sont concernés par une telle obligation : le secteur des ressources naturelles (pour des raisons de sécurité d'approvisionnement) et celui des télécommunications (pour des raisons liées à la protection de la culture canadienne). En ce qui concerne les autres secteurs, un examen est nécessaire pour les investissements de plus de 5 millions de \$ pour les firmes nouvellement implantées au Canada et, dans le cas d'entreprises déjà installées au pays, cette barre est fixée à 50 millions \$.<sup>64</sup> Ainsi, de nombreux projets d'expansion et d'agrandissement ne sont pas pris en compte. Dans les autres cas, bien qu'Investissement Canada invite les étrangers désireux d'investir au Canada à présenter un avis d'intention, ils ne sont pas tenus de le faire. C'est pourquoi les données recueillies ne représentent que partiellement l'investissement étranger total fait au Canada. D'autres considérations, d'ordre méthodologique cette fois-ci, doivent également être mentionnées mais il serait préférable de le faire à la suite de la présentation des données.

Les données offertes par Investissement Canada ne peuvent servir ni de données officielles sur le flux d'investissement étranger au Canada et dans chacune des provinces ni de base de comparaison avec les chiffres publiés par Statistique Canada. Elles peuvent néanmoins, sous certaines réserves, servir d'indicateur sur la destination (province) de l'investissement étranger au Canada. Elles permettent aussi de mesurer, de manière distincte, la fréquence à laquelle les étrangers acquièrent ou créent des entreprises dans chacune des provinces.

---

<sup>64</sup> Michel Noël (1996), *op.cit.*, p.21.



En effet, les données dont nous disposons sur l'investissement étranger concerne deux catégories de dépenses d'investissement : celles faites pour l'acquisition d'entreprises et celles faites dans de nouvelles entreprises. Le tableau suivant présente de manière synthétique les données sur lesquelles se basera la suite de notre analyse. Cette données sont présentées de manière plus complète et plus détaillée à l'annexe 1.

<b>Tableau 3 : Investissements étrangers (% par rapport à l'ensemble du Canada)</b>				
<b>Acquisitions d'entreprises</b>				
<b>Année</b>	<b>Québec</b>	<b>Ontario</b>	<b>Alberta</b>	<b>C.-B.</b>
1985-91	14,6%	56,0%	18,7%	7,6%
1992	14,8%	39,1%	31,6%	11,6%
1993	17,2%	41,0%	23,0%	8,6%
1994	10,4%	68,4%	13,6%	4,0%
1995	10,6%	62,6%	9,7%	5,2%
1996	13,4%	63,2%	12,7%	5,8%
<b>Nouvelles entreprises</b>				
1985-91	31,5%	17,7%	36,7%	9,4%
1992	1,7%	25,3%	68,5%	4,4%
1993	6,4%	17,0%	63,8%	12,8%
1994	2,8%	50,5%	26,3%	5,4%
1995	9,5%	78,8%	1,0%	10,7%
1996	22,7%	68,7%	4,6%	4,0%
<b>Total (Acquisitions + Nouvelles entreprises)</b>				
1985-91	15,7%	53,5%	19,9%	7,7%
1992	13,6%	37,9%	34,8%	10,9%
1993	16,4%	39,2%	26,0%	9,0%
1994	9,7%	66,9%	14,6%	4,1%
1995	10,6%	63,3%	9,3%	5,4%
1996	13,7%	63,4%	12,5%	5,7%

Source: Données compilées par le Bureau de la statistique du Québec (BSQ) à partir de données fournies par Investissement Canada

De 1985 à 1991, le Québec a accueilli 31,5% des investissements dans de nouvelles entreprises faits au pays. L'Alberta est la seule province à avoir fait mieux à

ce chapitre durant cette période. L'Ontario n'en a accueilli que 17,7%, ce qui est peu élevé par rapport au poids économique de cette province. Au Québec, sur les 2,225,484,000\$ investis par les étrangers dans l'acquisition de nouvelles entreprises, 1,978,609,000\$ l'ont été dans le secteur de la fabrication, soit près de 89%. En Alberta, cette proportion n'atteignait que 31%, des investissements ayant été faits dans le secteur des ressources naturelles et des services (67,5%).<sup>65</sup> En Ontario, les secteurs du commerce de gros et de détail et des services constituent les secteurs les plus importants (55%). Cependant, on constate rapidement, à la lumière des données, que l'importance des secteurs d'investissement varie énormément d'une année à l'autre. Il serait donc inapproprié d'orienter davantage notre analyse vers les secteurs d'activités.

La bonne performance du Québec en matière d'investissements étrangers se limite cependant à cela. Sur la même période, en ce qui concerne l'investissement en acquisitions d'entreprises, beaucoup plus important que celui dans la création d'entreprises en termes de dollars investis, la part recueillie par le Québec par rapport à l'ensemble du Canada ne représentait que 14,6%. Ainsi, entre 1985 et 1991, selon les données disponibles, sur l'ensemble des investissements étrangers faits au pays, la part québécoise n'a été que de 15,7%, ce qui, tel que l'a vu précédemment, représente moins que la part québécoise des investissements totaux des entreprises.<sup>66</sup>

La situation ne s'est guère améliorée depuis. En effet, les données nous indiquent que les investissements étrangers faits au Québec, en proportion des investissements étrangers faits au Canada, ont dépassé 16% qu'une seule fois depuis

---

<sup>65</sup> Ces calculs ont été faits sur la base des mêmes données publiées par Investissement Canada. Pour une présentation plus complète et exhaustive de ces données, voir l'annexe 1.

<sup>66</sup> Sur la base des chiffres ayant servis à la construction du graphique 9, entre 1985 et 1991, la proportion moyenne des investissements faits au Québec par rapport à l'ensemble du Canada a été de 22,9%.

1991, soit en 1993. Cette proportion a toutefois glissé sous la barre des 10% l'année suivante. Qu'il s'agisse d'investissements étrangers visant l'acquisition ou la création d'entreprises, la situation du Québec est peu reluisante. Les dépenses étrangères en création d'entreprises, pourtant fort élevée à la fin des années 80, ont chuté dramatiquement par la suite. En 1992, elles ne représentaient même pas 2% de toutes les dépenses de ce type faites au pays ! Cette proportion n'a pas augmenté au-dessus de 10% avant 1996 où elle représentait 22,7%. La part québécoise dans les dépenses d'acquisition a été moins variable bien qu'elle ne se soit élevée à plus de 15% qu'une seule fois durant la période de cinq ans entre 1992 et 1996.

Dans les cas ontariens et albertains, la situation est passablement différente. Cependant, nous allons voir un peu plus loin que les résultats obtenus par chacune de ces provinces sur la base des chiffres disponibles doivent être nuancés car des facteurs autres qu'économiques doivent être pris en compte pour les expliquer.

L'Ontario recueille une énorme part de l'investissement étranger fait au Canada. Depuis 1994, plus de 60% des investissements étrangers au Canada (acquisition et création d'entreprises) se dirigent vers la province la plus peuplée au pays. C'est largement supérieur à son poids économique ou démographique. Pourtant, cette proportion avait chuté à la suite de la dernière récession. Si cette proportion représentait en moyenne 53,5% entre 1985 et 1991, cette proportion a chuté à moins de 40% en 1992 et 1993. En 1994, elle faisait un bond tout à fait remarquable pour atteindre un peu moins de 67%. Comme dans le cas du Québec, ces chiffres sont très variables d'une année à l'autre et ce, tant pour l'acquisition que pour la création d'entreprises. Cependant, dans le cas de l'Ontario, malgré les variations, la

performance en matière d'accueil des investissements étrangers surpasse généralement (et de loin) son poids économique.

L'Alberta montre également des résultats élevés en matière d'investissement étrangers mais ses résultats sont très inégaux, notamment en ce qui concerne les dépenses dans des nouvelles entreprises. En 1995 et 1996, la valeur des investissements étrangers recueillie par cette province n'atteignait que 1% et 4% par rapport aux flux totaux d'investissement arrivé au pays, alors qu'elle représentait environ 65% en 1992 et 1993. Il devient difficile de tirer quelque conclusion que ce soit à partir de chiffres semblables. La richesse de cette province en termes de ressources naturelles (pétrole et gaz naturel entre autres) explique certainement l'attrait que présente cette province aux yeux des investisseurs étrangers.

L'examen approfondi du portefeuille d'investissement au Canada ne nous permet pas de confirmer l'hypothèse spécifique à cette section. Au contraire, les résultats obtenus nous poussent à croire que les investisseurs étrangers accordent une place moins grande au Québec dans leur portefeuille d'investissement au Canada puisque celle-ci est plus faible que la proportion de l'investissement total des entreprises (canadien et étranger) faite au Québec par rapport à l'ensemble du Canada. Selon notre modèle d'analyse, cette divergence de comportement ne peut être expliquée que par une perception différente du risque politique au Québec. Les investisseurs étrangers seraient alors plus sensibles au risque politique causé par la présence d'un mouvement indépendantiste.

Nous nous gardons cependant de tirer des conclusions hâtives à partir des résultats obtenus. En effet, certains éléments méthodologiques relatifs à ces données méritent d'être soulignés. D'abord, il est important de mentionner que, selon ce qui nous a été dit par des employés de l'organisme, la raison principale pour laquelle Statistique Canada ne publie pas de statistiques sur l'investissement étranger (autres que celles apparaissant dans la balance des paiements) est de nature méthodologique. Il est difficile de déterminer ce qu'est une entreprise étrangère. En effet, Ford Canada est-elle canadienne ou étrangère ? Cela dépend évidemment des critères utilisés (propriété, centre de décision, centre d'activité, etc.). Il semble que l'on ne s'entende pas sur les critères à utiliser.

Investissement Canada, dans sa collecte d'informations, utilise des critères méthodologiques qui ont certainement pour effet de gonfler les résultats ontariens au dépens des résultats de certaines provinces dont le Québec. Dans la ventilation de ces résultats, l'organisme attribue « la valeur entière de chaque investissement (...) au lieu où se trouve la plus grande concentration du personnel concerné par l'investissement. (...) De même, les statistiques industrielles se rapportent à la principale industrie des investissements, même pour les compagnies dont l'activité est diversifiée ». <sup>67</sup> Dans le cas des entreprises déjà au pays, la valeur des investissements ultérieurs est également attribuée à la province où se trouve le centre d'activité principal de l'entreprise au Canada.

Est-ce que les résultats obtenus concernant les portefeuilles d'investissement auraient été différents avec d'autres données « moins imparfaites » ? Il est difficile de le

---

<sup>67</sup>Investissement Canada (1992), *op.cit.*, p.iv.

savoir. Certes, la proportion d'investissements étrangers recueillie par certaines provinces (Ontario et Alberta) serait sans doute moins forte. Qu'en serait-il de la part québécoise ? D'autres données nous auraient-elles permis de confirmer notre hypothèse ? Il est malheureusement impossible de le savoir. Pour l'instant, il nous est difficile de tirer des conclusions définitives. Sous réserve, il semble que la présence d'un mouvement indépendantiste au Québec repousse davantage les investisseurs étrangers. Cela pourrait peut-être s'expliquer par une crainte plus élevée causée par un manque d'information ou encore par une mauvaise information, les investisseurs étrangers étant naturellement moins renseignés sur la situation québécoise que les investisseurs locaux. La suite de l'analyse, qui concerne les agences de notation, nous permettra peut-être de nous orienter par rapport aux conclusions que nous devons tirer.

## **5. Les cotations des agences d'évaluation de crédit**

### **5.1 L'industrie du « credit rating »**

La multiplication des acteurs sur les marchés et la complexité accrue du secteur financier au niveau mondial ont favorisé le développement du rôle des agences d'évaluation de crédit tant au niveau international que national. L'acquisition d'information est d'une importance capitale sur les marchés financiers. Le nombre de facteurs à considérer et la multitude de joueurs rend toutefois pratiquement impossible ou, du moins, beaucoup trop coûteuse la cueillette des informations utiles à l'investisseur. De plus, le temps nécessaire à cette acquisition est devenu trop long, compte tenu de la vitesse à laquelle les décisions doivent être prises. C'est ainsi que l'essor des agences de cotation de crédit peut être expliqué. Celles-ci, en fournissant

l'information indispensable aux intervenants, jouent un rôle primordial. Elles représentent en quelque sorte les phares par lequel les investisseurs sont éclairés dans leurs choix d'investissement. « Les cotes [qu'elles accordent] existent pour donner de l'information sur la qualité du crédit à la communauté des investisseurs ». <sup>68</sup>

Le métier « d'évaluateur de crédit » existe depuis un bon moment. Il faut remonter au milieu du siècle dernier pour retrouver les premières entreprises du genre. Tel que Richard Cantor et Frank Packer le constatent, les précurseurs dans l'industrie de la cotation ont été les « *mercantile credit agencies* » qui cherchaient à évaluer la capacité de certains commerçants à faire face à leurs obligations financières. <sup>69</sup> En 1841, la première agence voit le jour à New York, agence qui sera ensuite acquise par Robert Dun et qui publiera son premier guide de cotation en 1859. En 1849, John Bradstreet établit une agence du même type qui publie son premier guide huit ans plus tard. Ces deux agences fusionneront plus tard, en 1933, pour devenir la célèbre Dun & Bradstreet qui se portera acquéreur, au début des années 60, de la non moins connue *Moody's Investors Service*, qui avait publié ses premières cotes sur les *U.S. railroad bonds* en 1909 sous la direction de John Moody. Selon Cantor et Packer, cette publication de 1909 est à la base de l'évolution, pour ces agences de services, du « *rating business* » vers le « *securities rating* » <sup>70</sup>. Par ailleurs, François Daulon souligne que si la notation a mis un certain temps à s'imposer à l'extérieur de son pays d'origine, les États-Unis, elle a connu une renaissance à l'intérieur même de

---

<sup>68</sup> Citation de Mme Marie Cavanaugh, directrice du service de la finance internationale chez *Standard and Poor's* repris de Miville Tremblay (1996), *Le pays en otage*, Montréal, Québec/Amérique (Collection Presses HEC), p.233.

<sup>69</sup> Richard Cantor et Frank Packer (1994), « The Credit Rating Industry », Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review* (Summer-Fall), p.1. Par ailleurs, nous empruntons à ces auteurs le titre de la présente section.

<sup>70</sup> Ibid., p.1-2.

ce pays à partir des années 70, suite à une situation pour le moins paradoxale : « l'échec de la seule agence de notation de l'époque à remplir sa mission : noter les émissions de *commercial paper* ». <sup>71</sup>

Aujourd'hui, de nombreuses entreprises offrent aux investisseurs des services d'évaluation de crédit. Celles-ci oeuvrent dans un éventail plus ou moins élargi de secteurs. Par exemple, *Thomson BankWatch* se spécialise dans le domaine des institutions financières. D'autres, comme les agences canadiennes *Dominion Bond Rating Service* et *Canadian Bond Rating Service*, se concentrent sur un pays en particulier. Enfin, les plus influentes, *Moody's* et *Standard & Poor's*, prétendent offrir un service complet, c'est-à-dire qu'elles s'intéressent à la plupart des pays et à une majorité des secteurs d'activités. <sup>72</sup> À l'échelon mondial, ces deux agences (*Moody's* et *Standard and Poor's*) dominent largement l'industrie de la notation de crédit. <sup>73</sup>

Le tableau présenté à l'annexe 2 montre certaines caractéristiques de dix agences considérées, par l'incontournable *Financial Times* de Londres dans sa publication *Credit Rating International*, comme faisant partie des « *world's most*

---

<sup>71</sup> L'auteur rappelle la faillite (laissant 80 millions de dollars d'effets à court terme impayés), en juin 1970, de la *Penn Central Transportation Compagny*, première entreprise de transport au monde, alors même que la *National Credit Office* (NCO) venait d'accorder sa meilleure cote (« *Prime* ») à ses billets de trésorerie. « La déconvenue est totale. D'autant plus que, animé alors par des émetteurs nombreux et de grand renom, le marché du *commercial paper* est considéré depuis des décennies comme pratiquement sans risque. Les seuls critères de bonnes réputation et de taille sont insuffisants à mesurer l'aptitude d'un émetteur à régler à bonne échéance capital et intérêts dus, quelles que soient les conditions du marché. En réaction, la *Security and Exchange Commission* (SEC), promulgue de nouvelles obligations d'information publique; *Fitch* et *Standard and Poor's* commencent à noter les émissions de *commercial paper* tout comme *Moody's* qui vient d'absorber le NCO défaillant. Les demandes et investigations des agences renforcent considérablement à l'égard des candidats à la notation : les investisseurs eux-mêmes deviennent plus exigeants et commencent à souhaiter deux notations délivrées par deux agences différentes et reconnues ». Voir François Daulon (1990), « Actualité de la notation », *Revue d'économie financière*, No. 12-13, printemps-été, p.126.

<sup>72</sup> Ibid., p.2.

<sup>73</sup> Philippe Raimbourg (1990), *Les agences de rating*, Economica., p.33.



*influential rating agencies* ».74 Cette présentation, en plus de fournir un éclairage sur cette « industrie » qu'est la notation de crédit, vise à montrer que le choix des quatre agences sur lesquelles nous concentrerons notre analyse par la suite (*Standard and Poor's*, *Moody's*, *Canadian Bond Rating Service* et *Dominion Bond Rating Service*) est pertinent, étant donné qu'elles font toutes quatre parties de ce club sélect.

Dans l'exercice de la notation, les critères d'analyse entre les différentes agences de cotation sont fondamentalement les mêmes bien qu'ils soient difficilement comparables car rarement quantifiables. « *As a practical matter, however, it appears that market participants have historically viewed the Moody's and the Standard and Poor's scales as roughly equivalent and that the other agencies have attempted to align their scales against those two* ».75 Comme nous venons de le voir, dans cette partie, nous comparerons principalement les cotations de quatre agences, deux canadiennes (nationales) et deux américaines (étrangères) ayant un important rayonnement international. Nous observerons l'évolution et les différences entre les cotes accordées au Québec par ces agences. Évidemment, l'analyse ne peut être complète que si l'on se sert d'un point de référence avec lequel il est possible d'établir certaines comparaisons. Nous nous servons de l'Ontario. Pourquoi ne pas utiliser les évaluations faites sur le Canada dans son ensemble, plus développées et plus facilement accessibles ? La raison en est bien simple : la contamination. Puisque le Québec représente environ le quart de l'activité économique canadienne, l'influence du Québec sur les cotes accordées est assez importante. Ceci rendrait donc plus difficile les comparaisons puisqu'il est pratiquement impossible de cerner « l'effet Québec » sur les cotes

---

74 Ibid.

75 Richard Cantor et Frank Packer (1994), *op.cit.*, p.13.

accordées au Canada. L'Ontario présente également certaines similarités avec le Québec sur le plan économique, du moins plus que n'importe quelle autre province.

Cette partie vise à donner une certaine signification aux résultats obtenus dans la partie précédente. Nous en saurons davantage sur les perceptions qu'entretiennent ces « phares » (pour les investisseurs) vis-à-vis de la situation québécoise. Le comportement de l'investisseur est affecté par la perception qu'il a du risque. Rappelons que nous soutenons que la différence entre le comportement des investisseurs nationaux et internationaux dans leurs choix d'investissement ne peut être expliquée que par une différence dans cette perception, elle-même due à une plus grande sensibilité des investisseurs canadiens à la présence d'un mouvement indépendantiste au Québec.

Bien entendu, les agences de notation n'investissent pas. Et, de plus, contrairement aux investisseurs, elles n'évaluent pas la « qualité » d'un investissement mais plutôt, comme nous le verrons, la « qualité » d'un titre de créance. Pourquoi alors développons-nous un argument basé sur les agences de cotation de crédit ? Puisqu'il est impossible de connaître la perception qu'entretient chaque investisseur vis-à-vis du risque politique au Québec, nous devons poser l'hypothèse que la perception ainsi que l'analyse du risque au Québec des investisseurs correspondent à celles des grandes agences d'évaluation de crédit. Ces agences analysent la situation financière et économique des gouvernements en évaluant, entre autres, les obligations émises par ceux-ci et, de plus, elles sont payées par les investisseurs pour le faire. Leurs analyses sont reconnues et jouissent d'une grande crédibilité puisqu'elles sont consultées par un grand nombre d'intervenants. Cette hypothèse simplifie notre analyse sans

toutefois la rendre moins valable. Puisque le risque est une affaire de perceptions, il devient alors indispensable d'utiliser un solide point de référence.

Le comportement des agences de notation nationales et internationales peut être étudié selon la perspective du modèle que nous avons développé pour analyser le comportement des investisseurs – et peut-être même de manière plus évidente puisque, comme nous allons le voir, leurs critères d'évaluation sont fondamentalement similaires et chaque évaluateur juge selon les mêmes critères chaque évalué.<sup>76</sup> Toute différence de comportement entre agences nationales et internationales vis-à-vis du Québec devra donc être interprétée par une perception différente de facteurs politiques. Aussi, faut-il ajouter qu'il peut s'agir d'une démarche intéressante sur le plan de l'avancement des connaissances car peu d'auteurs n'ont jusqu'à maintenant traité des écarts d'évaluation (de notation) entre les agences, notamment dans le cas de la notation du *risque souverain*.<sup>77</sup> Cette situation tend cependant à être corrigée grâce principalement aux reproches dont ont été victimes certaines agences lors de la crise mexicaine de 1994 et de la récente crise survenue récemment quelques pays émergents d'Asie.

## 5.2 La notation

Que font véritablement les agences de notation ? Comment procèdent-elles pour établir les cotes de crédit qu'elles accordent ? Régulièrement, les quotidiens rapportent

---

<sup>76</sup> Dans le cas des investisseurs, la situation n'est évidemment pas la même puisqu'ils n'agissent pas de manière aussi systématique. Toutefois, ce « problème » a été résolu par la taille de notre échantillon. En effet, nous avons adopté un angle d'analyse général plutôt qu'individuel. En appliquant notre modèle aux investisseurs canadiens et étrangers au Québec, nous ne cherchions pas à interpréter le comportement de tel ou tel investisseur en particulier mais d'interpréter globalement le comportement de l'ensemble des investisseurs nationaux et internationaux au Québec. Il s'agit là d'une nuance essentielle, c'est pourquoi il importe de la rappeler.

<sup>77</sup> La plupart des auteurs qui en font état comme Cantor et Packer (1996) se contentent de mentionner et de présenter ces écarts sans toutefois tenter de les expliquer.

les résultats d'analyses effectuées par les plus importantes agences de cotation. On nous rapporte, par exemple, une décote des obligations à long terme d'un gouvernement provincial ou du gouvernement fédéral ou encore d'un titre d'une entreprise privée. Les agences de cotation ne sont donc pas inconnues du public, d'autant plus qu'il en est abondamment question à la veille du dépôt de chacun des budgets des gouvernements. Si les noms de *Moody's*, de *Standard and Poor's* et de certaines de leurs consœurs sont familiers pour une majorité (ne serait-ce que pour désigner d'obscures et très influentes sociétés situées sur Wall Street ou sur Bay Street), la nature exacte de leurs activités et la signification des cotes qu'elles accordent le sont moins. C'est pourquoi nous jugeons nécessaire d'expliquer synthétiquement ce que font ces agences et ce que signifient les cotes qu'elles accordent.

Les cotes, qui résultent de l'analyse effectuée périodiquement par ces firmes, « *represent an attempt to divide a continuum of risk into discrete risk classes based on an assessment of the capacity of the debt issuer to pay interest and repay the principal in accordance with the term of the issue* ». <sup>78</sup> Cette cote ne représente donc pas plus que la capacité pour l'entreprise ou le gouvernement concerné à faire face à certaines de ses obligations financières. De plus, « les agences ne mesurent pas les risques de marché qui font augmenter ou baisser la valeur d'un placement, comme par exemple le risque de change; elles se limitent au risque de défaut : la volonté et la capacité de servir la dette ponctuellement et en accord avec les termes de l'émission ». <sup>79</sup> La volonté est associée au risque politique et la capacité, quant à elle, est reliée au risque

---

<sup>78</sup> Stella Cheung (1996), « Provincial Ratings in Canada: An Ordered Probit Analysis », Document de travail 96-6, Banque du Canada, p.2.

<sup>79</sup> Miville Tremblay (1996), *op.cit.* p.233.

économique.<sup>80</sup> Contrairement à ce que l'on pourrait être porté à croire, leurs activités, en ce qui concerne *sovereign rating*, ne visent qu'indirectement à poser un jugement sur la gestion budgétaire et financière et sur les choix de politiques économiques des gouvernements. Toutefois, il faut se rendre à l'évidence que la capacité de faire face à ses obligations financières pour un gouvernement dépend largement de la conduite de sa politique économique et de la qualité de la gestion des finances publiques.<sup>81</sup> La particularité de la notation utilisée par ces agences mérite que l'on s'y attarde quelque peu afin de faciliter notre compréhension.

Aujourd'hui, la plupart des agences (dont celles que nous considérons) se servent de symboles alphabétiques pour évaluer les émetteurs. Cette méthode n'a toutefois pas toujours été si répandue. « *Most of the rating agencies have long had their own symbol – some using letters, others using numbers, many both – for rating the credit risk default from extremely safe to highly speculative. Gradually, however, a rough correspondance among the major agencies' ratings has emerged* ». <sup>82</sup> Ainsi, il ne sera pas nécessaire d'expliquer la notation de chacune des agences, à l'exception de certaines particularités de portée mineure. Les grandes agences, les agences internationales comme *Standard and Poor's* et *Moody's*, sont davantage généreuses en termes de publications ayant trait à la construction des cotes et à la signification de

---

<sup>80</sup> David T. Beers et Marie Cavanaugh (1997), *Sovereign Credit Rating: A Primer*, *Standard and Poor's*, 16 avril, p.2-3. Obtenu sur le Web à l'adresse suivante:

<http://www.rating.standardpoor.com/criteria/sovereigns/primer.htm>.

<sup>81</sup> Dans son ouvrage, Mivile Tremblay (1996), chercheur au CÉTAI, relate un aveu d'un ancien ministre québécois de l'Industrie, du Commerce et de la Technologie, M. Gérard Tremblay, qui laisse croire que la prise de décision en matière budgétaire est fortement influencée par l'anticipation des décideurs quant aux réactions des agences de cotation. Cet aveu du ministre Tremblay aurait été fait au printemps 1993, peu de temps avant le dépôt d'un budget important compte tenu de la conjoncture économique. « Notre budget n'avait qu'un but : sauver la cote ; et on n'a pas réussi ». En effet, *Standard and Poor's* abaissait la cote du Québec de AA- à A+ peu de temps après, c'est-à-dire au mois de juin de la même année. La citation est tirée de Mivile Tremblay (1996), *op.cit.*, p.225-226.

<sup>82</sup>Richard Cantor et Frank Packer (1994), *op.cit.*, p.3.

celles-ci. Pour cette raison, dans cette partie où le propos n'est qu'explicatif, ces deux agences nous serviront de principal point de repère.

<b>Tableau 4: La notation des agences de cotation</b>		
<b>S&amp;P et les autres</b>	<b>Moody's</b>	<b>Interprétation</b>
AAA	Aaa	Titre et émetteur d'excellente qualité; risque minimale et très forte capacité de remboursement (capital et intérêt).
AA	Aa	Titre de très bonne qualité avec très bonne capacité de remboursement; ne diffère d'un titre coté AAA (ou Aaa) que sur de petits détails.
A	A	Titre de bonne qualité (classe moyenne supérieure); bonne capacité de remboursement mais plus susceptible d'être affecté par des changements négatifs sur les plans financiers et économiques que les titres des catégories précédentes.
BBB	Baa	Titre de classe moyenne; capacité de remboursement adéquate mais la protection à long terme est incertaine.
BB	Ba	Placement à risques où l'on observe des caractéristiques spéculatives prédominantes; peu de protection quant à la capacité de remboursement.
B	B	Titre vulnérable aux conditions économiques et financières mais il existe tout de même une capacité de remboursement.
CCC	Caa	Titre ayant une vulnérabilité perceptible face aux conditions économiques et financières; probabilité de défaut très forte car faible capacité de remboursement.
CC	Ca	Titre encore plus vulnérable que dans le cas précédent.
C	C	Vulnérabilité très forte; risque très élevé; capacité de remboursement pratiquement nulle.
D	D	Émetteur actuellement en faillite ou en défaut de paiement.

Source: Cheung (1996), Tremblay (1996), Kantor et Packer (1994), Standard and Poor's (Ratings Definitions) et Moody's (Ratings Definitions)

Les cotes sont classées selon deux catégories distinctes : investissement (BBB et plus) et spéculation (BB et moins). Cette distinction se révèle importante. En effet, la réglementation américaine s'avère contraignante pour les banques, les compagnies d'assurances et les fiducies lorsqu'elles investissent dans des obligations ne faisant

pas partie de la catégorie *investment grade*.<sup>83</sup> En dehors des États-Unis, les investisseurs institutionnels prennent rarement en considération des titres notés sous « A ».<sup>84</sup>

« La classe des obligations spéculatives comprend les « anges déchus », mais aussi les titres qui ont été émis tels quels, soit les fameux *junk bonds* (ou *high yield bonds*) qui ont financé les OPA (offre publique d'achat) hostiles des années 80. Le marché pour ces obligations pourries ou de pacotilles est considérable aux États-Unis, mais peu profond au Canada. Tout ce qui est BBB- et au-dessus est considéré de classe investissement, ce qui veut dire que nous sommes d'avis que la dette sera servie ponctuellement. (...) L'écart entre « BBB » et « AAA » définit la grosseur du coussin qu'a l'investisseur ».<sup>85</sup>

Les agences complètent également ces cotes de signes (+ ou -, dans le cas de Standard and Poor's et des autres) ou de chiffres (1, 2 ou 3, dans le cas de *Moody's*).<sup>86</sup> Cela permet de situer plus précisément un titre dans une même classe de cote. Ainsi, un degré supplémentaire de finesse est ajouté à la notation.

Rapidement, il est intéressant de mentionner au passage deux autres éléments touchant la notation de crédit : le « Credit Watch » et le « Credit Outlook ». Le « Credit Watch » est une manière de mettre une entreprise ou un gouvernement sous surveillance lorsqu'un grand changement est anticipé mais que l'information nécessaire à son appréciation n'est pas encore disponible.<sup>87</sup> *Standard and Poor's* accompagne sa cote (complétée d'un symbole + ou -) d'une perspective, d'un « Credit Outlook ». Celle-ci peut être positive, négative ou stable. Elle sert d'indication quant à la direction que la cote pourrait prendre au cours des prochaines années si l'analyse est exacte et les tendances se maintiennent.<sup>88</sup>

---

<sup>83</sup> Miville Tremblay (1996), *op.cit.*, p.234.

<sup>84</sup> Ibid.

<sup>85</sup> Ibid.

<sup>86</sup> Pour *Moody's*, le « 1 » équivaut au « + » des autres agences et le « 3 » au « - ».

<sup>87</sup> Ibid., p.236.

<sup>88</sup> Ibid., p.234.

### 5.3 Le Québec en cotes

Le gouvernement québécois n'échappe pas à cette notation. D'ailleurs, en fournissant les informations nécessaires aux agences et en répondant aux interrogations de celles-ci par la voix de son ministre des Finances ou de hauts fonctionnaires, le gouvernement participe d'une certaine façon à l'exercice. Qu'en est-il des évaluations des titres émis par le gouvernement québécois ? Ces évaluations sont très significatives pour le gouvernement. Bien qu'il soit impossible de calculer précisément le coût d'une décote, les conséquences d'une telle situation sont sérieuses : hausse du coût de financement de la dette (frais d'intérêt) et réduction du bassin d'investisseurs susceptibles d'acheter des obligations du gouvernement du Québec (notamment les investisseurs institutionnels ne recherchant que des titres de grande qualité).<sup>89</sup>

Le Québec a été noté pour la première fois en décembre 1966. La firme *Standard and Poor's* a accordé une note « AA » aux obligations à long terme émises par le gouvernement.<sup>90</sup> Moins d'une année et demie plus tard, *Moody's* accordait un « A » aux mêmes titres. Cette dernière procédait à une réévaluation en 1974 qui l'a amené à accorder une note semblable (« Aa ») à sa consœur new-yorkaise. Notons que *Standard and Poor's* n'a pas modifié son évaluation entre 1966 et 1982, année où elle a dévalué la cote d'un signe, la faisant passer à « AA- ». *Moody's* a dévalué le Québec la même année. Les agences canadiennes, plus jeunes, ont commencé plus tard à noter le gouvernement du Québec. La première d'entre elles, *Canadian Bond Rating Service*, accordait un « A » au Québec en janvier 1982. En 1987, *Dominion Bond Rating Service*

---

<sup>89</sup> Ibid., p.232.

<sup>90</sup> Mentionnons qu'à ce moment cette agence n'utilisait pas les signes + ou - pour situer le titre dans une même catégorie.



évaluait avec un « A », complété d'une perspective positive (high), le crédit du gouvernement. Fait à noter, le gouvernement du Québec n'a jamais obtenu de cote

Année	S&P	Moody's	CBRS	DBRS
1966	AA (déc.)			
1968		A (avril)		
1975		Aa (mai)		
1982	AA- (juillet)	A1 (juillet)	A (janv.)	
1986		Aa3 (juillet)		
1987			AA (janv.)	A (hi) (oct.)
1992			A+ (mars)	
1993	A+ (juin)	A1 (juin)		A (juin)
1994			A (juin)	
1995		A2 (juin)		A (lo) (août)
1996				
1997				
1998				

Source : Données fournies directement par les différentes firmes sauf dans le cas de Standard and Poor's où elles ont été reprises de Cheung (1996).

inférieure à « A- » (DBRS, depuis août 1995) de la part de l'une ou l'autre de ces quatre agences. L'analyse de l'évolution des cotes sera reprise à la suite de la présentation du tableau comparatif suivant.

À première vue, on remarque que *Standard and Poor's* est, si l'on peut dire, moins active dans le cas du Québec que les autres firmes. En douze ans, l'agence n'a modifié la cote du Québec que deux fois (déclassement en deux étapes de « AA » à « A+ »). Si la décote de 1982 s'explique par la récession qui a durement touché la province, celle de 1993 s'explique principalement par l'inquiétude manifestée par l'agence à l'égard des finances publiques.<sup>91</sup> D'ailleurs, elle n'est pas la seule à avoir agi

<sup>91</sup> Miville Tremblay (1996), *op.cit.*, p.227-228.

de la sorte lors de ces années puisque *Moody's* a réagi de la même façon et, qui plus est, au même moment. Les deux agences canadiennes ont également revu à la baisse leur évaluation vis-à-vis du Québec au début de la présente décennie, soit en 1992 dans le cas de CBRS et en 1993 en ce qui concerne DBRS.

Une comparaison entre le comportement vis-à-vis du Québec des agences internationales et canadiennes n'est possible qu'à partir de 1982, année où CBRS, première agence du genre à voir le jour au Canada, a noté le Québec pour la première fois. Il en sera de même, plus loin, lorsqu'il sera question de l'Ontario. Il s'agit tout de même d'une période suffisamment longue pour nous permettre de procéder au type d'analyse que nous souhaitons effectuer.

Selon une analyse statistique effectuée par Cantor et Packer, les cotes accordées par les deux principales agences internationales, *Standard and Poor's* et *Moody's*, sont, historiquement, équivalentes.<sup>92</sup> Pour le Québec, ça n'a pas toujours été le cas bien que les écarts entre les deux firmes soient minces. Ces écarts, lorsqu'il y en a eu, n'ont en effet jamais dépassé l'équivalent d'un signe, à l'exception de la période allant de 1968 à 1975 où *Standard and Poor's* accordait « AA » au Québec alors que *Moody's* le cotait à « A » (écart équivalent à deux signes).<sup>93</sup> Par ailleurs, les deux agences ont procédé simultanément à des reclassements, en juillet 1982 et en juin 1993. Dans les deux cas, il s'agissait d'une décote. Cette simultanéité est très significative quant au rapprochement dans l'évaluation de ces deux firmes internationales. Ceci facilitera la suite de l'analyse et, peut-être, solidifiera les conclusions que l'on pourra en tirer.

---

<sup>92</sup> Richard Cantor et Frank Packer (1994), *op.cit.*, p.14.

<sup>93</sup> Avant 1974, *Standard and Poor's* n'utilisait pas les symboles « + et - ».

Le comportement des agences de cotation vis-à-vis du Québec diffère selon qu'elle soit canadienne ou étrangère. L'évolution des cotes attribuées, depuis 1982 du moins, permet d'y aller d'une telle affirmation. Il faut ajouter cependant que CBRS semble adopter un comportement qui se rapproche davantage des agences américaines que la DBRS. Par exemple, en ce moment, le Québec est coté « A- » (ou « A (low) » selon les symboles utilisés par cette agence) par DBRS alors que CBRS et *Moody's* accordent un « A » aux titres à long terme du gouvernement (« A2 » selon la méthode de notation de *Moody's*). *Standard and Poor's* les évalue à « A+ ».

Depuis le début des années 80, sur les quatre agences retenues pour l'analyse, *Standard and Poor's* a été, dans l'ensemble, la plus favorable à l'égard du Québec. D'ailleurs, en ce moment elle accorde la note la plus élevée au Québec parmi ce groupe d'agences et ce, depuis juin 1993. Pareille situation prévalait jusqu'en 1987, année où CBRS procédait à une forte recote des obligations de la province. Cette recote permettait à la firme canadienne de présenter l'évaluation la plus favorable au Québec avec un « AA ». Cette situation est demeurée inchangée jusqu'en mars 1992. Une telle situation (une agence canadienne plus favorable au Québec que les agences internationales) ne s'est pas reproduite. Il est intéressant de remarquer que l'attribution de cette cote (« AA ») par CBRS était le résultat d'un reclassement tout à fait impressionnant. La cote passait directement de « A » à « AA » en janvier 1987 ! Un changement de classe équivalant à une amélioration de trois signes. En mars 1992, la cote subissait un déclassement marqué pour atteindre « A+ ».

Il est très rare d'observer de tels mouvements dans les cotes attribuées par ces agences. Le conservatisme adopté par celles-ci dans leurs évaluations les pousse à

procéder régulièrement à des mises à jour, ce qui leur permet d'appréhender l'avenir de manière plus juste; leur crédibilité aux yeux des investisseurs en dépend. Si l'on exclut cet « épisode CBRS », jamais n'a-t-on assisté, au Québec, à un déclassement ou à un reclassement de plus d'un signe au même moment (voir tableau 5).

*Standard and Poor's* et *Moody's* ont toujours offert des cotes supérieures par rapport aux agences canadiennes, à l'exception de la période 1987-1992. Par ailleurs, même durant cette période, elles attribuaient toutes deux la cote « AA- » au Québec, ce qui est tout juste moins élevé que le « AA » attribué par CBRS. Quant à l'autre agence canadienne, DBRS, il s'agit de la firme la plus sévère vis-à-vis le Québec depuis un peu plus de onze ans. Elle n'a jamais attribué une cote supérieure à « A+ » au Québec depuis 1987. Rappelons qu'en ce moment, la cote attribuée par cette agence est de « A- » alors que celle de *Standard and Poor's* est de « A+ » et celle de *Moody's* et de CBRS est de « A » .

Avant de conclure, il serait intéressant de vérifier comment ces agences agissent avec l'Ontario. De cette manière, nous pourrions vérifier si nos constatations au sujet du comportement des agences observé dans le cas du Québec (les agences internationales sont généralement moins sévères que les agences canadiennes) se révèlent également vrai dans le cas de cette autre province canadienne.

Tableau 6 : L'Ontario en cotes				
Année	S&P	Moody's	CBRS	DBRS
1958		Aa (avril)		
1966	AA (juil.)			
1977	AAA (déc.)			
1979		Aaa (fév.)		
1982			AAA- (janv.)	
1985	AA+ (nov.)			
1986			AAA (janv.)	
1987				AA (oct.)
1988	AAA (juil.)			
1991	AA+ (juin)	Aa2 (mai)	AA+ (janv.)	AA (lo) (nov.)
1992	AA (mai)		AA (janv.)	
1993	AA- (nov.)			A (hi) (nov.)
1994		Aa3 (mai)		
1995				
1996				
1997				
1998				

Source : Données fournies directement par les différentes firmes sauf dans le cas de Standard and Poor's où elles ont été reprises de Cheung (1996).

La situation n'est pas tout à fait la même. Bien que DBRS soit, dans ce cas-ci également, la plus défavorable dans sa cotation en ce qui concerne le cas ontarien, les agences internationales ne sont pas nécessairement les plus favorables dans leur cotation. Il semblerait même, qu'au contraire, la CBRS est généralement moins sévère dans son évaluation. Par exemple, en ce moment, celle-ci accorde une cote de « AA » aux titres à long terme du gouvernement de cette province alors que *Standard and Poor's* et *Moody's* accordent une cote de « AA- » aux mêmes titres. En fait, la cote attribuée par la principale agence canadienne n'a été inférieure à celles des agences internationales qu'entre 1982 et 1986. Depuis ce temps, les cotes sont supérieures ou égales à celles des deux grandes firmes new-yorkaises. De plus, CBRS n'a pas imité ces consœurs américaines qui ont procédé à un déclassement en 1993 (S&P) et 1994

(*Moody's*). Dans le cas du Québec, au contraire, elle a l'habitude de devancer les déclassements des deux géantes.

Suite à cette présentation générale de l'évaluation du crédit des gouvernements québécois et ontarien, attardons-nous plus spécifiquement aux écarts entre les cotes attribuées par les agences internationales et canadiennes. Même si ces agences n'utilisent que des symboles alphabétiques, il est possible de calculer l'écart entre deux cotes. En effet, comme nous l'avons fait précédemment, nous n'avons qu'à concevoir ces cotes comme des nombres et, pour calculer la différence entre deux cotes données, procéder à une différence dont le résultat équivaldra au nombre de cotes les séparant. Par exemple, l'écart entre « AA- » et « A » équivaut à deux et celui entre « A+ » et « A » à un. Le tableau ci-dessous présente les écarts entre les agences canadiennes et internationales. Lorsque le signe est positif, cela signifie que la cote accordée par l'agence internationale est plus élevée que celle accordée par l'agence nationale. Lorsque ce signe est négatif, cela signifie au contraire que l'agence canadienne est plus favorable à l'égard de la province que de l'agence internationale.

<b>Québec</b>					<b>Ontario</b>				
	S&P - CBRS	Moody's - CBRS	S&P - DBRS	Moody's - DBRS		S&P - CBRS	Moody's - CBRS	S&P - DBRS	Moody's - DBRS
<b>1982</b>	<b>+2</b>	+1			<b>1982</b>	+1	+1		
<b>1983</b>	<b>+2</b>	+1			<b>1983</b>	+1	+1		
<b>1984</b>	<b>+2</b>	+1			<b>1984</b>	+1	+1		
<b>1985</b>	<b>+2</b>	+1			<b>1985</b>	<b>-1</b>	+1		
<b>1986</b>	<b>+2</b>	<b>+2</b>			<b>1986</b>	<b>-2</b>	0		
<b>1987</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1987</b>	<b>-2</b>	0	+1	+3
<b>1988</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1988</b>	0	0	<b>+3</b>	<b>+3</b>
<b>1989</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1989</b>	0	0	<b>+3</b>	<b>+3</b>
<b>1990</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1990</b>	0	0	<b>+3</b>	<b>+3</b>
<b>1991</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1991</b>	0	-1	+2	+1
<b>1992</b>	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1992</b>	0	0	+1	+1
<b>1993</b>	0	0	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1993</b>	-1	0	<b>+1</b>	<b>+2</b>
<b>1994</b>	+1	+1	<b>+1</b>	<b>+1</b>	<b>1994</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>
<b>1995</b>	+1	0	<b>+2</b>	0	<b>1995</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>
<b>1996</b>	+1	0	<b>+2</b>	<b>+1</b>	<b>1996</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>
<b>1997</b>	+1	0	<b>+2</b>	<b>+1</b>	<b>1997</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>
<b>1998</b>	+1	0	<b>+2</b>	<b>+1</b>	<b>1998</b>	-1	-1	<b>+1</b>	<b>+1</b>

(Les chiffres en gras indiquent que les cotes se situent dans des classes différentes)

Les résultats présentés au tableau 7 permettent de quantifier notre propos. L'écart entre le comportement des agences canadiennes et internationales peut ainsi être démontré de manière plus fine. Au Québec, sur la période allant de 1982 à 1998, les cotes attribuées par *Standard and Poor's* ont été supérieures à celles de CBRS onze années sur dix-sept. Puisque les cotes des deux agences étaient équivalentes en 1993, l'évaluation de l'agence canadienne n'a été supérieure que pendant cinq années sur toute la période (entre 1987 et 1991 alors que les libéraux étaient au pouvoir). Les cotes attribuées au gouvernement québécois par *Moody's* et CBRS ont été similaires cinq années sur dix-sept entre 1982 et 1998. Cependant, au cours des douze autres années, sept fois la cotation de *Moody's* a été supérieure à celle de CBRS. Par ailleurs, entre 1987 et 1998, les deux agences new-yorkaises ont toujours évalué le crédit du

Québec plus favorablement que l'autre agence canadienne, DBRS (à l'exception de l'année 1995 où cette agence accordait la même cote que *Moody's*).

Dans le cas de l'Ontario, entre 1982 et 1998, CBRS et *Standard and Poor's* ont accordé la même cote cinq fois. Lors des douze autres années, l'agence internationale a été moins sévère dans son évaluation seulement trois fois et ce, au début de la période considérée (en 1982, 1983 et 1984). Donc, depuis 1984, la cote accordée par l'agence canadienne a été supérieure à celle de *Standard and Poor's* neuf années sur quatorze. Cette situation prévaut depuis 1993. La comparaison entre les cotes de CBRS et de *Moody's* permet d'en arriver à des résultats similaires quoique ces deux agences aient évalué pareillement le crédit ontarien sept fois sur la période. L'agence internationale a été plus favorable dans son évaluation seulement lors des quatre premières années de la période. Depuis 1985, la cote de CBRS a toujours été équivalente ou supérieure (six fois) à celle de *Moody's*. Une situation qui ne ressemble nullement à celle prévalant au Québec. Toutefois, en ce qui concerne les comparaisons avec DBRS, on constate que, comme au Québec à une exception près, cette agence canadienne n'a jamais attribué au gouvernement provincial une cote équivalente ou supérieure à celle de l'une ou l'autre des agences internationales. Notons toutefois que les écarts entre, d'une part, *Standard and Poor's* et DBRS et, d'autre part, entre *Moody's* et DBRS sont davantage prononcés pour l'Ontario.

Notre analyse permet de dégager une constante dans le comportement des quatre agences depuis 1982 : le crédit ontarien est invariablement mieux coté que celui du Québec. L'écart entre la cotation de chacune des provinces tend cependant à diminuer avec le temps. Le tableau suivant présente ces écarts.



	<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>CBRS</b>	<b>DBRS</b>
<b>1982</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	
<b>1983</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	
<b>1984</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	
<b>1985</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	
<b>1986</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	
<b>1987</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1988</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1989</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1990</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1991</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>1992</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>1993</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>1994</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
<b>1995</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1996</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1997</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>1998</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>Écart moyen</b>				
<b>1982-98</b>	2,294	3,118	3,412	
<b>1987-98</b>	1,917	2,417	2,667	1,667

(Les chiffres en gras indiquent que les cotes se situent dans des classes différentes)

Entre 1982 et 1998, *Standard and Poor's* est l'agence dont l'écart moyen entre les cotations a été le plus faible ; CBRS celle dont l'écart a été le plus élevé. D'ailleurs, cet écart est de un depuis 1992 alors que, dans le cas de CBRS, il est de trois en ce moment et ce, depuis 1994. L'écart moyen est une mesure utile puisqu'elle permet de montrer de façon synthétique la différence de comportement de chacune des agences vis-à-vis du Québec et de l'Ontario sur une période donnée.

Lorsque l'on réduit la période considérée afin d'inclure DBRS dans l'analyse, on remarque que, depuis 1987, cette agence a conservé l'écart le plus faible entre ces

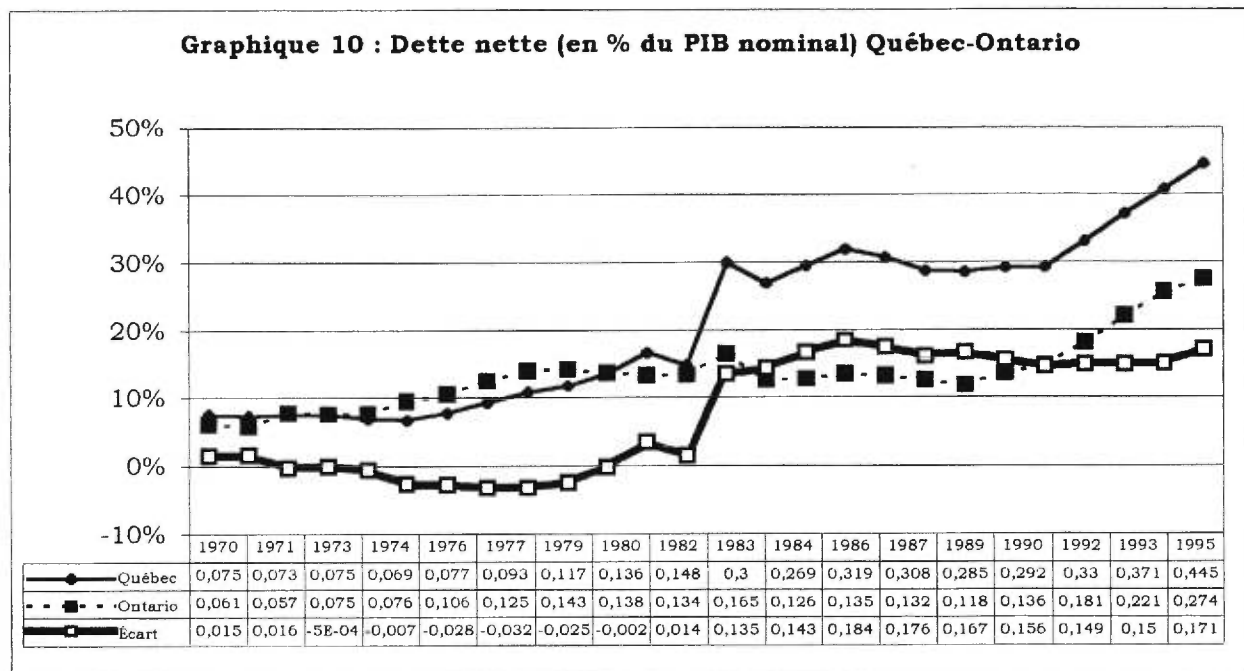
évaluations ontariennes et québécoises. Compte tenu de ce qui avait été dit plus tôt, ce n'est guère étonnant. Cette jeune agence est, parmi les quatre agences, la plus sévère dans sa notation et ce, tant avec l'Ontario qu'avec le Québec. Entre les trois autres agences, le scénario est le même que celui de la période 1982-98, c'est-à-dire que CBRS présente l'écart le plus élevé alors que *Standard and Poor's* le moins élevé. Notons que l'écart moyen est plus faible pour chacune des firmes sur cette période (1987-1998) raccourcie par rapport à la précédente (1982-1998).

Si l'on se situe à un niveau général, il est possible d'expliquer la différence entre les cotes ontariennes et québécoises. Stella Cheung<sup>94</sup> et Paul Boothe<sup>95</sup> identifient le *ratio dette/PIB* comme la principale variable affectant la cotation. Si on observe attentivement l'évolution de ce ratio entre 1982 et 1998, on constate rapidement qu'un important écart s'est creusé entre les deux provinces depuis le début de la décennie 80. Le graphique ci-dessous présente cette évolution.

---

<sup>94</sup> Stella Cheung (1996), *op.cit.*

<sup>95</sup> Paul Boothe (1993), « Bond Rating and Provincial Government », *PEAP Study 93-3*, Institute for Policy Analysis, University of Toronto.



Source : Statistique Canada, Base de données CANSIM, matrices 3206, 3207, 2627 et 2628

Au Québec, entre 1982 et 1983, on a assisté à une augmentation exceptionnelle de ce ratio. En effet, il est passé de 14,8% à 30%. L'écart avec l'Ontario s'est donc creusé passant de 1,4% à 13,5%. On comprend alors mieux le comportement de *Standard and Poor's* et de *Moody's* qui ont procédé à une décote du crédit québécois en juillet 1982. Par la suite, le *ratio dette/PIB* a continué de croître plus rapidement au Québec qu'en Ontario. Ainsi, selon les plus récents chiffres disponibles, ce ratio était de 44,5% au Québec en 1995 alors qu'il était de 27,4% en Ontario la même année. L'écart entre les deux provinces à ce chapitre a été relativement stable depuis le milieu des années 80 variant entre 14 et 18%.

Avant le début des années 80, ce ratio était pratiquement équivalent au Québec et en Ontario. De même, *Standard and Poor's* a attribué une cote identique (« AA ») à chacune de ces provinces entre 1966 et 1977, année où le crédit ontarien a été recoté.

*Moody's* quant à elle a agi de manière similaire puisque entre 1968 et 1975, l'écart entre les deux cotes était de deux et que, de 1975 à 1979, la même cote était accordée à ces deux gouvernements.<sup>96</sup>

Maintenant, nous sommes en mesure d'affirmer que le comportement des agences canadiennes vis-à-vis du Québec est différent de celui des principales agences internationales. Dans le cas de la DBRS, cette différence est pour le moins évidente. Les résultats de ses évaluations sont toujours plus faibles que celles des autres agences. Toutefois, la situation est similaire dans le cas de l'Ontario. Elle semble donc adopter des critères généraux d'évaluation plus contraignants que les autres et le poids accordé à chacun de ces critères dans son analyse doit être différent. C'est du moins une explication possible quant à son comportement. De plus, compte tenu qu'elle a débuté à évaluer le crédit des provinces canadiennes seulement en 1987, il est difficile de tirer de solides conclusions à partir de son comportement.

Le comportement de la CBRIS nous permet de tirer des conclusions apparentées à notre hypothèse. Comme nous l'avons vu, elle est généralement moins généreuse en termes de cotation que *Moody's* ou *Standard and Poor's* vis-à-vis du Québec. Le fait qu'à l'inverse elle soit plus généreuse que les agences internationales dans le cas ontarien nous pousse à croire que nos constatations peuvent être liées à notre hypothèse et à notre modèle d'analyse. Comment expliquer que la différence de comportement est inversée en Ontario ? Chacune des firmes prise individuellement utilise pourtant des critères d'analyse semblables dans l'évaluation de chacune des

---

<sup>96</sup> Il importe de souligné ici que l'utilisation de signes complémentaires (+ et - dans le cas de *Standard and Poor's* et 1,2 et 3 dans le cas de *Moody's* n'a débuté qu'en 1982 dans le cas de l'évaluation des titres gouvernementaux au Canada.

provinces. Selon notre modèle, cette différence de comportement vis-à-vis du Québec ne peut être expliquée que par une perception dissemblable du risque politique existant au Québec. Ce n'est pas simplement l'écart entre les cotes accordées au Québec entre la CBRS et les agences américaines qui nous permet d'en arriver à ces conclusions, c'est aussi l'inversion de cet écart dans le cas ontarien. Si la différence était due à des facteurs strictement économiques (les écarts entre le Québec et l'Ontario en termes de cotes devraient s'expliquer principalement par un écart important du *ratio dette/PIB*), en Ontario l'agence canadienne aurait également été moins généreuse ou, du moins, son évaluation aurait convergé avec celle des firmes étrangères.

Puisque nous souhaitons continuer d'adopter une approche conservatrice, nous avons négligé de traiter les différences de classe entre les cotes de manière plus approfondie. Il est tout à fait raisonnable de croire qu'un écart à l'intérieur d'une même classe est moins significatif qu'un écart entre deux cotes qui se situent dans deux classes différentes. Par exemple, nous avons considéré équivalent l'écart entre « A+ » et « A » et celui entre « AA- » et « A+ ». Certaines discussions avec des analystes quelques investisseurs nous permettent de présumer qu'il y aurait lieu d'accorder une importance accrue à une différence entre classes. Pour se faire, nous aurions dû accorder des poids différents aux écarts à l'aide par exemple de coefficients. Or, même si cela avait certainement permis de renforcer la confirmation de notre hypothèse, nous avons toutefois choisi de ne pas le faire compte tenu de la difficulté d'un tel exercice qui nous aurait forcés à poser plusieurs hypothèses secondaires. Bien que l'on s'entende pour affirmer qu'il existe des inégalités entre certains écarts, il en va tout autrement pour conférer une pondération quantifiée à ces disparités.

## Conclusion

Notre objectif était de définir et d'élaborer un cadre méthodologique utile à l'analyse du comportement des investisseurs privés, nationaux et internationaux, au Québec. Le comportement des investisseurs est fondé principalement sur deux variables : d'une part, sur un ensemble d'éléments de nature économique et légale (environnements économique et légal) et, d'autre part, sur le risque politique. Il est normal de croire que, d'un point de vue agrégé, la perception vis-à-vis de la première variable est la même. Cependant, la perception du risque politique peut différer d'un investisseur à l'autre. Les investisseurs canadiens, en raison de leur nationalité, sont directement touchés par le débat, ce qui n'est pas le cas des investisseurs étrangers. Toute différence de comportement entre les investisseurs nationaux et les investisseurs internationaux au Québec ne peut s'expliquer que par une différence dans la perception de *facteurs politiques* dont le risque politique lié à la présence d'un mouvement indépendantiste. Les investisseurs nationaux sont majoritairement opposés à toute idée d'indépendance du Québec et sont plus sensibles à au risque d'une profonde remise en question de l'unité politique et territoriale de leur pays, le Canada. L'opinion politique des investisseurs canadiens influence-t-elle leur comportement vis-à-vis du Québec ? Les résultats de nos recherches laissent croire que oui.

Au cours des vingt dernières années, la population du Québec a été appelée à se prononcer deux fois sur sa volonté de faire sécession avec le Canada. Le résultat serré du dernier d'entre eux, le 31 octobre 1995, ne laisse aucun doute de la force du mouvement souverainiste au sein de la société. Le risque d'une sécession est bien réel. Les effets économiques que pourrait entraîner cette possibilité le sont, quant à eux,

beaucoup moins. En effet, le lien entre le risque politique, l'investissement privé et l'économie dans son ensemble n'est pas très apparent, contrairement au discours tenu par certains opposants au mouvement indépendantiste.

Les flux d'investissement sont, dans le cas du Québec, davantage influencés par les cycles d'expansion et de récession économique que par la présence d'un mouvement indépendantiste. Ils sont peu influencés par le cycle politique et les écarts avec la province voisine (l'Ontario) sont loin d'être nouveaux. Il en va de même pour l'emploi, le chômage et la croissance de l'activité économique. La part québécoise dans le portefeuille des flux d'investissement au Canada est relativement stable d'une année à l'autre (c'est-à-dire moins volatile), ce qui contraste avec le cas ontarien où cette part varie très rapidement sur de courtes périodes. Le graphique 9 met en lumière cette situation. Ce même graphique nous permet également de constater combien les poids démographique et économique du Québec au sein du Canada évoluent à un rythme remarquablement similaire. Le déclin du poids économique depuis 1960 s'accompagne d'une baisse de l'importance de sa population par rapport au Canada dans son ensemble. Bien entendu, de telles remarques bien qu'illustrant la faiblesse de l'économie du Québec ou, du moins, son manque de dynamisme nous éloignent quelque peu de l'objet de notre recherche. Cependant, elles sont importantes dans le contexte de notre étude car, il faut le mentionner, ces discours sont pour ainsi dire à la base de notre intention d'effectuer la présente recherche.

Aussi, est-il important de rappeler que les différences (ainsi que les causes de celles-ci) entre les économies québécoise et ontarienne, autrement dit les causes du retard économique du Québec, datent du siècle dernier. Bien avant que ne devienne

vraisemblable l'éventualité d'une sécession du Québec ! Alain Noël analyse la situation du chômage et des salaires au Québec dans une perspective historique.<sup>97</sup> Il fait remarquer que les disparités économiques entre le Québec, les provinces voisines, à l'exception des provinces maritimes, tiennent à des facteurs historiques liés à la structure économique du Québec qui remontent au XIX<sup>e</sup> siècle.

« La pauvreté et le chômage sont des problèmes politiques et sociaux complexes, enracinés dans l'histoire, les institutions et les politiques publiques. Au Québec, comme ailleurs, les changements en ce qui concerne de telles questions relèvent moins de la bonne volonté que de larges conflits politiques et sociaux à propos de la croissance économique, de la distribution des revenus et de l'intervention de l'État. (...) Pendant plus d'un siècle, le Québec a eu de plus bas salaires et de plus hauts taux de chômage que les provinces voisines (à l'exception des provinces atlantiques) ».<sup>98</sup> Comme l'auteur l'ajoute lui-même, « un taux de croissance équivalant ne pouvait pas éliminer l'écart initial entre les deux provinces centrales [le Québec et l'Ontario], et la division linguistique du travail propre au Québec persistait également ».<sup>99</sup>

On ne cherche aucunement ici à exprimer une vision pessimiste de la situation économique québécoise passée et présente ni à prétendre que l'histoire économique du Québec est unique au monde et que la situation, à l'instar d'autres régions, ne pouvait s'améliorer. Nous ne cherchons pas non plus à affirmer qu'il en sera toujours ainsi et que le retard économique du Québec ne pourra se résorber. Ce que nous souhaitons, c'est de démontrer qu'on aurait tort de croire que le mouvement indépendantiste est l'une des principales causes des problèmes économiques québécois et des écarts avec l'Ontario.

Le modèle d'analyse que nous avons construit nous montre que toute différence de comportement entre les investisseurs nationaux et les investisseurs internationaux au Québec ne peut être due qu'à une perception différente vis-à-vis du risque politique. Parce qu'ils sont canadiens, les investisseurs locaux sont touchés par le

<sup>97</sup> Alain Noël (1994), « Le chômage en héritage », dans Gagnon, A.G., *Québec: État et société*, Montréal, Québec/Amérique, chapitre 18.

<sup>98</sup> Ibid., p.408.

<sup>99</sup> Ibid., p.410.



débat sur l'indépendance du Québec. Leur opinion est généralement défavorable à l'égard du mouvement indépendantiste et pour cause ; l'homme d'affaires n'aime habituellement pas que soit transformé ou du moins modifié l'environnement socio-politique dans lequel son entreprise évolue. Cette opinion affecte leur comportement en tant qu'investisseur au Québec ; l'investissement peut être utilisé de manière stratégique. Ils invoquent d'abord l'incertitude politique pour justifier leur comportement pour ensuite l'invoquer de nouveau pour expliquer les problèmes économiques québécois. On peut aisément présumer que l'investisseur anglais, français, italien, japonais, russe ou même américain n'a pas d'opinion politique sur le débat entourant l'avenir constitutionnel du pays. Rappelons que l'économie du Québec, prise dans une perspective mondiale, est moderne, développée, diversifiée, ouverte et représente une zone à faible risque pour y investir des capitaux ou pour y effectuer des opérations industrielles ou commerciales.

Compte tenu de difficultés liées à la collecte de données, il nous a été difficile de procéder à une analyse juste de la place du Québec dans le portefeuille canadien des investisseurs canadiens et des investisseurs étrangers. Bien qu'il s'agisse des meilleures données disponibles, les chiffres que nous détenons sur l'investissement étranger révèlent trop de limites sur le plan méthodologique pour servir à tirer des conclusions claires sur le comportement des investisseurs étrangers au Québec comme dans le reste du Canada. De nouvelles recherches devront être entreprises sur la base de nouvelles données. Jusqu'à maintenant, celles que nous avons rendent impossible la confirmation de notre hypothèse ; à la lumière de celles-ci il semble que la présence d'un mouvement indépendantiste au Québec repousse davantage les investisseurs

étrangers. Cela pourrait peut-être s'expliquer par une crainte plus élevée causée par un manque de renseignements ou encore, par une mauvaise information.

La partie de l'analyse sur les agences d'évaluation de crédit nous permet quant à elle de tirer des conclusions plus précises. L'étude des cotes accordées par, d'un côté, CBRS et DBRS et, de l'autre, par *Standard and Poor's* et *Moody's* révèle que les agences canadiennes sont plus sévères dans leur évaluation du crédit du Québec que ne le sont les agences internationales. Et ce, alors que la situation est inversée dans le cas de l'Ontario. Cette divergence ne peut s'expliquer que par une perception différente du risque politique, leur analyse se basant toutes quatre sur la même situation économique au Québec (cela réfère, dans notre modèle d'analyse, aux variables économiques et légales (VEL)). Rien ne laisse croire que leur perception face au contexte économique québécois pourrait être différente, au contraire tout amène à penser que devant les mêmes données le jugement des analystes oeuvrant dans ces firmes est le même. Ils proviennent des mêmes écoles et adoptent tous l'approche économique dominante.

Certes, une sécession entraînerait des conséquences au niveau économique et sur le comportement des investisseurs. Les interrogations portent davantage sur l'ampleur de ces coûts. Il est cependant impossible de les évaluer pour le moment. Cependant, contrairement à un mythe largement répandu, la simple **idée** de faire l'indépendance, c'est-à-dire la présence d'un mouvement indépendantiste recueillant un appui significatif, n'entraîne pas d'importants coûts économiques. Les retards économiques du Québec s'expliqueraient davantage par des facteurs d'ordre historique et démographique. Les variations du poids économique du Québec au Canada

correspondent à celles de son poids démographique. En amplifiant le risque lié à la présence d'un mouvement indépendantiste au Québec, les agences de cotation de crédit canadiennes traitent injustement cette province, ce qui a sans doute certaines conséquences, quoique mineures, sur le plan économique.

Dans le but de tester et d'améliorer notre modèle d'analyse, il serait extrêmement utile de compléter cette recherche par un peu d'anthropologie. Les marchés financiers sont des « terrains » qui mériteraient d'être étudiés de plus près. Bien entendu, il faut avoir les moyens de le faire (temps et argent). Jusqu'ici, peu de chercheurs l'ont fait. C'est dommage car, comme le dit si bien Javier Santiso,

« La vie des marchés financiers ne peut s'appréhender qu'en prêtant davantage attention au jeu des acteurs. Les marchés financiers ne sont ni les Far West de *golden boys* sans foi ni loi, ni le règne d'une main invisible idéalement régulatrice. Des normes implicites ou explicites les gouvernent, où le chiffre d'affaires importe autant que les jeux de la réputation et de la confiance. (...) Une véritable communauté épistémique avec ses codes, ses règles, sa propre dynamique d'opportunités, de contraintes et d'interdits. À l'instar de Geertz se penchant sur les mythes et les rites des communautés du Maroc et d'Indonésie, la vie des marchés financiers inviterait dans ce sens à davantage d'anthropologie ».<sup>100</sup>

Cette recherche devra également être insérée dans un cadre plus large. Elle pourrait être adaptée à la problématique touchant le nationalisme libre-échangiste (*free-trade nationalism*) et l'intégration des espaces économiques continentaux. Il serait fort pertinent de faire l'analyse du nationalisme québécois sous l'angle du risque; le régime international que constitue l'ALENA pourrait-il permettre au Québécois une indépendance sans risque ? De faire l'indépendance sans en assumer les coûts ? La comparaison avec d'autres cas comme celui de l'Écosse serait sans doute être éclairante. Pour les indépendantistes, « miser sur l'international » ne fait pas que

---

<sup>100</sup> Javier Santiso (1998), « Temps des États, temps des marchés : retour sur la crise mexicaine », *Esprit*, no.242, mai, pp.58-85.

diminuer le risque, cela pourrait permettre de « contourner » le comportement des investisseurs nationaux.

## Bibliographie

Alexander, Gordon J. et William F. Sharpe (1989), *Fundamentals of Investments*, Englewood Cliffs (New Jersey), Prentice-Hall.

Beers, David T. et Marie Cavanaugh (1997), *Sovereign Credit Rating: A Primer*, Standard and Poor's publications, 16 avril. (Obtenu sur le Web à l'adresse suivante: <http://www.rating.standardpoor.com/criteria/sovereigns/primer.htm>)

Benmansour, Hacène et Corinne Vadcar (1995), *Le risque politique dans le nouveau contexte international*, Paris, Dialogues Éditions.

Bodie, Zvi, Alex Kane et Alan J. Marcus (1998), *Essentials of Investments*, McGraw-Hill, 3<sup>e</sup> édition.

Boothe, Paul (1993), « Provincial Government Debt, Bond Rating and the Availability of Credit », dans Harris, Richard G. (éd.), *Deficits and Debt in the Canadian Economy*, Policy Forum Series 29, Kingston (Ontario), Queen's University, John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy.

Bouyeure, Cyril (1993), *L'investissement international*, Paris, Presses universitaires de France.

Brülhart, Marius (1998), « Economic Geography, Industry Location and Trade : The Evidence », *The World Economy*, vol.21, no.6, août, pp.775-801.

Calverley, John (1990), *Country Risk Analysis*, London, Butterworths, 2<sup>e</sup> édition.

Cantor, Richard et Frank Packer (1994), « The Credit Rating Industry », Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review* (Summer-Fall), pp.1-26.

Cantor, Richard et Frank Packer (1996), « La notation du risque souverain », *Problèmes économiques*, no. 2.453, 3 janvier, pp. 12-17.

Chan, Steve (1995), *Foreign Direct Investment in a Changing Global Political Economy*, New York, St. Martin's Press.

Chase C.D., J.L. Kuhle et C.H. Walther (1988), « The Relevance of Political Risk in Direct Foreign Investment », *Management International Review*, Vol. 28, no.3.

Cheung, Stella (1996), « Provincial Ratings in Canada: An Ordered Probit Analysis », Document de travail 96-6, Banque du Canada.

Commission sur l'avenir politique et constitutionnel du Québec (1991), *Éléments d'analyse pertinents à la révision du statut politique et constitutionnel du Québec*, Québec, bibliothèque nationale du Québec, document de travail, numéro 1.

- Daulon, François (1990), « Actualité de la notation », *Revue d'économie financière*, No. 12-13, printemps-été, pp.125-137.
- Dickinson, John A. et Brian Young (1992), *Brève histoire socio-économique du Québec*, Sillery, Septentrion.
- Dixit, Avinash K. et Robert S. Pindyck (1994), *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press.
- Egnal, Marc (1996), *Divergent Paths*, New York, Oxford University Press.
- Ensor, Richard (1981), *Assessing Country Risk*, London, Euromoney Publications.
- Fatehi-Sedeh, Kamal et Hossein M. Safisadeh (1989), « The Association Between Political Instability and Flow of Foreign Direct Investment », *Management International Review*, Vol.28, pp.4-13.
- Fitzmaurice, John (1985), *Québec and Canada : past, present and future*, New York, St. Martin's Press.
- Fixari, Daniel (1995), *Méthodologie de l'investissement dans l'entreprise*, Éditions La Découverte.
- Fortin, Pierre (1996), « The Great Canadian Slump », *Canadian Journal of Economics*, XXIX, No. 4, novembre, pp. 761-787.
- Fortin, Pierre (1998), « Une remontée incontestable », *Forces*, no.120, pp.5-16.
- Fréchette, P., R. Jouandet-Bernadat et J.-P. Vézina, *L'économie du Québec*, Montréal, Éditions HRW.
- Freeman, Alan et Patrick Grady (1995), *Québec Canada : les enjeux de la division*, Montréal, Éditions Hurtubise HMH.
- Gagnon, Alain-G. et Mary Beth Montcalm (1992), *Québec: au-delà de la révolution tranquille*, Montréal, VLB éditeur.
- Gomes-Casseres, Benjamin et David B. Yoffie (1993), *The Political International Economy of Direct Foreign Investment* Vol.1 et 2, Brookfield (Vermont), Edward Elgar Publishing Compagny.
- Gouvernement du Canada (1972), *Investissements étrangers directs au Canada* (Rapport Gray), Ottawa, Information Canada.
- Greenspan, Alan (1998), « The Globalization of Finance », *The Cato Journal*, vol. 17, no. 3. Extraits d'une allocution présentée à la *Cato Institute's 15<sup>th</sup> Annual Monetary Conference* le 14 octobre 1997. (Obtenu sur le Web à l'adresse suivante : <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3-1.html>).
- Hall, Robert E. et John B. Taylor (1993), *Macroeconomics : theory, performance and policy* – Forth Edition, New York, W.W. Norton & Compagny.

Hanson, Gordon H. (1998), « North American Economic Integration and Industry Location », *Oxford Review of Economic Policy*, vol.14, no.2, pp.30-44.

Hefferman (1985), *Sovereign Risk Analysis*, Boston, Allen and Unwin.

Investissement Canada (1991), *Investissement international et compétitivité*, Division de la recherche et des politiques sur l'investissement, Document de travail numéro 9, octobre.

Investissement Canada (1992), *L'investissement étranger au Canada : mesures et définitions*, Document de travail no.12, août.

Jorgenson, Dale (1963), « Capital Theory and Investment Behavior », *American Economic Review*, Vol. 53 (May), pp.247-259.

Krugman, Paul, M. Fujita et A Venables (1998), *The Spatial Economy : Cities, Regions and International Trade*, MIT Press.

Léonard, Jacques (1995), « Instabilité des marchés financiers et coût du capital », *Économies et sociétés*, Hors Série, H.S. no. 33, novembre, pp.5-18.

Lizondo, J. Saül (1990), *Foreign Direct Investment*, IMF working papers, WP/90/63, July.

Marchon, Maurice N. (1994), *Prévoir l'économie pour mieux gérer*, Montréal, Québec/Amérique (Collection Presses HEC).

Marois, Bernard (1990), *Le risque-pays*, Paris, Presses universitaires de France.

Morin, Rosaire (1996), « La déportation québécoise : les fonds mutuels », *L'Action nationale*, volume LXXXVI, numéro 8, octobre.

Morin, Rosaire (1997), « La déportation québécoise (Deuxième partie) », *L'Action nationale*, volume LXXXVII, numéros 11 et 12, novembre/décembre.

Noël, Alain (1994), « Le chômage en héritage », dans Gagnon, A.G., *Québec: État et société*, Montréal, Québec/Amérique, chapitre 18.

Noël, Michel (1996), *Les régions canadiennes dans l'économie mondiale*, Montréal, L'Harmattan.

Kinichi Ohmae (1995), *The End of Nation State*, Harper Collins Publishers.

O'Neal, Brian (1995), *La société distincte: origine, interprétations, implications*, Ottawa, Bibliothèque du Parlement.

Overholt, William H. (1982), *Political Risk*, London, Euromoney Publications.

Raddock, David M. (dir.) (1993), *Navigating New Markets Abroad: charting a course for the international businessperson*, Lanham (Maryland), Rowman & Littlefield Publishers.

Thunell, Lars H. (1977), *Political Risks in International Business*, New York, Praeger Publishers.

Overholt, William H. (1982), *Political Risk*, London, Euromoney Publications.

Plihon, Dominique (1995), « Liquidité et investissement », *Économies et Sociétés*, Hors Série, H.S. no. 33, novembre, pp.57-91.

Raimbourg, Philippe (1990), *Les agences de rating*, Economica.

Root, Franklin R.(1972), « Analysing Political Risk in International Business » dans A. Kappor et Phillip Grub (éd.) *Multinational Enterprise in Transition : Selected Readings and Essays*, Détroit, Darwin Press.

Santiso, Javier (1998), « Temps des États, temps des marchés : retour sur la crise mexicaine », *Esprit*, no.242, mai, pp.58-85.

Tremblay, Miville (1996), *Le pays en otage: le financement de la dette publique*, Montréal, éditions Québec/Amérique (coll. Presses des HEC).

Tvede, Lars (1994), *La psychologie des marchés financiers*, Société Éducative Financière Internationale (SEFI).

Young, Robert A. (1995), *La sécession du Québec et l'avenir du Canada*, Québec, Presses de l'Université Laval.



## ANNEXE 1

### Investissements étrangers dans de nouvelles entreprises, par secteur, 1985-1996

Secteur	Année	Québec		Ontario		Alberta		C.B.		Canada	
		n	'000\$	n	'000\$	n	'000\$	n	'000\$	n	'000\$
Ressources primaires	85-91 <sup>1</sup>	6	x	8	x	34	377 179	6	28 260	67	571 747
	92	-	-	1	x	-	-	-	-	2	x
	93	-	-	-	-	6	387 500	-	-	6	387 500
	94	-	-	-	-	2	x	-	-	2	x
	95	1	x	1	x	3	x	-	-	5	x
	96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Sous-total</b>		7	6 075	10	14 150	45	806 429	6	28 260	82	1 021 222
Fabrication	85-91	58	1 978 609	173	262 774	20	802 407	29	125 380	299	3 169 170
	92	4	11 750	12	9 780	3	x	5	7 500	26	29 030
	93	3	x	10	48 500	2	x	1	x	19	48 500
	94	5	11 650	6	5 500	-	-	2	x	13	17 150
	95	3	x	8	56 500	-	-	3	x	16	56 500
	96	5	63 759	22	43 950	1	x	2	x	30	107 709
<b>Sous-total</b>		78	2 146 768	231	427 004	26	1 789 657	42	158 630	403	4 996 087
Commerce de gros et de détail	85-91	111	81 705	480	302 146	28	11 217	51	35 166	685	431 584
	92	9	3 015	37	37 575	4	x	10	39 500	60	80 090
	93	5	x	41	52 667	4	1 250	9	3 750	59	57 667
	94	7	x	27	24 850	2	x	4	1 000	40	25 850
	95	6	12 000	40	20 677	2	x	6	18 634	55	51 311
	96	3	x	32	108 150	-	-	8	12 500	44	120 650
<b>Sous-total</b>		141	106 970	657	546 065	40	19 467	88	110 550	943	786 277
Services	85-91	57	x	306	x	35	70 184	65	81 618	474	151 802
	92	4	1 750	23	x	4	1 750	7	4 500	38	8 000
	93	5	5 250	30	21 781	6	33 689	7	x	50	60 720
	94	3	x	26	325 750	3	x	4	4 250	39	330 000
	95	3	x	23	x	1	x	3	x	30	x
	96	5	x	32	68 055	2	x	8	3 500	48	71 555
<b>Sous-total</b>		77	48 048	440	731 508	51	107 123	94	150 737	679	1 135 267
Autres services	85-91	39	126 547	146	385 461	26	1 328 690	64	390 940	284	2 231 638
	92	6	5 500	20	263 900	7	8 750	5	5 250	42	283 400
	93	5	12 250	11	16 250	2	x	5	78 493	25	106 993
	94	-	-	16	52 250	2	x	1	x	23	52 250
	95	4	5 000	13	452 750	1	x	1	x	20	457 750
	96	5	34 000	13	90 579	1	x	4	x	23	124 579
<b>Sous-total</b>		59	183 297	219	1 261 190	39	1 509 690	80	511 683	417	3 606 933
<b>Total</b>	85-91	271	2 225 484	1 113	1 249 923	143	2 589 677	215	661 364	1 809	7 057 261
	92	23	22 015	93	324 505	18	878 750	27	56 750	168	1 182 020
	93	18	52 500	92	139 198	20	523 439	22	105 112	159	820 249
	94	15	22 400	75	408 350	9	212 500	11	44 000	117	808 750
	95	17	66 000	85	547 207	7	7 250	13	74 384	126	694 841
	96	18	102 759	99	310 734	4	20 750	22	18 250	145	452 493

1. Comprend la période du 1<sup>er</sup> juillet 1985 au 31 décembre 1991.

Source : Données compilées par le Bureau de la Statistique du Québec (BSQ) à partir de données fournies par Investissement Canada (Industrie Canada).

## ANNEXE 1 (suite)

### Investissements étrangers dans les acquisitions d'entreprises, par secteur, 1985-1996

Secteur	Année	Québec		Ontario		Alberta		C.B.		Canada	
		n	'000\$	n	'000\$	n	'000\$	n	'000\$	n	'000\$
Ressources	85-91 <sup>1</sup>	12	1 339 522	44	9 603 623	198	13 717 848	43	348 452	329	26 640 097
primaires	92	2	x	8	1 709 221	45	3 068 989	13	70 434	74	4 848 644
	93	1	x	1	x	38	1 580 999	11	47 752	58	1 628 751
	94	1	x	4	23 735	36	903 759	4	x	48	927 494
	95	-	-	2	x	33	1 082 372	4	96 242	44	2 783 070
	96	2	x	3	x	52	1 451 596	3	x	65	1 451 596
<b>Sous-total</b>		18	2 057 737	62	12 146 282	402	21 805 563	78	696 447	618	40 910 113
Fabrication	85-91	231	9 696 818	1 077	29 789 645	85	1 348 096	108	2 974 154	1 572	44 556 824
	92	36	341 412	98	1 715 245	6	1 078 572	7	75 557	153	3 210 786
	93	16	282 518	76	2 336 830	2	x	9	539 354	108	3 164 792
	94	26	458 660	74	2 372 700	7	96 870	5	35 634	121	3 187 091
	95	23	946 137	95	5 475 955	6	285 589	17	397 123	147	7 104 804
	96	54	1 143 729	103	2 575 553	14	x	12	255 947	191	4 016 894
<b>Sous-total</b>		386	12 869 274	1 523	44 265 928	120	3 473 774	158	4 277 769	2 292	67 109 796
Commerce	85-91	170	1 606 255	598	5 155 037	96	2 232 803	87	1 310 003	1 051	10 624 708
de gros et	92	15	89 256	87	1 130 206	8	x	9	71 932	125	1 291 394
de détail	93	16	384 583	46	x	3	x	10	48 181	81	432 764
	94	16	276 222	72	1 105 403	8	69 491	13	147 874	120	1 598 990
	95	18	218 343	90	x	13	100 576	21	119 664	150	438 583
	96	27	181 221	89	x	10	110 978	11	280 479	146	572 678
<b>Sous-total</b>		262	2 755 880	982	9 741 674	138	2 566 976	151	1 978 133	1 673	17 509 539
Services	85-91	86	923 942	461	3 940 441	61	209 933	132	1 019 398	776	6 140 661
	92	10	x	38	458 619	4	11 859	16	111 570	77	612 419
	93	11	x	54	488 856	4	90 695	9	115 467	81	695 018
	94	5	55 301	56	1 664 886	9	16 694	7	19 723	81	1 756 604
	95	14	428 522	61	1 506 956	8	24 194	10	191 107	96	2 150 779
	96	29	543 937	76	1 493 510	17	207 528	18	125 226	141	2 370 201
<b>Sous-total</b>		155	2 078 125	746	9 553 268	103	560 903	192	1 582 491	1 252	14 106 755
Autres	85-91	58	853 737	217	6 818 182	65	897 962	138	1 854 209	505	10 550 024
services	92	8	988 374	17	283 256	3	x	9	1 236 923	38	2 508 553
	93	7	980 283	25	895 800	4	116 097	13	125 748	53	2 117 928
	94	7	x	35	748 425	4	85 312	2	x	52	833 737
	95	6	86 660	18	2 157 889	5	32 670	4	18 115	36	2 295 334
	96	8	x	46	3 494 211	2	x	6	x	64	3 494 211
<b>Sous-total</b>		94	3 007 999	358	14 397 763	83	1 239 384	172	3 458 197	748	22 283 814
<b>Total</b>	85-91	557	14 420 274	2 397	55 306 928	505	18 406 642	508	7 506 216	4 233	98 678 945
	92	71	2 001 479	248	5 296 547	66	4 287 888	54	1 566 416	467	13 555 984
	93	51	1 743 741	202	4 154 474	51	2 328 081	52	876 502	381	10 137 608
	94	55	899 203	241	5 915 149	64	1 172 126	31	347 642	422	8 648 039
	95	61	1 679 662	266	9 883 025	65	1 525 401	56	822 251	473	15 794 282
	96	120	2 024 656	317	9 548 792	95	1 926 462	50	874 010	607	15 109 522

1. Comprend la période du 1er juillet 1985 au 31 décembre 1991.

Source : Données compilées par le Bureau de la statistique du Québec (BSQ) à partir de données fournies par Investissement Canada (Industrie Canada).

## ANNEXE 2

### Les principales agences d'évaluation de crédit

Agence d'évaluation de crédit	Première année de publication	Pays d'origine	Nombre d'employés <sup>1</sup>	Propriété	Principaux champs d'activités
Moody's Investors Service ("Moody's")	1909	États-Unis	674	Dun and Bradstreet	Service complet
Fitch Investors Service ("Fitch")	1922	États-Unis	Plus de 200	Indépendante	Service complet
Standard and Poor's Corporation ("S&P")	1923	États-Unis	Plus de 700	McGraw-Hill	Service complet
Canadian Bond Rating Service	1972	Canada	26	Indépendante	Service complet (pour le Canada)
Thomson BankWatch ("Thom")	1974	États-Unis	40	Thomson Company	Institutions financières
Japanese Bond Rating Institute ("JBRI")	1975	Japon	91	Japan Economic Journal (Nikkei)	Service complet (pour le Japon)
Dominion Bond Rating Service ("DBRS")	1977	Canada	20	Indépendante	Service complet (pour le Canada)
IBCA Ltd. ("IBCA")	1978	Grande-Bretagne	50	Indépendante	Institutions financières
Duff and Phelps Credit Rating Co. ("Duff")	1980	États-Unis	160	Duff and Phelps Corp.	Service complet
Japanese Credit Rating Agency ("JCRA")	1985	Japon	61	Institutions financières japonaises	Service complet (pour le Japon)
Nippon Investor Service Inc. ("NIS")	1985	Japon	70	Institutions financières japonaises	Service complet (pour le Japon)

Source : Richard Cantor et Frank Packer (1994).

Autres :

Japon : Japan Credit Agency (1985)

Mikuni & CO (1983)

France : Agence d'Évaluation Financière (ADEF) (1986)

Grande-Bretagne : Euroratings Ltd (1986) \*\*Faillite en 1988\*\*

Portugal : Compahnia Portuguesa de Rating (1988)

Espagne : Renta 4 Rating (1988)

Corée : Korea Business Research & Information (1985)

Philippines : Credit Information Bureau (1985)

Inde : The Credit Rating Information Services of India Ltd (1987)

La Chine aurait également créé la sienne

<sup>1</sup> Ces données sont évidemment sujettes à modifications.