Évolution des moyens de financement des secteurs public et privé au Canada

Jean-Pierre Le Goff

Volume 45, numéro 3, octobre–décembre 1969

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1003746ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1003746ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Le Goff, J.-P. (1969). Évolution des moyens de financement des secteurs public et privé au Canada. *L'Actualité économique*, 45(3), 543–559.
<https://doi.org/10.7202/1003746ar>

effets importants de transfert des ressources réelles s'exercent nécessairement au profit des pays faisant usage de leurs droits.

En conclusion, il faut insister sur le fait qu'il n'est pas possible de dissocier les trois fonctions de liquidité, d'ajustement, et de maintien de la confiance, que doit remplir le système monétaire international. On ne peut régler le problème de la liquidité isolément, en ignorant les deux autres. C'est pourquoi le système des droits de tirage spéciaux ne nous paraît pas apporter une solution durable aux problèmes monétaires internationaux.

Deux éventualités peuvent être envisagées à terme : une augmentation du prix de l'or, à laquelle peu de pays sont favorables à l'exception de l'Afrique du Sud, ou un élargissement des marges de fluctuations des taux de change, entre pays ou blocs monétaires.

Cette dernière solution, séduisante, est cependant difficile à mettre en application.

Michel-A. KATZ

Évolution des moyens de financement des secteurs public et privé au Canada* Les gouvernements fédéral, provinciaux et municipaux, et le secteur privé forment les quatre catégories d'emprunteurs sur le marché financier. Chacun de ces participants doit avoir une ligne de conduite propre à ses besoins et à ses pouvoirs de remboursement : tous les emprunteurs ne feront pas appel au même prêteur, et un secteur particulier ne se trouvera pas dans une situation de remboursement au-delà de ses capacités.

C'est pourquoi le marché financier canadien est le théâtre de certaines habitudes traditionnelles. Le gouvernement fédéral émet surtout à court terme, avec une poussée périodique de long terme afin d'éviter une réduction de l'échéance moyenne. La dette fédé-

* L'auteur remercie M. Jacques Parizeau, professeur à l'Institut d'Économie appliquée de l'École des H.E.C., de l'aide qu'il lui a apportée dans la rédaction de ce commentaire.

rale en cours se répartit, à un moment donné, en une gamme de titres de toutes les échéances, auxquels la Banque du Canada a recours pour appliquer la politique monétaire à suivre. Par la même occasion, la Banque centrale peut contribuer au financement du gouvernement fédéral.

La Banque du Canada n'appuie cependant pas les provinces, afin d'éviter les risques de discrimination. Celles-ci émettent alors surtout à long terme pour réduire au minimum les problèmes de refinancement. L'obligation à long terme offre un bon rendement, et les gouvernements provinciaux sont sans risque. Le titre provincial est bien répandu : il répond au critère de rendement et de sécurité. Le marché canadien à long terme est cependant mince, même si le gouvernement fédéral n'y a recours qu'à l'occasion. Les provinces doivent donc en plus faire appel aux marchés étrangers, surtout au marché américain.

Les municipalités n'ont évidemment pas de recours à la Banque centrale. Elles émettent donc à long terme. Par contre, un bon nombre d'entre elles, surtout les petites, n'ont pas les ressources administratives pour mettre sur pied un fonds d'amortissement. Celles-ci évitent le problème du remboursement en émettant des obligations en série : une émission est retirée graduellement chaque année. De telles obligations ne sont cependant pas liquides ; elles ne s'adressent qu'à un public prêt à accepter cette contrainte, les « fidélités » locales, c'est-à-dire résidents et caisse de retraite de la municipalité ou d'entreprises qui s'y situent. Ces municipalités doivent offrir cependant un fort rendement, en compensation de la faible négociabilité de leurs titres.

Les corporations sont les éléments significatifs du secteur privé. Les émissions d'actions et d'obligations des corporations sont faibles, soit environ 15 p.c. en 1967 (voir le tableau 8), relativement à l'investissement du secteur privé. Il est vrai que l'investissement privé provient des individus et des entreprises non incorporées aussi bien que des corporations. Cependant, la principale cause d'écart entre l'investissement privé et les émissions d'actions et d'obligations semble être l'autofinancement. Le secteur privé évite les gros appels à l'épargne publique et génère lui-même la plus grande partie des fonds qu'il requiert.

Ces différents participants voient cependant apparaître des facteurs susceptibles de changer leurs habitudes. Nous notons, en effet, l'apparition de nouveaux besoins à l'intérieur même du secteur public ; il y a un déplacement relatif des besoins financiers vers les provinces, dû principalement au développement des politiques de bien-être et d'éducation, et un déplacement à venir vers les municipalités causé par les problèmes d'urbanisation. La structure fiscale n'ayant pas évolué au même rythme que les nouveaux besoins financiers, les gouvernements hésitant à rompre le cadre fiscal établi, de fortes pressions s'exercent sur le marché canadien.

D'autre part, la contrepartie du financement de la dette publique, l'épargne, semble obéir à une logique nouvelle. Traditionnellement, l'épargne et son affectation étaient fonction du besoin de sécurité et du désir de rendement. Les besoins de sécurité sont beaucoup moins importants depuis l'avènement des politiques de bien-être et de l'établissement de fonds de pensions, publics et privés. L'inflation persistante vient en plus ronger le gain des placements à rendement fixe ; l'horizon d'épargne du public a considérablement diminué, le développement des activités des banques à charte, une évolution des dépôts à terme et des dépôts à vu de 80 p.c. en 10 ans, témoigne d'ailleurs à cet effet. On n'épargne plus en fonction des vieux jours, mais en vue de l'achat d'un bien quelconque, dans un, deux ou trois ans : l'aspect sécurité a disparu, et les pressions inflationnistes, appuyées par la psychose de l'inflation, font que le rendement effectif de l'épargne ne vaut plus le sacrifice d'une utilisation prochaine.

Devant une telle situation, les différents participants peuvent se tourner vers une autre porte de sortie : les « marchés captifs », c'est-à-dire ceux dont l'accès est réservé à un groupe bien spécifique d'emprunteurs.

D'une part, certains marchés captifs relèvent d'une logique « d'entente ». Deux de ceux-ci dépendent d'entente ou de décision gouvernementale. Nous distinguons d'abord la Banque du Canada. Celle-ci s'approprie des titres fédéraux pour l'application de la politique monétaire ; de plus, dans la mesure où le marché conventionnel accueille froidement une émission fédérale, la Banque centrale, en entente avec le gouvernement, interviendra pour sou-

tenir cette émission. Les titres détenus à cette fin sont négociables, puisque les deux types d'opération de la Banque du Canada se confondent.

Le Régime des Rentes du Québec donne lieu au second marché captif dont la contribution au financement de l'État est fonction d'entente ou de décision gouvernementale. La Caisse de Dépôts et de Placements du Québec administre les montants recueillis par ce régime de pension et finance une émission provinciale, en totalité ou en partie, en entente avec le gouvernement du Québec. Le Régime des Rentes constitue une épargne forcée, un impôt, dont l'affectation dépend de décisions gouvernementales. Il est à noter que la législation n'oblige pas la Caisse de Dépôts à acheter ces obligations, ou par suite à les garder jusqu'à échéance.

À la limite, un troisième marché captif relève de cette logique d'entente. Le secteur public n'y intervient cependant pas. Il s'agit de l'autofinancement des corporations, qui relève d'une « entente » ou coordination, entre les diverses activités de l'entreprise. L'autofinancement n'est pas un titre qui relève d'une décision étrangère au processus de croissance de la firme, mais une épargne liée aux investissements passés et aux investissements prévus par les provisions pour amortissement de capital et par les gains non distribués. Elle relève d'un lien, d'une entente, entre les activités et performances passées, et les projets à venir.

D'autre part, certains marchés captifs relèvent de législation. Nous distinguons en premier lieu les réserves secondaires des banques à charte, à la disposition du gouvernement central. La loi oblige les banques à charte à détenir 8 p.c. (7 p.c. jusqu'en juin 1969) de leurs dépôts canadiens en titres fédéraux : obligations à court terme, bons du trésor, prêts au jour le jour (avances aux courtiers qui servent généralement à l'achat de bons du trésor). Rien ne distingue les titres ainsi détenus du portefeuille « libre » des banques. Il ne s'agit que d'un minimum imposé : les titres sont négociables.

Le Régime des Pensions du Canada s'avère aussi un marché captif défini par législation. Les montants canalisés vers le Régime des Pensions du Canada sont à la disposition des provinces (sauf le Québec), uniquement et en totalité. Les titres achetés par ce régime de pensions sont détenus jusqu'à échéance ; ils ne sont pas

négociables. Il n'y a aucun lien avec le marché financier conventionnel. Il s'agit d'une épargne forcée, un impôt, dont l'affectation est définie par législation.

Nous remarquons que les marchés captifs à la disposition du gouvernement fédéral détiennent des titres négociables, alors que le Régime des Pensions du Canada et la Caisse de Dépôts du Québec détiennent des titres non négociables. En principe, les titres de la province de Québec émis sur ce marché captif font exception à cette règle ; la Caisse de Dépôts administre les montants recueillis par le Régime des Rentes du Québec ; elle n'est en principe qu'un important participant sur le marché libre. En pratique toutefois, même si les titres sont achetés sur ce marché conventionnel, ils n'en suivent pas les règles ; même si toutes les obligations de la province de Québec sont négociables, en règle générale celles qui sont détenues par la Caisse de Dépôts ne sont pas négociées. Elles ne seront pas revendues sur le marché secondaire. Il est à noter que si le marché libre était très accueillant pour les titres provinciaux, la Caisse de Dépôts pourrait agir autrement, selon les règles du marché, et donner une plus grande diversification à son portefeuille.

Un fort recours à ces marchés exclusifs de la part des différents participants aurait pour conséquence une modification de la structure et des habitudes traditionnelles du marché canadien. Nous nous proposons donc d'examiner l'évolution de l'appel à l'épargne de l'ensemble des secteurs durant les 10 dernières années, afin d'apprécier la structure actuelle du marché financier canadien.

Appel à l'épargne du gouvernement fédéral

Le gouvernement fédéral est le plus important emprunteur sur le marché financier canadien. Sa dette totale est élevée, mais son accroissement depuis 1958 n'est que d'environ 30 p.c. (tableau 1). Les nouveaux besoins du fédéral ne sont donc pas susceptibles de bouleverser directement le marché canadien. Les transformations à l'intérieur même de la dette fédérale sont cependant plus significatives. L'évolution de la répartition selon la nature des titres est très claire : le gouvernement central émet relativement moins d'obligations conventionnelles, surtout à long terme, et compte fortement sur les bons du trésor et les obligations d'épargne (tableau 2).

Tableau 1
Dette totale en cours, secteur public ¹
 (en millions de dollars)

Années	Gouvernements		
	fédéral	provinciaux	municipaux
1958	16,416	5,788	3,063
1959	17,135	6,366	3,370
1960	17,747	6,848	3,740
1961	18,636	8,211	4,060
1962	19,448	9,048	4,369
1963	20,276	10,200	4,761
1964	20,733	11,150	5,214
1965	20,681	11,883	5,477
1966	21,111	13,410	5,983
1967	22,011	15,484	6,539
Accroissement (en p.c.)	30	172	110

1. Toutes les données statistiques utilisées dans ce commentaire proviennent des publications de la Banque du Canada.

Tableau 2
Évolution du financement du gouvernement fédéral,
selon la nature des titres
 (en millions de dollars)

Années	Bons du Trésor	Titres non échus	Titres échus	Obligations d'épargne	Titres non sur le marché ¹	Titres garantis par le gouvernement
1958	1,495	10,993	10	2,895	—	1,023
1959	2,077	10,496	16	3,212	—	1,334
1960	1,985	10,466	25	3,594	—	1,676
1961	1,885	10,824	19	4,080	157	1,671
1962	2,165	10,913	19	4,620	100	1,631
1963	2,240	11,433	25	5,133	66	1,379
1964	2,140	11,508	16	5,613	88	1,368
1965	2,150	11,112	18	5,866	168	1,367
1966	2,170	11,202	26	6,089	298	1,326
1967	2,455	11,652	15	6,319	373	1,197
Accroissement (en p.c.)	40	10	—	100	—	—

1. Détenus par le fonds d'assurance-chômage.

L'échéance moyenne de la dette en cours accuse une diminution très nette, de 10 ans et 4 mois en 1958 à 6 ans et 4 mois en 1968 (graphique). Les réductions en 1967 et 1968 sont respectivement de 5 et 7 mois. Le gouvernement émet des titres à court terme, très liquides. Il renouvelle sa dette de plus en plus. Nous notons un manque d'intérêt croissant du public quant aux émissions con-

Graphique

L'ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE

Tableau 3
Évolution des titres fédéraux ou portefeuille du public
(en millions de dollars)

Années	Bons du Trésor	Autres	Total	Part des non-résidents
1958	415	5,648	6,073	632
1959	755	6,758	7,513	722
1960	549	6,937	7,485	808
1961	405	6,838	7,243	819
1962	523	7,329	7,852	954
1963	430	7,173	7,602	1,073
1964	332	7,199	7,531	1,073
1965	157	6,906	7,063	1,085
1966	170	6,641	6,811	792
1967	157	6,284	6,441	669

Tableau 4
Évolution du portefeuille des banques à charte
Titres du gouvernement fédéral
(en millions de dollars)

Années	Bons du Trésor	Autres	Total de titres fédéraux détenus	Réserves secondaires	Réserves secondaires en p.c. du total détenu
1958	956	2,565	3,521	895	25
1959	983	1,827	2,811	860	30
1960	974	2,084	3,057	904	—
1961	1,162	2,631	3,792	993	—
1962	1,137	2,234	3,371	1,029	30
1963	1,291	2,642	3,933	1,127	27
1964	1,265	2,439	3,705	1,169	31
1965	1,368	2,355	3,723	1,302	35
1966	1,567	2,324	3,890	1,400	33
1967	1,742	2,888	4,630	1,582	34

Tableau 5
Évolution du portefeuille de la Banque du Canada
(en millions de dollars)

Années	Total	Bons du Trésor	Autres
1958	2,670	36	2,634
1959	2,677	309	2,368
1960	2,744	407	2,337
1961	2,876	314	2,563
1962	2,936	458	2,478
1963	3,091	469	2,622
1964	3,115	482	2,633
1965	3,472	612	2,866
1966	3,473	412	3,061
1967	3,807	544	3,263

ventionnelles (tableau 3) : celles-ci laissent place aux obligations d'épargne et aux dépôts bancaires.

Les marchés captifs fédéraux reflètent d'ailleurs le déplacement vers le court terme des obligations fédérales. L'examen du portefeuille des banques à charte révèle que l'on y détient surtout du court terme et des bons du trésor. La participation des réserves secondaires aux émissions fédérales a crû au même rythme que l'activité des banques à charte, soit de près de 80 p.c. en 10 ans (tableau 4) ; ce « marché réservé » compte cependant pour une part croissante des titres détenus, soit de 25 p.c. en 1958 à 34 p.c. en 1967 : la participation volontaire des banques à charte serait donc relativement moins forte.

Le gouvernement canadien n'a pas de recours exceptionnel à la Banque du Canada, dont la participation a crû de 30 p.c. en 10 ans, soit sensiblement au même rythme que l'encours total de la dette fédérale (tableau 5). Les interventions de la banque centrale sont beaucoup plus importantes dans les émissions de bons du trésor et d'obligations à court terme que celles de moyen et long terme.

Les montants détenus dans les comptes du gouvernement sont aussi disponibles. Nous constatons une modération dans l'utilisation de ces comptes, c'est-à-dire une forte baisse dans la participation aux émissions de bons du trésor et une légère augmentation dans le montant des titres conventionnels détenus.

Les marchés captifs fédéraux ne comportent pas d'épargne forcée, semblable à un impôt ; d'une part, le gouvernement fédéral suit les règles du marché, en acceptant le taux du marché et en n'émettant que des titres négociables, d'autre part, il aménage le marché en imposant une participation par le truchement de la législation ou par entente avec la banque centrale.

Pour l'ensemble des dix dernières années, le rythme de croissance de ces marchés a été lent et continu ; leur participation aux émissions fédérales est passée de 24 à 28 p.c. Ils favorisent cependant le financement à court terme, ainsi que l'indique la distribution des titres fédéraux dans les banques à charte et à la Banque du Canada. La diminution de l'échéance moyenne de la dette en cours se révèle hautement perturbatrice pour les marchés financiers canadiens. L'échéance moyenne diminue rapidement ; à la limite,

le financement entier du gouvernement sera à court terme, ce qui serait dangereux pour le marché monétaire canadien : toutes les disponibilités seraient alors dirigées vers le gouvernement fédéral. Si le gouvernement canadien refuse cette diminution de l'échéance, peut-être faudra-t-il envisager un autre emprunt de « conversion », qui mettrait en question le financement des provinces et des municipalités, qui émettent à moyen et à long terme. Quelle que soit l'éventualité, le gouvernement fédéral n'est pas directement touché, étant donné le soutien de la Banque du Canada.

Appel à l'épargne du secteur provincial

Nous notons un fort accroissement de la dette totale en cours depuis 10 ans, soit 172 p.c. (tableau 1). Un tel accroissement des besoins d'épargne ne peut que provoquer des changements dans les mécanismes de financement. Cependant, l'évolution des différents postes ne semble pas révéler de grandes modifications : les postes « autres résidents » et « non résidents » détiennent une plus forte part de la dette totale en cours, alors que la participation des autres postes diminue légèrement (tableau 6). La signification réelle de cette distribution de titres provinciaux apparaît cependant lorsque nous considérons l'établissement en 1966 du Régime des Pensions du Canada et du Régime des Rentes du Québec ; l'« épargne » correspondante est incluse à l'intérieur du poste « autres résidents » à partir de 1966. La distribution des titres observés ci-haut comprend donc l'intervention de ces marchés « réservés ». En termes absolus, l'avènement de ce régime de pensions

Tableau 6

Répartition de titres provinciaux par principaux détenteurs

(en p.c. du total émis)

Détenteurs	1958	1960	1962	1964	1965	1966	1967
Caisses de retraite	15	14	18	16	17	16	15
Non résidents	22	24	22	24	25	25	26
Autres résidents	20	22	28	26	24	26	30
Comptes du gouvernement	19	10	17	13	13	15	12
Compagnies d'assurance-vie	7	7	10	10	9	8	7

donne lieu à un « effet d'addition » d'épargne disponible : les montants canalisés vers le secteur public s'ajoutent simplement aux montants existants. Nous pouvons toutefois déceler, en termes relatifs, un phénomène de déplacement très important, sans vouloir préciser toutefois des relations de cause à effet (tableau 7). L'examen de la participation du Régime des Pensions du Canada, du Régime des Rentes du Québec et des « autres résidents nets » révèle que le financement des gouvernements provinciaux dépend de plus en plus du « portefeuille » des marchés captifs, c'est-à-dire jusqu'à 43 p.c. en 1968. Nous percevons de même une forte tendance à la hausse de l'importance des non résidents, 43 p.c. des nouvelles émissions en 1968.

Le financement du secteur provincial subit d'importants changements, en peu d'années, de 1966 à 1968. Le marché libre domestique abandonne les obligations à long terme ; les provinces se tournent vers le marché captif et se fient sur l'étranger pour combler le déficit résiduel.

Le coût d'une telle dette à l'étranger est élevé et le danger de se fier à cette épargne est grand. Le risque de nous la voir refusée est réel : les emprunts aux États-Unis sont toujours sujets à la politique américaine de balance des paiements ; de plus, les récents emprunts en Allemagne sont sujets à la réévaluation du mark. La

Tableau 7

**Évolution de certains postes
quant à la participation aux nouvelles émissions provinciales**

(en p.c.)

Postes	1966	1967	1968
Autres résidents nets ¹	-0.03	10	—
Régime des pensions	38	42	43
Régime des rentes	30	32	35
	8	10	8
Évolution du poste non résidents	24	30	43

1. Autres résidents nets = autres résidents — (Régime des rentes + Régime des pensions).

politique de la Banque du Canada en matière de taux d'intérêt peut aussi influencer la possibilité des provinces d'emprunter à l'étranger. Si l'écart entre taux américains et taux canadiens est maintenu, le financement extérieur continue selon les mécanismes actuels. S'il est réduit, par contre, le financement des provinces subira de fortes pressions. Elles peuvent alors émettre à taux élevé sur le marché étranger ; nous risquons de subir une fuite des capitaux canadiens. Il y a aussi la possibilité d'émettre sur le marché domestique à taux élevé : le flux de capitaux devrait alors suivre les mécanismes réguliers, quoique la structure des taux d'intérêt au Canada serait la résultante de deux besoins très différents : les méfaits sociaux de taux élevés, et les nécessités de financement des provinces ; il n'y aurait pas de continuité dans la structure des taux d'intérêt canadiens ; les différents titres ne seraient plus comparables entre eux. De plus, s'il n'y a qu'un petit nombre de provinces qui adoptent cette approche, leurs obligations offriront un rendement fortement supérieur à celui des autres, et elles risquent de connaître une réaction défavorable du marché face aux titres à très fort rendement.

Le marché captif provincial, Régime des Pensions et Régime des Rentes, représente par contre une source d'épargne sans risque qui ne devrait plafonner que dans une quinzaine d'années, sans compter qu'il est toujours possible d'augmenter la contribution procentuelle. L'épargne disponible par ces marchés est forcée et s'assimile à la logique d'un impôt. Les gouvernements provinciaux ne cherchent pas à orienter l'épargne libre par ces marchés captifs ; les titres détenus sont à toutes fins pratiques non négociables. Il n'y a donc pas de liens directs avec le marché libre.

Appel à l'épargne du secteur municipal

L'évolution de l'encours total des municipalités est de 110 p.c. depuis les dix dernières années (tableau 1), c'est-à-dire supérieure à celle du gouvernement fédéral, mais inférieure à celle des provinces. La répartition des titres n'évolue que lentement, la part de chaque participant restant sensiblement la même. Nous notons cependant une baisse du montant d'obligations municipales dans le portefeuille des compagnies d'assurance-vie et des caisses de

retraite. La participation des non-résidents ne présente pas de véritables changements.

Parmi les détenteurs d'obligations des municipalités, nous distinguons les caisses de retraite des municipalités : ce poste est en fait un marché captif pour les obligations municipales ; il est en effet géré par les municipalités. Le montant des titres détenus est cependant trop faible pour que les municipalités échappent au verdict du marché conventionnel (en 1967, ce poste détenait 675 millions sur un total de 6.5 milliards).

Examen du secteur privé

Le secteur privé comprend tout ce qui n'est pas public, c'est-à-dire les ménages, les individus, les sociétés non incorporées et les corporations. L'importance de l'appel à l'épargne de ce secteur est donnée par le montant de ses investissements, et par la dette totale en cours ; il faut tenir compte des émissions d'actions et de l'autofinancement, c'est-à-dire les bénéfices non distribués et les provisions pour consommation de capital.

L'appel du marché libre en actions et en obligations compte pour une faible part de l'appel à l'épargne du secteur privé, soit de 15 p.c. en 1967 (tableau 8). L'autofinancement est donc respon-

Tableau 8

Évolution des composantes de l'investissement privé au Canada

(en millions de dollars)

Années	Obligations	Actions	Bénéfices non répartis	Provisions pour consommation de capital
1958	677	312	759	3,668
1959	126	304	883	3,941
1960	341	320	744	4,141
1961	397	245	646	4,231
1962	458	337	825	3,596
1963	729	-44	952	4,827
1964	815	323	1,159	5,200
1965	1,338	473	1,176	5,683
1966	977	592	993	6,170
1967	843	498	877	6,505

sable de la majeure partie des investissements privés. Ce marché captif n'est pas « aléatoire » comme ceux du fédéral, qui dépendent en partie du marché « libre », ou « coercitif » comme celui des provinces, qui perçoit un « impôt ». Il s'inscrit à même le processus de croissance du secteur privé. Les provisions pour consommation de capital sont liées directement aux investissements des périodes antérieures, et les bénéfices non distribués aux profits de l'entreprise. Des éléments extrinsèques ne vont perturber cette intégration que par leur influence sur le niveau de profit, dont la participation à l'autofinancement est inférieure à celle des provisions pour consommation de capital. Le secteur privé fonctionne à son propre rythme, hors des contraintes conjoncturelles et des directives de l'État.

Observations

L'examen de l'évolution de l'appel à l'épargne des différents secteurs conduit à deux observations : une situation alarmante pour les provinces et les municipalités, et une structure financière d'ensemble qui est appelée à répondre aux besoins d'épargne selon aucune cohérence interne.

Nous croyons en une situation alarmante du fait du désintéressement du public et des institutions pour les obligations à moyen et long termes. L'obligation provinciale n'est plus le placement liquide et rentable qui attirait les gens soucieux de faire fructifier leur épargne, à cause de la psychose de l'inflation et des nouvelles raisons d'être de l'épargne. Le titre provincial était auparavant sûr, rentable et liquide ; c'était le « *jack of all trades* » des titres obligataires ; il répondait à plusieurs besoins. Ce titre est maintenant un « spécialiste », auquel s'adressent certaines institutions, fonds de pensions et compagnies d'assurance-vie, qui doivent détenir des placements sûrs, à long terme.

Le marché domestique libre est à toutes fins pratiques fermé aux obligations provinciales. Il faut donc se tourner vers les marchés captifs et l'étranger, avec les risques inhérents.

La situation est semblable pour les municipalités sauf qu'elle est encore plus difficile. Le marché secondaire des titres municipaux

est très faible, à cause de la difficulté de revente des titres d'émissions en série. En période de hausse des prix, les institutions veulent éviter d'être prises avec des titres non liquides ; elles délaissent alors les titres municipaux. Il ne reste aux municipalités que les « fidélités » locales, et celles-ci risquent de disparaître. Les pressions inflationnistes, la complexité d'un titre émis en série, la concurrence des dépôts à terme des banques à charte et des caisses populaires, et des obligations d'épargne du Canada peuvent détourner ces « fidélités ». Le marché captif existant est très faible. De plus, le marché étranger n'est accessible qu'à quelques-unes des plus grandes municipalités. Il ne faut pas compter mettre sur le marché d'importantes émissions municipales. L'épargne actuellement disponible ne suffira pas aux besoins croissants causés par les problèmes d'urbanisation.

Nous croyons, d'autre part, en une situation financière inadéquate du fait des logiques de financement différentes suivies par chaque groupe d'emprunteurs. Le gouvernement fédéral s'adapte aux préférences du marché conventionnel et émet surtout à court terme ; il fait cependant appel à ses marchés captifs qui, par leur nature, accueillent surtout des titres à court terme. Tous les titres fédéraux sont négociables, et une proportion définie de l'épargne disponible est assurée au gouvernement central par les marchés captifs. En se réservant ainsi par législation et par entente une proportion de l'épargne disponible (comprenant ici la monnaie créée par la Banque centrale si elle décide d'appuyer les titres fédéraux), le gouvernement central crée un marché libre solide pour les obligations fédérales, par suite de la négociabilité de tous les titres fédéraux, et assure ainsi son financement ; le marché libre sent qu'il n'est pas seul à supporter une émission. Les titres fédéraux à court terme jouent un rôle d'adaptation et d'influence, mais toujours en fonction du mécanisme des prix.

Les provinces suivent une toute autre logique : elles assurent leur financement par une épargne forcée, un impôt, aucunement liée au mécanisme des prix, et par un recours à l'épargne étrangère dont les montants disponibles sont fonctions des priorités étrangères. Les provinces n'aménagent pas le marché libre domestique ; elles ne cherchent pas à influencer l'affectation de l'épargne conventionnelle.

Ainsi une partie du secteur public, le gouvernement fédéral, aménage le marché, et une autre, les provinces, s'assure un financement à l'abri du mécanisme des prix.

Les corporations se basent en très grande partie sur l'auto-financement. Leurs investissements sont le fruit d'une logique intérieure sans contact étroit avec le marché financier et les priorités de l'État.

Il est souhaitable que tous les emprunteurs ne s'adressent pas aux mêmes prêteurs. Les mécanismes actuels vont cependant beaucoup plus loin. Non seulement les participants ne s'adressent pas aux mêmes sources, ils ne jouent plus selon les mêmes règles. Il n'y a aucun lien entre les divers participants, même ceux du secteur public : l'épargne entendue comme étant les montants disponibles au financement des secteurs publics et privés, réagit à la fois à des principes de planification, de croissance et de marché, sans qu'aucun ne puisse s'appliquer uniformément. Son allocation semble se faire selon les pouvoirs de chacun, plutôt que selon les besoins. Le gouvernement fédéral se fie sur l'appui de la Banque centrale ; il permet une réduction de l'échéance moyenne de sa dette, émet à court terme et profite du développement des activités des banques à charte. Celles-ci deviennent le canal de l'épargne disponible au gouvernement fédéral. Les émissions fédérales à court terme encouragent d'ailleurs cette évolution des dépôts bancaires. En émettant moins d'obligations conventionnelles, le gouvernement fédéral n'offre pas d'alternative à moyen ou à long terme qui soit finalement soutenue par la Banque centrale.

Les provinces voient leurs obligations mal accueillies sur le marché conventionnel. Pour des raisons de coût et de prestige politique, elles refusent d'offrir un rendement suffisamment élevé pour attirer l'épargne « libre ». Elles changent alors de règles de jeu, et utilisent les montants recueillis par les Régime des Pensions et Régime des Rentes pour échapper au mécanisme des prix.

Le court terme est interdit aux municipalités, et elles ne peuvent pas échapper au mécanisme des prix. Leurs pouvoirs sont limités. Aussi se trouvent-elles dans une impasse face à leurs besoins croissants.

Non seulement cette situation engendre-t-elle une allocation « quelconque » de l'épargne, mais elle met aussi en question les

modalités d'application de la politique monétaire. L'influence restrictive désirée se répercute dans l'économie grâce à la concurrence qui existe entre les banques et autres institutions et sur le marché des capitaux en général, chacun cherchant à obtenir une plus grande part des fonds disponibles. L'épargne se dirige actuellement de moins en moins vers le long terme ; une hausse du taux d'intérêt augmente le coût des transactions financières, mais ne « gèle » plus les capitaux : il n'y aura pas de perte de capital sur le court terme détenu qui puisse affecter une décision de vente de ce titre. La Banque du Canada doit alors agir directement sur le plus grand montant possible de disponibilités ; à ce titre, les mesures pour appuyer les opérations d'*open market* affectent surtout les banques à charte : dépôt du gouvernement, taux d'escompte et réserves secondaires. La Banque du Canada a donc intérêt que les banques à charte développent leurs activités, au détriment des autres institutions financières. Le haut niveau d'activité des banques à charte est maintenant indispensable à l'application d'une politique monétaire restrictive.

Jean-Pierre LE GOFF

**Perspectives 1975.
Sixième exposé
annuel du C.E.C.**

Le Conseil économique du Canada a publié récemment (septembre 1969) son sixième exposé annuel. À cause de l'étendue et de la complexité des sujets traités, nous

allons, dans les pages qui suivent, présenter un aperçu plus descriptif que critique de son contenu, en essayant de faire ressortir les points qui semblent présenter un intérêt plus particulier à cause, soit de l'importance du problème, soit de l'originalité des solutions proposées.

*
* * *

Le thème général du présent exposé, comme son titre l'indique, est constitué par des « prévisions » du comportement de l'économie canadienne jusqu'en 1975. À ce thème général viennent se greffer