

# La politique macroéconomique canadienne au début de la décennie 1990

Raymond Théoret

Volume 66, Number 2, juin 1990

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/601530ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/601530ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Théoret, R. (1990). La politique macroéconomique canadienne au début de la décennie 1990. *L'Actualité économique*, 66(2), 231–241.  
<https://doi.org/10.7202/601530ar>

Article abstract

The fight against inflation is an imperative in both the Annual Report of the Bank of Canada for the year 1989 and in the Federal Budget of April 1990. In the opinion of the Bank of Canada, Canadian interest rates will not decrease as long as inflation seems to accelerate. And interest payments related to the public debt are so important that federal deficit cannot decrease without a reduction of interest rates. The federal government can contribute to the fight against inflation by decreasing its deficit, i.e. by weakening the pressures it exerts on domestic demand. But the solution to Canada's economic problems is more complex. A trade-off must be found between them. The austerity program of the federal government is not welcome in a context of economic slowdown. The exchange rate of the Canadian dollar must decrease to provide oxygene to economic policies.

## *La politique macroéconomique canadienne au début de la décennie 1990\**

Raymond THÉORET,  
*Département des sciences administratives,  
Université du Québec à Montréal.*

RÉSUMÉ – La lutte contre l'inflation apparaît comme un impératif et dans le Rapport annuel de la Banque du Canada pour l'année 1989, et dans le *Discours sur le budget* présenté par le ministre canadien des Finances en février 1990. Selon la Banque du Canada, les taux d'intérêt ne sauraient diminuer au pays tant que l'inflation donne des signes d'accélération. Du fait de l'ampleur du service de la dette fédérale, une baisse des taux d'intérêt s'impose si l'on veut voir se résorber le déficit budgétaire. Le gouvernement canadien peut contribuer à la lutte contre l'inflation en diminuant son déficit, c'est-à-dire en réduisant les pressions qu'il exerce sur la demande intérieure. Il semble toutefois que la solution aux problèmes économiques canadiens soit plus complexe que ne l'avancent les autorités publiques. Il faut effectuer un arbitrage entre les différents problèmes économiques au lieu de se concentrer sur un problème économique particulier. Il apparaît que la résorption du déficit budgétaire dans un contexte de ralentissement économique est malvenue. Une baisse du taux de change du dollar canadien s'impose pour élargir la marge de manoeuvre très étroite des preneurs de décisions.

ABSTRACT – The fight against inflation is an imperative in both the Annual Report of the Bank of Canada for the year 1989 and in the Federal Budget of April 1990. In the opinion of the Bank of Canada, Canadian interest rates will not decrease as long as inflation seems to accelerate. And interest payments related to the public debt are so important that federal deficit cannot decrease without a reduction of interest rates. The federal government can contribute to the fight against inflation by decreasing its deficit, i.e. by weakening the pressures it exerts on domestic demand. But the solution to Canada's economic problems is more complex. A trade-off must be found between them. The austerity program of the federal government is not welcome in a context of economic slowdown. The exchange rate of the Canadian dollar must decrease to provide oxygen to economic policies.

Dans cet article, nous passons en revue le *Rapport annuel* du gouverneur de la Banque du Canada pour l'année 1989 et le *Discours sur le budget* présenté par le ministre des Finances fédéral en février 1990. *L'Exposé annuel* du Conseil économique du Canada pour l'année 1989 intitulé: *Patrimoines* nous fournira quelques points de repère pour mieux situer l'enjeu des politiques économiques canadiennes en ce début de décennie.

Le *Rapport annuel* de la Banque du Canada et le *Discours sur le budget* ont été rédigés dans un contexte d'accélération de l'inflation au pays et d'une hausse

---

\* L'auteur remercie Pierre Fortin pour ses très utiles commentaires.

continue, bien qu'en décélération, du rapport entre la dette fédérale et le produit intérieur brut canadien (PIB). De plus, un ralentissement économique paraissait s'amorcer au Canada, bien que les indicateurs émettaient encore des signaux ambigus. Avant de commenter les documents qui font l'objet du présent article, nous en présenterons les lignes de force.

#### LE RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE DU CANADA POUR L'ANNÉE 1989

Depuis 1975, la Banque du Canada s'est donné pour objectif prioritaire de lutter contre l'inflation. Depuis que M. Crow a accédé au poste de gouverneur de la Banque du Canada, cet objectif a même éclipsé toutes les autres priorités traditionnelles d'une banque centrale, telle la lutte contre le chômage. L'ordre des préférences de la Banque du Canada semble être devenu *lexicographique*.

Certes, la Banque du Canada a modifié, au fil des ans, son approche à la lutte contre l'inflation. De 1975 jusqu'au début des années 80, la Banque du Canada essayait de cibler son objectif en régulant un agrégat monétaire au sens restreint, soit M1. Les résultats obtenus ne furent cependant pas des plus heureux. Cet agrégat monétaire a fait montre d'une grande instabilité: il était difficilement contrôlable. Ces fortes fluctuations de M1 répondaient en quelque sorte au principe physique bien connu de Heisenberg<sup>1</sup>. Selon ce principe, il existe des interférences inévitables de tout montage expérimental avec l'objet étudié. Ce principe se transpose facilement au phénomène de la régulation d'un agrégat monétaire. En effet, comme la plage de croissance de M1 était connue, les institutions financières en tiraient profit. Par exemple, il était dans leur intérêt d'encourager une croissance très faible de M1 de façon à ce que la Banque du Canada n'ait cessé d'activer la planche à billets. Loin de lutter contre l'inflation, elle l'attisait. La vélocité de M1 augmentait plus vite que prévu. Pour mémoire, la croissance de cette vélocité avait été de 1,0% l'an de 1968 à 1975. Son rythme de croissance s'est activé à 5,8% l'an de 1975 à 1982. Devant ces résultats pervers, la Banque du Canada a délaissé la régulation de la masse monétaire pour revenir à une politique de contrôle des taux d'intérêt. Elle a tiré parti du développement accéléré du marché monétaire canadien pour cibler de plus en plus le taux sur les prêts à vue («call loans»). L'échéance de ces prêts est habituellement très courte: un jour. La Banque du Canada influe de la sorte sur un taux à très court terme de façon que ses opérations se répercutent de proche en proche sur toute la structure des rendements à l'échéance. A partir de 1985, elle a institué les prises en pension spéciales et les cessions en pension de manière à mieux réguler le taux des prêts à vue.

Dans son *Rapport annuel* de 1989, la lutte contre l'inflation est présentée de nouveau comme un impératif. Le rapport est un plaidoyer pour le maintien du

---

1. C'est l'économiste américain Kenneth Boulding qui a généralisé ce principe. Dans sa forme générale, ce principe énonce que, lorsque l'information est une partie importante d'un système, une augmentation de l'information change le système lui-même. On parle aussi de *Loi de Goodhart* pour désigner ce principe en sciences économiques. Voir à cet effet: Boulding, K.E., «The Economics of Knowledge and the Knowledge of Economics», *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Mai 1966, p.8.

pouvoir d'achat de la monnaie canadienne. L'inflation s'est accélérée en 1989. Le taux fondamental est passé de 4% l'an à un peu plus de 5% en l'espace de quelques années seulement. Même si, à première vue, cette évolution n'a rien d'alarmant, la Banque craint l'emballlement. Qui plus est, elle doit viser la stabilité des prix à moyen terme, c'est-à-dire abaisser le taux d'inflation près du zéro.

Sous la pression des rigueurs suscitées par la Banque du Canada, l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains à court terme s'est établi à plus de 500 points de base au début de 1990. L'apparition d'un tel différentiel lui aura valu de nombreuses critiques, d'autant plus que les taux d'intérêt à court terme ont diminué aux Etats-Unis à partir du mois de mars 1989 alors qu'ils demeuraient stables au Canada, d'où l'élargissement de l'écart d'intérêt. La Banque du Canada réagit vivement à ces critiques. Elle soutient que l'inflation est plus ancrée au Canada qu'aux Etats-Unis. Elle en veut pour preuve l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt entre les obligations canadiennes et américaines, les taux de rendement de ces instruments étant plus sensibles aux attentes inflationnistes que ceux des titres à court terme. De surcroît, la nette appréciation du dollar canadien qui résulte en partie de l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt entre le Canada et les Etats-Unis s'est traduite par une baisse des prix des biens importés par le Canada, lesquels pèsent lourd dans l'indice des prix à la consommation. N'eût été cette baisse, la hausse des prix aurait été beaucoup plus importante au pays. La Banque en conclut que les pressions sur les prix d'origine intérieure se sont accentuées en 1989.

La hausse du dollar canadien a également été jugée purement artificielle par plusieurs observateurs, qui pensent que notre devise serait strictement gonflée par l'écart très important qui sépare les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains. Pour faire face à cette critique, la Banque du Canada affirme que le renforcement du dollar canadien est plutôt dû à un facteur fondamental: la hausse des cours des produits de base au Canada depuis la mi-86, qui a beaucoup amélioré les termes de l'échange du pays en raison de la très forte proportion de matières premières dans ses exportations. Mais encore faut-il comparer les contributions respectives de la hausse des cours des produits de base et de l'écart mirobolant entre les taux d'intérêt canadiens et américains au phénomène de l'appréciation du taux de change du dollar canadien. A cela, la Banque du Canada n'a point de réponse.

La régionalisation de la politique monétaire canadienne est également un thème qui alimente de plus en plus la chronique financière. La politique actuelle est établie sur les moyennes nationales des taux de croissance des grandes variables économiques, l'inflation au premier chef. Or, ces dernières années, les taux d'inflation ont différé sensiblement d'une province à l'autre. La prospérité économique de l'Ontario, et plus récemment celle de la Colombie-Britannique, auront gonflé les moyennes nationales. Le resserrement de la politique monétaire canadienne qui en est résulté a imposé des sacrifices excessifs aux provinces retardataires. A titre d'exemple, c'est le Québec qui, parmi les provinces canadiennes, a connu le taux d'inflation le plus faible en 1989. Toutes choses égales d'ailleurs, les taux d'intérêt auraient dû diminuer dans cette province. Mais ils furent propulsés par la vigueur économique de l'Ontario et de la Colombie-Britannique.

Comme les provinces disposent de la même monnaie et que les capitaux à court terme sont parfaitement mobiles d'un océan à l'autre, une régionalisation de la politique monétaire s'avère impossible. Sur ce point, le gouverneur de la Banque du Canada se fait on ne peut plus transparent, et il a raison. Il y a des avantages à faire partie d'une même confédération. Il y a aussi des coûts. Et ceux-ci sont d'autant plus importants que les résultats économiques divergent sensiblement d'une province à l'autre, comme cela fut le cas en 1989.

Mentionnons, pour terminer ce survol du *Rapport annuel* de la Banque du Canada, que son gouverneur ne juge plus le caractère restrictif de la politique monétaire seulement par le niveau des taux d'intérêt, mais bien par une combinaison des niveaux des taux d'intérêt et du taux de change du dollar canadien. En effet, une restriction monétaire influe sur la demande globale, d'une part en décourageant les dépenses en biens durables de consommation et d'investissement au moyen de taux d'intérêt élevés, et d'autre part en réduisant la balance commerciale par le truchement de l'appréciation concomitante du dollar canadien. Cela a modifié l'interprétation que la Banque du Canada donne au degré de resserrement de sa politique. A titre d'exemple, on se rappellera qu'au début de janvier 1990, la Banque du Canada avait autorisé une baisse légère de son taux d'escompte. L'effet fut cependant si négatif sur le taux de change du dollar canadien que la Banque du Canada dut propulser son taux d'escompte bien au-delà de la crête où il se situait avant la baisse. Selon le gouverneur, l'effet net des opérations de la Banque fut somme toute expansionniste, du fait de la baisse marquée du dollar canadien qui en résulta. Un taux de change inférieur devrait en effet renforcer l'économie en raison de son impact bienfaisant sur la balance commerciale.

#### LE BUDGET FÉDÉRAL POUR L'ANNÉE 1989-1990

Le budget fédéral de 1989-90 est au diapason du *Rapport annuel* de la Banque du Canada. Le gouverneur de la Banque du Canada et le ministre des Finances paraissent de connivence. Le *Rapport annuel* de la Banque du Canada est d'ailleurs pratiquement muet à l'endroit du déficit budgétaire du gouvernement fédéral. Il y est seulement dit qu'une compression du déficit budgétaire contribuerait à diminuer les pressions qu'exerce la politique monétaire sur les taux d'intérêt et sur le taux de change.

A l'instar du gouverneur de la Banque du Canada, le ministre des Finances, M. Wilson, considère la lutte contre l'inflation comme le principal objectif de la politique économique canadienne. Il tient pour indissociables l'un de l'autre les problèmes de l'inflation et du chômage. Le thème de l'impératif de la lutte contre l'inflation revient constamment dans son discours présenté en février 1990. Sans résorption de l'inflation, le déficit budgétaire ne saurait être abaissé. En effet, l'une des principales sources de la contre-performance du Canada ces dernières années au plan des finances publiques fut le gonflement du service de la dette. Pour diminuer ces frais, il faut absolument que les taux d'intérêt fassent machine arrière. Or, les taux ne sauraient diminuer sans un apaisement des tensions inflationnistes

au pays. Le ministre des Finances donne donc son aval à l'austérité monétaire pratiquée par la Banque du Canada. Le gouvernement à ses yeux doit lui aussi contribuer à l'affaiblissement des pressions qui s'exercent sur la demande intérieure, lesquelles alimentent l'inflation. Il peut le faire en abaissant son déficit.

Dans son dernier *Discours sur le budget*, le ministre des Finances du Canada rappelle que beaucoup de progrès ont été accomplis depuis que le déficit budgétaire culminait à quelque 38 milliards \$ lors de l'année financière 1984-85. Il fallait absolument réduire le déficit devant la hausse alarmante du rapport entre la dette et le PIB, qui atteignait 44,8% cette année-là. La dynamique de la dette était, au surplus, explosive car les taux d'intérêt étaient beaucoup plus élevés que la croissance nominale annuelle du PIB. Ils le seront d'ailleurs demeurés depuis lors. Une telle dynamique exigeait, pour que le ratio dette/PIB soit stabilisé et réduit, que le déficit primaire du gouvernement — dépenses des programmes moins impôts — soit non seulement supprimé, mais transformé en surplus.

La résolution du dilemme budgétaire passait donc par la compression des dépenses de programmes et par l'augmentation du rendement des recettes de l'Etat. Ces dernières ne cessaient de diminuer depuis le milieu des années 70 du fait de l'introduction de certains abris fiscaux et de la non-indexation des tables de l'impôt, notamment.

Le *Discours sur le budget* de 1990 passe en revue les étapes de réalisation des objectifs fixés lors du budget de 1984-85. Il précise d'abord que le solde budgétaire se divise en deux parties: i) le solde de fonctionnement, ou *solde primaire*, qui est égal à l'écart entre les recettes de l'Etat et ses dépenses de programmes et ii) les frais d'intérêt reliés au service de la dette. Or, le service de la dette est hérité de la dette passée et n'est pas directement et immédiatement contrôlable. L'action du gouvernement devait par conséquent porter sur son déficit primaire. Le document démontre que les mesures instaurées par le gouvernement ont d'abord permis de résorber progressivement le déficit primaire. Puis il tournait au surplus lors de l'année financière 1987-1988. Le redressement à ce chapitre s'est chiffré à 25 milliards \$ sur cinq ans. De 1984 à 1990, 70% de l'amélioration du solde de fonctionnement émane des restrictions au plan des dépenses. Le gouvernement fédéral a ainsi réalisé un autre de ses objectifs, soit celui de résorber son déficit primaire surtout par une compression de ses dépenses, et dans une moindre mesure seulement par un alourdissement de la fiscalité. C'était là la seule voie pour diminuer la taille de l'Etat, ce à quoi il faut s'attendre d'un gouvernement conservateur.

Le déficit budgétaire du gouvernement fédéral est très sensible au renchérissement du loyer de l'argent. Des taux d'intérêt plus élevés que prévu ont alourdi de quelque 6,5 milliards \$ le service de la dette lors de l'exercice financier 1989-1990 en regard des projections budgétaires effectuées en février 1988. Une analyse de sensibilité effectuée par le ministère des Finances révèle même qu'une hausse des taux d'intérêt de 1% gonfle le déficit budgétaire de 1,7 milliard \$ au bout d'un an et de 3,5 milliards \$ au bout de 4 ans. Des hausses de taux d'intérêt beaucoup plus

fortes que prévu ont fait dévier sensiblement le déficit budgétaire de la trajectoire recherchée par le gouvernement depuis 1984. Pour rajuster son tir, le ministre des Finances a proposé en février 1990 un plan de compression des dépenses réparti sur deux ans. Ce plan ne touche pas les principaux transferts aux particuliers. La croissance de certains programmes sera limitée à 5%. D'autres seront gelés. Dans cette dernière catégorie, celui qui aura le plus attiré la critique est le gel des transferts totaux par habitant versés aux provinces dans le cadre du financement des programmes établis (FPE). Depuis 1984, ces transferts ont crû à un rythme de 6% l'an. Cette décision procurera des économies globales en espèces de près de 2,5 milliards \$.

Les mesures du budget 1990 visent donc essentiellement à replacer le plan de réduction du déficit sur les rails devant la montée des frais d'intérêt. A la suite de ces mesures, le déficit budgétaire se chiffrerait à 28,5 milliards \$ l'an prochain, en baisse de 2 milliards \$ par rapport à son niveau en 1989-1990. Il continuerait à diminuer progressivement par la suite pour s'établir à 10 milliards \$ en 1994-1995. Cette année-là, les besoins financiers du gouvernement seraient négatifs. En effet, ces besoins sont généralement plus faibles que son déficit car les opérations non budgétaires du gouvernement dégagent un surplus, notamment au chapitre du fonds de pension des fonctionnaires fédéraux. Par conséquent, la dette du gouvernement fédéral commencerait à être remboursée lors de l'année fiscale 1994-1995. Le rapport entre la dette et le PIB, quant à lui, s'inscrira en baisse dès 1992.

Soulignons que les besoins financiers reliés au financement des opérations de change du gouvernement canadien introduisent beaucoup d'incertitude au chapitre de la prévision de ses besoins d'emprunts. En effet, suite à une appréciation trop rapide du dollar canadien, la Banque du Canada peut être forcée à acheter massivement des dollars américains de façon à atténuer les pressions qui s'exercent sur le dollar. Or, les fonds libellés en dollars canadiens dont se sert la Banque du Canada pour effectuer ses achats de dollars américains doivent être empruntés par le gouvernement canadien. Au cours des exercices 1986-1987 et 1987-1988, les besoins de financement reliés aux opérations de change ont représenté plus de 25% de l'ensemble des besoins d'emprunts du gouvernement canadien. La politique monétaire de la Banque du Canada exerce donc un effet pervers sur la dette publique et les frais du service de cette dette. La création d'un écart très important de taux d'intérêt entre le Canada et les Etats-Unis force la Banque du Canada à acheter beaucoup de dollars américains. De cela, il résulte un gonflement des besoins financiers du gouvernement fédéral et du service de sa dette. Quand le dollar canadien évolue résolument sur une pente ascendante comme ce fut le cas ces dernières années, les besoins reliés au financement des opérations de change sont souvent gonflés hors de toute proportion. Il s'agit là d'un effet le plus souvent mal apprécié de l'impact de l'écart de taux d'intérêt entre le Canada et les Etats-Unis sur la dette. Une atténuation de l'écart amènerait pour cette raison une diminution de la facture payée par le gouvernement canadien au titre des intérêts de sa dette. Il s'ensuivrait une baisse non négligeable de son déficit budgétaire et le retour du taux de change du dollar canadien à un niveau plus raisonnable.

La taxe sur les produits et les services (TPS), qui, à moins d'un revirement imprévu, remplacera l'actuelle taxe de ventes fédérale à partir de 1991, constitue à nouveau un thème important du *Discours sur le budget* de février 1990. Au cours des deux premières années de son existence, cette taxe exercera un impact défavorable de 1,8 milliard \$ sur le déficit budgétaire, surtout en raison du versement anticipé des crédits d'impôts reliés à cette taxe qui visent à soulager les classes à revenus modestes. Mais, à long terme, la TPS devrait réduire le déficit budgétaire de deux façons. D'abord, elle corrigera l'évasion fiscale qui s'avère importante dans le présent régime de la taxe de vente. Ensuite, elle stimulera la croissance économique de deux manières. D'un côté, elle réduira les inégalités intersectorielles de taxation qui nuisent à l'utilisation efficace des ressources et à notre compétitivité internationale. De l'autre, les biens d'équipements seront exemptés de taxes, ce qui réduira le coût de l'investissement et encouragera la formation de capital. La croissance économique ainsi raffermie sera génératrice de meilleures rentrées fiscales.

Enfin, le ministre des Finances se félicite des différentes mesures qu'il a introduites ces dernières années pour améliorer l'efficacité du système fiscal canadien: réforme de la fiscalité, élimination des subventions à l'entreprise, introduction de la TPS et programmes de privatisation. Au dire du ministre, ces mesures devraient relever le potentiel de la croissance économique de 2,75% à 3,25% au Canada.

#### L'EXPOSÉ ANNUEL DU CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA POUR L'ANNÉE 1989

Même si le Conseil économique du Canada concentre son attention sur des questions d'équité entre les générations dans son *Exposé annuel* pour l'année 1989, il y est fait grand cas de l'ampleur du déficit budgétaire du gouvernement fédéral en raison du fardeau qu'il impose aux générations futures.

Contrairement au *Discours sur le budget* et au *Rapport annuel* de la Banque du Canada, l'exposé du Conseil économique du Canada n'est pas qu'un plaidoyer contre l'inflation. L'inflation y est considérée comme un problème économique, mais parmi bien d'autres. Le Conseil met en relief l'arbitrage entre les divers problèmes économiques. A titre d'exemple, on avance que, pour réduire le déficit budgétaire sur une période de trois ans, il faudrait accepter une forte hausse de l'inflation et du chômage, cela en raison de l'ampleur de la réduction des dépenses et des hausses de taxes d'accise qui seraient requises.

Le Conseil économique déplore le regrettable dosage d'une politique budgétaire plutôt laxiste et d'une politique monétaire restrictive au Canada. Ce dosage a donné lieu à la création d'un écart important de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis et à une forte appréciation du dollar canadien. Or, le niveau de notre taux de change paraît déconnecté de la réalité économique canadienne. A preuve, au cours des trois dernières années, les coûts unitaires en main-d'oeuvre exprimés en monnaie locale se sont accrus plus vite au Canada que chez ses partenaires commerciaux. D'où une détérioration de la compétitivité au Canada qui, dans la



perspective où notre inflation ne diminue pas au-dessous du niveau de celle de nos partenaires, ne saurait être corrigée que par une dépréciation du dollar canadien.

Le Conseil économique fait montre de pessimisme sur la possibilité d'une résorption rapide du déficit budgétaire canadien. Dans le scénario de référence du Conseil, qui postule un ralentissement économique en 1990 et une croissance normale par la suite, le déficit budgétaire ne se résorbe qu'en 1999. Une récession risquerait d'être encore plus dommageable au plan des finances de l'Etat. En somme, la voie des politiques économiques canadiennes est très étroite. Selon le Conseil, la résorption du déficit budgétaire passe par un assouplissement de la politique monétaire. Mais ce revirement au chapitre de la gestion monétaire risque de se révéler inflationniste. Or, il est difficile de concilier ces conditions, compte tenu de la détermination de la Banque du Canada en matière de stabilité des prix. Le Conseil avance que le gouvernement devrait enclencher une diminution de son déficit quand la Banque du Canada est en mesure d'abaisser les taux d'intérêt, c'est-à-dire lorsque les prix ne sembleront plus subir de pressions à la hausse ou que les taux d'intérêt américains fléchiront. Sur cette toile de fond, l'instauration d'une politique budgétaire restrictive s'avère hautement problématique. Comme le recul de l'inflation au pays apparaît encore très hypothétique dans un contexte d'introduction de la TPS, il faut s'en remettre à une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Encore là, les boules de cristal sont fort embrouillées. La demande mondiale de fonds prêtables devrait augmenter rapidement dans les prochaines années, compte tenu de l'accélération probable de la croissance économique en Europe de l'Est. Les taux d'intérêt réels pourraient demeurer élevés fort longtemps. De toute façon, les conditions qui doivent être réalisées pour faciliter l'amorce d'une politique budgétaire d'austérité au Canada semblent échapper au contrôle du gouvernement.

Pour noir qu'il soit, l'exposé du Conseil économique du Canada n'en est pas moins marqué au coin du réalisme. On ne peut solutionner tous les problèmes économiques à la fois. Il faut faire des choix au chapitre des priorités au pays, tant la marge de manoeuvre des preneurs de décisions est étroite. Pour combattre rapidement le déficit budgétaire, on doit s'accommoder d'une hausse temporaire de l'inflation et du chômage. Sinon, il faut se résigner à une baisse très lente du déficit. Les incidents de parcours pourraient alors être nombreux et ils sont susceptibles de compromettre les objectifs initiaux. En bout de piste, les problèmes économiques sont des vases communicants. En voulant en discipliner un, on aggrave les autres. Le Canada se situe tout près d'un point de casse. L'un des nombreux problèmes économiques risque de prendre tôt ou tard des proportions alarmantes si l'on ne concentre son attention que sur les autres.

Un arbitrage est essentiel.

#### LE BILAN

A l'instar du Conseil économique du Canada, nous convenons que le dosage actuel des politiques économiques n'est pas des plus heureux. Quoi qu'en dise la

Banque du Canada, le dollar canadien est surévalué. La productivité de la main-d'oeuvre canadienne dans le secteur de la fabrication est très inférieure à celle des Etats-Unis. L'Allemagne de l'Ouest et l'Italie ont maintenant une longueur d'avance sur le Canada à ce chapitre. La rémunération horaire a augmenté plus vite au Canada que chez ses principaux partenaires commerciaux. Le tableau se dégrade pour notre pays au plan des coûts unitaires de la main-d'oeuvre. Comment les entreprises canadiennes peuvent-elles faire montre de compétitivité si le taux de change du dollar canadien ne bat pas en retraite? L'enjeu pour les entreprises d'ici est d'autant plus important que le Canada s'est engagé dans un processus de libre-échange avec les Etats-Unis à la fin des années 80.

Le Canada se doit de faire des choix. Et ceux-ci sont très lourds de conséquences du fait de la marge de manoeuvre quasi inexistante des autorités publiques. La solution d'un problème économique passe par l'aggravation de l'autre. Une analyse des arbitrages s'impose. Il ne semble pas qu'une telle analyse ait été effectuée ni par la Banque du Canada, ni par le ministère des Finances. On ne peut plus avoir le meilleur des mondes. Le scénario de réduction du déficit budgétaire proposé par le ministère des Finances est par trop optimiste. L'économie se remet sur la voie d'une croissance vigoureuse dès le second semestre de 1990. Le ralentissement économique envisagé est très court. Une telle prévision comporte des risques importants. La croissance prévue du PIB réel est de l'ordre de 3,0% en 1991 et se situe en moyenne à 3,5% l'an de 1992 à 1995. L'inflation est maintenue sous contrôle. Le chômage ne fait pas vraiment problème. Cette combinaison de prévisions économiques relève pratiquement de l'alchimie. Ce sont cependant les prévisions de taux d'intérêt du ministère qui sont l'élément le plus surprenant. Le taux d'intérêt du papier commercial à 90 jours s'établirait à 11,1% en 1990, s'abaisserait à 9,5% en 1991 et se fixerait en moyenne à 7,2% de 1992 à 1995. Or, le taux de rendement du papier commercial atteignait déjà une moyenne de 13,5% au cours des quatre premiers mois de l'année 1990, ce qui exigerait un taux moyen de 10% pendant les huit derniers mois pour que la prévision de 11,1% pour l'ensemble de l'année se réalise. Ainsi donc, à la mi-90, la prévision paraît complètement dépassée. Cela se traduira par une sous-estimation marquée du déficit budgétaire de l'ordre de quelque 3,5 milliards \$ l'an prochain compte tenu de l'analyse de sensibilité du ministère des Finances. La trajectoire vertueuse du déficit budgétaire qui est contenue dans le budget de 1989-1990 semble d'ores et déjà compromise.

Par ailleurs, le scénario économique qui sous-tend le budget fédéral reste muet sur le taux de change. Or, tel que souligné plus haut, la Banque du Canada évalue maintenant sa politique en termes d'une combinaison des niveaux des taux d'intérêt et du taux de change du dollar canadien; elle considérerait avoir assoupli sa politique monétaire au début de 1990 même si son taux d'escompte avait augmenté sensiblement. Pour formuler un tel pronostic, elle tenait compte de la dépréciation du taux de change au cours de cette période. L'absence de prévision du taux de change, qui se comprend dans un contexte de grande nervosité du marché, rend difficile l'interprétation de la prévision du ministère. En filigrane, on peut déduire que le budget suppose une certaine stabilité du taux de change du dollar canadien.

Cela concordera avec le recul du déficit budgétaire et la baisse concomitante des tensions inflationnistes au pays. Mais qu'arriverait-il si le dollar canadien réagissait défavorablement à la baisse des taux d'intérêt au pays? La Banque du Canada encouragerait-elle cette baisse? Après l'expérience vécue en janvier 1990, il est permis d'en douter. Il eût été souhaitable que le *Discours sur le budget* présentât des scénarios de rechange faisant état des risques associés au scénario de référence. Sans ces scénarios de rechange, le scénario de référence qui constitue la pierre angulaire du budget fait figure de pétition de principe.

Le déficit budgétaire du gouvernement fédéral n'est pas encore sorti de la trappe des 30 milliards \$. Le gouvernement fédéral laisse croire depuis nombre d'années que le contraire se produira. Il n'y a pas encore réussi. Et les mesures contenues dans le discours sur le budget de 1989-1990 ne nous semblent pas assez convaincantes pour nous permettre de nier que le passé est garant de l'avenir. Pour qu'il y ait résorption du déficit budgétaire, la Banque du Canada doit encourager une baisse des taux d'intérêt au pays, et par conséquent un taux de change du dollar canadien plus faible. Ce dernier semble en effet gonflé artificiellement par un écart de taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les Etats-Unis qui est sans précédent en période exempte de crise du change. Notre dollar est ostensiblement surévalué. Certes, la baisse du dollar canadien est susceptible de stimuler l'inflation. Mais dans un contexte de ralentissement économique, cela ne devrait pas préoccuper outre mesure les autorités publiques. Une ombre demeure au tableau: l'impact inflationniste de l'introduction de la TPS en 1991, dont il faut s'assurer qu'il sera temporaire et non permanent.

Il appert également que le gouvernement canadien aurait dû financer plus rapidement le mouvement de relance effectué lors de la récession de 1981-1982. La croissance économique canadienne a excédé celle des principaux pays industrialisés de 1983 à 1988. Il fallait alors accroître plus énergiquement le rendement des recettes fiscales ou comprimer davantage les dépenses. Il est en effet regrettable de lancer un programme de réduction des dépenses alors que l'économie s'engage sur la voie d'un ralentissement. Par le passé, le gouvernement soulageait les problèmes économiques reliés à un cycle de basse conjoncture en laissant accroître son déficit. Cette fois-ci, il ne faut pas y compter. Et le programme de réduction de déficit budgétaire sera d'autant plus ardu que la conjoncture jouera à contre-courant.

Un dernier commentaire. Certains se seront étonnés que l'économie canadienne ait continué de progresser à vive allure en dépit des taux d'intérêt réels très importants qui ont prévalu en 1989 et au début de 1990. De tels taux d'intérêt réels auraient sans doute causé une forte récession il y a encore quelques années. Cet argument passe cependant sous silence le développement accéléré, depuis le milieu des années 70, d'instruments financiers conçus pour assurer une protection, partielle ou totale, contre les fluctuations de taux d'intérêt: les contrats à terme et les options, en l'occurrence. Les investissements des grosses entreprises sont donc en partie protégés contre les hausses de taux d'intérêt. La progression très rapide des investissements des entreprises canadiennes ces dernières années en dépit de

l'escalade des taux d'intérêt ne devrait donc pas étonner outre mesure. Il faut cependant souligner que les leviers financiers des entreprises canadiennes sont encore très en deçà de leur sommet observé au début des années 80, ce qui diminue également leur vulnérabilité au renchérissement du loyer de l'argent. De surcroît, leurs stocks sont gérés au plus serré, ce qui amoindrit leurs besoins de financement. Ce sont surtout les agents économiques qui ne disposent pas de paravent contre la hausse des taux d'intérêt qui sont présentement vulnérables, en l'occurrence le consommateur moyen et la petite entreprise. Ce sont ces agents qui auront à subir le fardeau de la politique monétaire restrictive qui prévaut au Canada. Tant que des techniques d'immunisation n'existeront pas pour eux, l'économie continuera de subir les hausses de taux d'intérêt, bien qu'à un degré moindre que par le passé cependant. Dans un contexte caractérisé par le développement de techniques d'immunisation contre les fluctuations de taux d'intérêt, la Banque du Canada doit par conséquent susciter des hausses de taux d'intérêt plus importantes que par le passé pour produire le même degré de restriction.