

La Banque du Canada et les emprunts provinciaux

Jacques Parizeau

Volume 38, numéro 4, janvier–mars 1963

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1001826ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1001826ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Parizeau, J. (1963). La Banque du Canada et les emprunts provinciaux. *L'Actualité économique*, 38(4), 659–667. <https://doi.org/10.7202/1001826ar>

Les Européens, on le sait, ont fait un accueil plutôt froid à la proposition du président des États-Unis. On est même allé jusqu'à accuser la Communauté Économique Européenne de tendre à l'autarcie. Faut-il faire remarquer que le tarif extérieur commun est établi sur la base de la moyenne arithmétique des tarifs respectifs des pays membres au 1^{er} janvier 1957, et qu'une moyenne arithmétique signifie aussi bien l'abaissement des tarifs de certains pays que l'élévation des tarifs des autres ? La raison véritable de l'accueil plutôt froid est ailleurs. Les Européens sont à organiser une économie ; ils essaient précisément de faciliter le jeu de la concurrence par les coûts et les prix, en faisant disparaître les causes de distorsions. Ils sont convaincus que cet objectif ne peut être atteint par le laisser faire. C'est pourquoi ils ne peuvent ouvrir complètement leurs frontières. Comme le faisait remarquer M. André Philip, les États-Unis ont un *Sherman Act*, mais qui jouera le même rôle à l'échelle mondiale dans l'hypothèse d'une adoption du *Trade Expansion Act* par ces pays ? C'est précisément, croyons-nous, le risque principal que courrait le Canada s'il décidait d'appuyer la politique américaine.

Bernard BONIN

La Banque du Canada et les emprunts provinciaux En 1939, la dette directe et garantie des provinces était de deux milliards environ. En 1947, elle était au même niveau. Huit ans plus tard, elle avait doublé. Puis, de 1956 à 1961, elle a encore doublé, s'accroissant en somme, de plus de 4 milliards en six ans seulement. En 1962 et en 1963, il est d'ores et déjà prévisible qu'elle augmentera d'un montant égal à ce qu'elle était en 1947.

Cette montée vertigineuse a forcément créé des difficultés : les marchés ont souvent été engorgés et au cours de certaines années, des provinces ont éprouvé une résistance très nette à leurs opérations de financement.

En raison même de ces difficultés, il était normal que l'on cherche à transformer la structure et le mode d'opération du marché pour les titres provinciaux. L'une des propositions qui ont été avancées à plusieurs reprises a trait à l'achat, par la Banque du Canada, d'obligations des provinces.

Cette proposition — dans l'esprit de plusieurs de ceux qui l'ont faite récemment — s'applique à autre chose qu'au financement déficitaire de type *contra-cyclique*. Le financement déficitaire par les provinces n'est pas une possibilité ; c'est devenu un genre de vie. Et l'ampleur des déficits n'a à peu près aucun rapport avec l'évolution du cycle économique. Le rythme de croissance des déficits et de l'endettement est à ce point phénoménal, qu'il masque facilement les effets conjoncturels de courte période ¹.

En définitive, c'est à une profonde révolution des investissements publics à laquelle nous assistons, et il est normal que l'on remette en cause le fonctionnement du système financier qui en permet la réalisation.

Le marché des titres provinciaux a deux caractéristiques essentielles relatives au taux d'intérêt et à l'administration des émissions.

Le taux d'intérêt d'une émission provinciale est normalement plus élevé que celui d'une émission d'une échéance analogue provenant du gouvernement fédéral. Cette différence est normale. D'une part, le marché des titres d'une province est beaucoup plus restreint que celui du gouvernement fédéral : les transactions sont moins abondantes, les détenteurs moins nombreux, la liquidité du titre donc moins assurée. D'autre part, le gouvernement fédéral, en raison de son contrôle de la masse monétaire, est beaucoup mieux protégé contre les crises financières.

Néanmoins, l'écart entre les taux de rendement des deux types de titres est extrêmement variable d'une époque à l'autre, ainsi qu'on peut s'en rendre compte d'après les données ci-dessous :

Écart entre le rendement des titres fédéraux et provinciaux ²

(en cents, par obligation de 100 dollars)

Au 31 décembre	1953		42
" "	1954		13
" "	1955		41
" "	1956		103
" "	1957		80
" "	1958		38

1. Il faut se souvenir, cependant, qu'une partie de l'augmentation de la dette ne correspond pas à un déficit mais à l'absorption de dettes locales ou à des nationalisations.

2. Calculés à partir du rendement d'une obligation fédérale de 20 ans, et de l'indice de McLeod, Young and Weir.

Il n'est pas facile d'expliquer de tels écarts. En principe, en période de récession, l'abondance des fonds prêtables disponibles devrait entraîner une réduction de l'écart, alors qu'en période de haute conjoncture, l'écart devrait s'accroître, le haut rendement des obligations fédérales amenant un transfert de fonds vers ces titres relativement très liquides, et rendant difficile le placement des titres des provinces.

Mais ceci est une vue de l'esprit. L'écart va dépendre, en outre, de la quantité d'argent demandée par chaque niveau de gouvernement, et du soutien offert par la banque centrale aux émissions fédérales, pour ne mentionner que deux facteurs particulièrement importants.

Et c'est ainsi qu'en 1956, le soutien offert par la banque centrale, en particulier au cours de l'automne au moment où sortait l'émission 1996-98, a ouvert un écart étonnant de plus d'un dollar, alors qu'en 1959 à une période aussi marquée par une hausse générale des taux, la Banque du Canada, encombrée par les obligations de conversion, fut incapable d'apporter un soutien appréciable alors que le gouvernement fédéral devait recourir massivement au marché financier. L'écart, au cours de 1959, tomba donc souvent à des niveaux voisins de 25 cents.

Dans ces conditions, faire en sorte que la Banque du Canada assume certaines responsabilités à l'égard des titres provinciaux, pour éviter qu'à certains moments, prise dans un mouvement de taux particulièrement défavorable, une province puisse malgré tout obtenir un prix pas trop favorable, n'est pas une idée absurde. Trop de provinces, depuis cinq ans, ont été forcées d'émettre à des taux très élevés sur le marché à long terme, des titres qui n'étaient même pas rachetables par anticipation.

Il y a d'autant plus de raison de chercher à réduire l'écart entre les taux fédéraux et au moins certains taux provinciaux, que l'on doit se rappeler que l'impôt sur le revenu a des incidences très différentes sur les financements des deux niveaux de gouvernement.

En effet, le gouvernement fédéral récupère une bonne partie des transferts qu'il distribue au titre des intérêts sur la dette, par le truchement de l'impôt sur le revenu. Il est difficile d'évaluer cette part. Néanmoins, les obligations d'épargne représentant plus du quart de la dette totale en cours, on peut estimer que la plus grande partie des obligations conventionnelles sont placées auprès des sociétés (et les intérêts qu'elles portent sont donc taxés à plus de cinquante pour cent)

ou bien achetées par des individus dont le revenu est très élevé (et pour lesquels le taux marginal de l'impôt est aussi très élevé).

Il n'est probablement pas exagéré de considérer que près de la moitié d'une augmentation des taux d'intérêt revient dans les coffres de l'État.

Il va sans dire que le gouvernement fédéral encaisse aussi un pourcentage élevé des paiements d'intérêt des provinces et des municipalités, par le même mécanisme de l'impôt. On peut, d'ailleurs, pousser le paradoxe jusqu'à affirmer que plus l'écart est grand entre les taux d'intérêt sur la dette fédérale et les taux provinciaux et municipaux, moins la charge réelle qu'encourt le gouvernement fédéral sur sa dette propre est élevée. Dans ce sens, les gouvernements de rangs inférieurs subventionnent le gouvernement central.

Sans doute, dans la mesure où les gouvernements provinciaux peuvent obtenir une part de l'impôt sur le revenu, ces phénomènes de redistribution jouent avec moins d'intensité. On peut admettre qu'au Canada, à l'heure actuelle, la part des provinces est encore beaucoup trop faible pour que les mécanismes décrits dans les paragraphes précédents n'aient pas une portée considérable.

Le paradoxe a été résolu, aux États-Unis, en accordant aux autorités locales la permission d'émettre des titres dont les intérêts ne sont pas imposables. De cette façon, les gouvernements locaux se financent à un taux habituellement égal ou inférieur à celui du gouvernement central lui-même.

Cette formule présente, cependant, de sérieux inconvénients, dans la mesure où les titres non imposables sont rapidement devenus le refuge des grosses fortunes qui évitent ainsi de payer la part des impôts qui leur revient.

C'est en raison de ce résultat à peu près inévitable, que la formule des *tax-exempt bonds* a peu de chances de jamais être appliquée au Canada.

On doit alors se replier sur une autre formule beaucoup moins spectaculaire et qui consistera à réduire au maximum les taux d'intérêt sur les emprunts provinciaux et municipaux. Les réduire au maximum ne veut évidemment pas dire les ramener au niveau des emprunts du gouvernement fédéral. Une marge doit exister, sans laquelle les titres provinciaux ne se vendront pas. Cette marge n'a pas, en fait, à être constante. Il est bien possible qu'elle doit être aménagée pour tenir

compte de l'évolution du marché. Tout le problème d'ailleurs est là. Il s'agit d'aménager l'écart ; à l'heure actuelle, seul le taux de base (obligations fédérales) est administré. Il doit être possible d'administrer les taux provinciaux au même titre.

On remarquera, cependant, que l'aménagement de l'écart n'a pas à être systématique ni dans le temps ni pour toutes les provinces. L'objectif doit être d'éviter qu'à certains moments et pour certaines provinces, l'écart n'atteigne des dimensions déraisonnables.

Il n'y a pas que le coût des emprunts, cependant, dont on doit tenir compte dans le financement des provinces. Il y a aussi la masse des capitaux disponibles. Pour saisir toute l'importance du problème, il importe de bien distinguer les modes de financement du gouvernement fédéral et des gouvernements provinciaux.

En raison même du contrôle (indirect sans doute, mais néanmoins efficace) que le gouvernement fédéral exerce sur la masse monétaire, il ne peut jamais y avoir de problème pour placer un volume à peu près infini de titres de la dette. Il est possible qu'à certains moments le placement de certaines échéances (les plus longues, en particulier) soit difficile. Mais, le problème global ne se pose pas. Le déficit du budget fédéral, l'augmentation de la dette et l'augmentation de la masse monétaire sont des phénomènes associés, parfois avec une rare précision. En 1957-58, par exemple, ces trois variables ont eu, à quelques millions près, la même valeur (+ 1,400 millions de dollars).

L'argument en vertu duquel l'accroissement de la masse monétaire peut de toute façon servir aux provinces, est vrai et limité tout à la fois. L'augmentation de la masse monétaire peut servir à tout le monde. Au delà du principe, il y a cependant les modalités qui sont, dans ce domaine, très importantes. Les augmentations majeures de la masse monétaire sont forcément synchronisées avec les accroissements anticipés ou concomitants de la dette fédérale. Lorsqu'une vague d'emprunts provinciaux apparaît sur le marché, la masse monétaire n'est jamais aménagée en conséquence. Un marché encombré de titres provinciaux ne reçoit pas d'aide de la banque centrale par le truchement de la masse monétaire.

Et ceci est parfaitement compréhensible. L'évolution de la conjoncture économique et monétaire se reflète avec une grande intensité, dans l'actif d'un certain nombre d'institutions financières, les banques à charte, en particulier. Ces dernières gonflent et dégonflent leur porte-

feuille d'obligations en fonction, d'une part, de l'état de leur réserve, et d'autre part, de la demande de crédit. Or, ces réactions portent à peu près exclusivement sur des obligations fédérales à court et à moyen terme. Les obligations provinciales étant surtout à long terme et n'étant pas transigées sur le marché en quantité suffisante et d'une façon régulière, elles présentent beaucoup trop de risque pour les banques à charte. Ces dernières en achètent sans doute, mais ne s'en servent pas comme d'un instrument d'ajustement des liquidités. Il n'est donc pas étonnant de constater que les variations de la masse monétaire ont bien plus de répercussion sur le placement des obligations fédérales que sur celui des obligations provinciales³.

La dette provinciale est, en fait, administrée par des syndicats de courtiers et d'institutions financières. Chaque province a habituellement son syndicat et il est entendu que les émissions de chaque gouvernement provincial doivent passer par ce syndicat. Le syndicat comprend habituellement une ou quelques banques qui sont les principaux prêteurs à court terme du gouvernement provincial. On a donc constitué une sorte de monopole du financement qui est justifié dans la mesure même où le syndicat doit placer, même lorsque le marché est défavorable, une quantité de titres suffisante pour satisfaire les besoins du gouvernement. Il s'agit d'une entente morale, mais qui n'en est pas moins sérieuse. Le syndicat devient alors forcément le conseiller financier du gouvernement provincial et peut, dans une mesure qui n'est pas négligeable, freiner les programmes d'emprunt et donc les programmes de dépenses. C'est lui, après tout, qui connaît l'étendue possible du marché.

Or, quel est-il ce marché? Sans aucun doute très imparfait. Les institutions financières en représentent la plus grande partie, dans la mesure où les particuliers sont davantage tournés vers les émissions municipales et scolaires dont le taux de rendement est plus élevé. Ces institutions financières ne peuvent considérer les émissions provinciales comme étant les unes à l'égard des autres de parfaits substituts. Les grandes maisons financières nationales ne peuvent, en définitive, se permettre de délaisser complètement les titres de plusieurs provinces

3. On doit évidemment toujours tenir compte du fait qu'un accroissement important de la masse monétaire, en période de faible demande de crédit, réduira tous les taux d'intérêt y compris ceux des obligations provinciales.

pour concentrer tous leurs achats sur d'autres. Sans doute, une certaine flexibilité existe-t-elle, mais elle est loin d'être parfaite.

Au contraire, il existe un très haut degré de substitution entre diverses émissions d'une même province. Améliorer les conditions d'une émission pour la mieux placer dans les compagnies d'assurances, par exemple, peut aboutir à la vente sur le marché par ces mêmes compagnies d'émissions antérieures.

Un tel marché peut donc être facilement encombré et désordonné. C'est le rôle du syndicat de voir à ce qu'il ne le devienne pas, en exerçant des pressions aussi vives que nécessaires sur le gouvernement pour lui faire renoncer à certains programmes de dépenses. Affirmer, comme on le fait parfois, qu'une crise des finances provinciales est peu probable parce qu'il n'y en a eu peu au cours du dernier quart de siècle, c'est confondre la cause et l'effet. Il suffit de reconnaître simplement l'efficacité du contrôle syndical.

Certaines échappatoires existent néanmoins à ce contrôle sur lesquelles, depuis quelques années, les gouvernements provinciaux en sont venus à s'appuyer de plus en plus :

- a) les obligations d'épargne,
- b) les emprunts aux États-Unis.

Les obligations d'épargne sont, cependant, terriblement dangereuses dans la mesure où, en cas de rachat massif, la Province ne peut obtenir des avances temporaires au delà de ce que les banques à charte sont disposées à lui consentir. Quant aux emprunts aux États-Unis, ils ont été le principal moyen, jusqu'à maintenant, d'éviter des conflits aigus entre le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux, en période de très forte demande d'emprunts des autorités centrales ou d'un secteur privé.

Encore faut-il remarquer que cette dernière soupape est soumise aux règles les plus strictes du marché non contrôlé. Une province, dont le crédit est déprécié, verra ce marché se refermer très rapidement.

Compte tenu des observations qui précèdent, quel rôle la Banque du Canada peut-elle être amenée à jouer pour faciliter le crédit provincial ? Il est double : il portera, en effet, sur l'achat d'obligations provinciales et sur un programme d'avances directes aux gouvernements provinciaux.

1) *Les achats d'obligations* (et leur vente) peuvent servir non pas seulement à réduire l'écart des taux d'intérêt lorsqu'il a atteint des

proportions déraisonnables, mais surtout peut-être à *nettoyer des marchés encombrés*. En absorbant, par exemple, 20 millions de dollars d'émissions du Nouveau-Brunswick, la Banque du Canada ouvre à cette province, immédiatement, des possibilités d'emprunts considérables, pour elle, sans que l'actif de la Banque en soit appréciablement affecté.

Remarquons d'ailleurs — en ouvrant ici une parenthèse nécessaire — qu'il n'y a aucune raison de relier les achats par la Banque d'obligations provinciales et la masse monétaire. Les transactions dites d'*open market* peuvent avoir deux sens. Elles peuvent désigner aussi bien les transactions nettes (qui ont un effet direct sur la masse monétaire) ou les transactions totales (qui peuvent fort bien s'annuler les unes les autres et sont alors des échanges directement ou indirectement de titres d'échéances ou d'origines différentes). Contrairement à ce que l'on pourrait croire, les transactions totales peuvent, au cours d'une période donnée, être cent fois plus élevées que l'*open market net*.

Il est arrivé souvent dans le passé que la Banque du Canada échange, en un mois, des centaines de millions de titres à l'intérieur d'un portefeuille total de valeur à peu près constante. Pour reprendre l'exemple cité plus haut, 20 millions d'achat de titres du Nouveau-Brunswick contre 20 millions de ventes de titres du fédéral à dix-huit mois, ne change à peu près rien à l'équilibre du portefeuille de la Banque mais modifie complètement le crédit de cette province.

La difficulté, cependant, vient de ce que les provinces qui pourraient être le plus facilement aidées par la Banque sont habituellement les plus petites, celles dont les titres relativement peu nombreux, sont le moins souvent échangées sur le marché. Trouver 20 millions de Nouveau-Brunswick n'est pas une opération facile.

La Banque devrait donc probablement changer sa formule actuelle d'intervention et revenir à celle d'après la guerre. Elle déterminerait, par exemple, des prix minimums auxquels elle accepterait d'acheter des quantités infinies de titres de certaines provinces, étant entendu que ces prix et la liste des provinces peuvent être modifiés de temps à autre.

Cette formule, qui a tant contribué à donner de l'ampleur au marché des titres fédéraux, permettrait de même de créer un marché beaucoup plus actif sur les titres de certaines provinces et donc de l'élargir. Les banques à charte, en particulier, seraient en mesure d'absorber bien

davantage des titres provinciaux, si le marché pour ces titres avait un peu plus d'épaisseur.

De même pour les provinces les plus importantes, des transactions fréquentes dans les deux sens, émanant de la Banque, favoriseraient la création d'un marché moins fractionné qu'il ne l'est présentement et beaucoup plus flexible. Quand, à l'heure actuelle, une grosse émission provinciale est mise sur le marché, il est normal que la Banque du Canada réduise d'un quart de point le prix des obligations fédérales de même échéance pour éviter que trop de pression ne s'exerce sur elles. L'opération serait tout aussi possible dans le sens inverse. Il suffirait pour cela que la Banque soit présente sur le marché des obligations provinciales.

2) *Avances aux provinces.* Il est insensé que les gouvernements provinciaux émettent des quantités considérables d'obligations d'épargne sans couverture. Si ce système d'emprunt doit s'étendre encore, il serait éminemment utile que la Banque du Canada soit disposée à faire des avances à court terme aux gouvernements provinciaux pour que, en cas de rentrées massives d'obligations d'épargne, ils ne soient pas à la merci d'interventions politico-financières des banques à charte. On se souviendra à ce sujet qu'une des raisons principales de telles rentrées, peut être précisément la restriction du crédit bancaire.

Quoi qu'il en soit, si la Banque du Canada acceptait de favoriser ainsi le crédit provincial, elle aurait à enlever au gouvernement fédéral certains des avantages relatifs dont il dispose. Il est évident, en effet, que faciliter le placement des titres provinciaux ou l'expansion de leur dette s'accompagne d'une réduction relative nécessaire des conditions applicables au crédit fédéral.

Dans la mesure, cependant, où la dette provinciale et municipale continue de s'accroître au rythme actuel, une réorganisation des avantages respectifs des parties en cause devient inévitable. Il va de soi qu'une telle refonte, impliquant un conseil d'administration représentant tous les gouvernements et une responsabilité collective de la politique, ne pourra se faire que dans la douleur, si jamais elle se fait.

Jacques PARIZEAU