

L'économie politique du financement  
de la dette du gouvernement fédéral

par

Pierre Lavallée

336649

Mémoire présenté au Département de science économique  
de l'université d'Ottawa

pour l'obtention du diplôme de maîtrise

Directeur du mémoire: Professeur Serge Coulombe

ECO 7997

Ottawa, Ontario

Avril 1988

Table des matières

	<u>page</u>
A. Introduction	4
A.1 Mesure et mesures	7
B. Effets de l'amoncellement de la dette	
B.1 Monétisation et inflation	9
1.1 Cadre d'analyse	12
1.2 Résultats	17
B.2 Les emprunts gouvernementaux et l'effet d'éviction	19
2.1 Analyse du marché du crédit	22
2.1.a Le marché à court terme	23
2.1.b Le marché à long terme	29
2.1.c L'épargne	33
C. Le financement à l'étranger: une alternative à la monétisation et au financement domestique	
C.1 Accumulation de dettes envers l'étranger	38
1.1 Entrée de capitaux à court terme	38
1.1.a L'endettement étranger du gouvernement fédéral	42
C.2 Conséquences de la cambiophobie	44
2.1 Exportateurs	44
2.2 Entrées de capitaux à long terme: investissements directs	45
2.3 Sortie de capitaux	50
2.4 Spéculateurs	51
E. Conclusion	57

Liste des tableaux

	page
1. Dette sur PIB	8
2. Résultats	17

Liste des graphiques

	page
1. Détention de dette par le gouvernement fédéral	
2. Tirages gouvernementaux auprès des banques	15
3. Emprunts à court terme sur PIB	24
4. Taux d'intérêt réel à court terme	24
5. Croissance réelle du PIB	26
6. TSE 300: 1970 - 1987	28
7. Emprunts à long terme sur PIB	30
8. Taux d'intérêt réel à long terme (5 ans et 10 ans)	
9. Épargne sur PIB	33
10. Épargne et emprunts totaux	35
11. Entrée de capitaux et rendement des obligations	
12. Détention de dettes par des non-résidents en proportion de la dette détenue par le public	
13. Paiements aux non-résidents	42

## L'économie politique du financement de la dette gouvernementale

### A Introduction

Les supporteurs de la politique adoptée successivement par messieurs Bouey et Crow, gouverneur à la retraite et gouverneur actuel de la Banque du Canada, citent habituellement le gigantisme de la dette gouvernementale à titre de cause fondamentale de la politique monétaire restrictive des six dernières années. Cette politique, dont les cibles ont varié au file des ans, a eu pour but de contraindre les trois craintes principales face à l'endettement gouvernemental:

1. l'accélération de l'inflation par la création de monnaie;
2. l'éviction du secteur privé par l'action gouvernementale sur le marché des crédits;
3. la pénurie de capitaux provenant de l'étranger.

Tour à tour, nous traiterons de ces craintes provoquées par une dette fédérale croissante et qui, en proportion du PIB, a atteint des niveaux inégalés depuis le début de l'après-guerre.

D'abord, nous basant sur une approche développée par Robert Barro,<sup>1</sup> nous étudierons le problème de la monétisation de la dette qui a pour effet théorique le plus important une accélération

---

<sup>1</sup>. Barro, R., 1978(a).

inflationniste. Notre étude tiendra compte des améliorations apportées au modèle de Barro par Hamburger et Zwick<sup>2</sup> ainsi que des particularités historiques canadiennes. Par opposition à ces derniers, toutefois, nous nous attarderons à l'étude des stocks et non des flux; c'est-à-dire, qu'au lieu d'étudier la relation entre le taux de croissance de la masse monétaire et les déficits ou les dépenses annuelles du gouvernement fédéral, ce sont la masse monétaire et la dette du gouvernement fédéral qui retiendront notre attention. A l'image de Hamburger et Zwick, nous concluerons qu'une périodisation adéquate de la politique monétaire permet de retracer des changements de politique et que, si sur l'ensemble de la période à l'étude il ne semble pas y avoir eu de monétisation, l'analyse statistique suggère que durant certaines sous-périodes l'autorité monétaire a effectivement monétisé une partie de la dette gouvernementale.

Puisque le gouvernement, quel qu'il soit, continuera de financer la grande majorité de son déficit sur le marché domestique de la monnaie, nous aborderons, en second lieu, le problème de l'éviction du secteur privé par l'action gouvernementale sur le marché du crédit. Pour ce faire, nous ferons l'analyse historique du marché des crédits à court terme et à long terme du point de vue des ménages, des entreprises et des gouvernements. Cette discussion revêt d'autant plus d'importance que la dette continuera d'augmenter

---

2. Hamburger, M. et B. Zwick, 1981, 1982.

en proportion du PIB au moins jusqu'au début des années 1990;<sup>3</sup> alors que l'épargne domestique est présentement à la baisse. Nous en concluons, à l'image de Coulombe (1987) que le risque d'éviction du secteur privé n'existait pas durant la première partie de la reprise économique actuelle. Par contre, son spectre se fait de plus en plus défini.

Enfin, nous traiterons de l'apport du secteur extérieur à la fluidité du marché des crédits canadien. En effet, en économie ouverte, l'excédent des emprunts au-delà de l'offre de crédits, à un taux d'intérêt donné, peut être financé par l'entrée de capitaux. Cette section discutera du besoin, parfois réel et parfois fictif, d'attirer des capitaux à l'aide de taux d'intérêt élevés et d'une politique de taux de change élevé. Nos données supporteront clairement ceux qui prétendent qu'un taux de change surélevé fomente l'acquisition par des étrangers de dette gouvernementale à des fins purement spéculatives et que ce même taux de change désincite l'investissement direct et l'exportation, deux facteurs-clés d'une économie bien portante. Cette discussion nous amènera à suggérer que la politique de taux d'intérêt devrait viser à promouvoir l'activité économique intérieure en supportant les exportations et l'investissement direct plutôt que d'attirer des capitaux spéculatifs dont l'importance pour l'économie canadienne n'est pas évidente en tous temps.

---

<sup>3</sup>. voir à ce sujet les prévisions du budget Wilson de février 1988.

### A.1 Mesure et mesures

L'individu cherchant à établir sa capacité de rembourser un nouvel emprunt le compare à ses attentes de revenus sur un horizon temporel défini. Les firmes et les gouvernements contracteront des emprunts dans la mesure où leurs liquidités<sup>4</sup> leur permettront de continuer leurs opérations. La période de remboursement est donc indéfinie. Pour la firme, les liquidités sont fonction de son activité commerciale. Pour un état, les liquidités ne sont limitées que par la capacité de taxer ses citoyens. Ces revenus fiscaux, puisqu'ils proviennent encore en grande partie du revenu des individus et des profits des firmes, sont directement proportionnels au revenu national. Il est donc tout naturel de comparer l'endettement d'un pays à sa capacité de production: le PIB. Si le rapport dette/PIB est l'étalon de succès qu'on choisit,<sup>5</sup> on offre au preneur de décision trois choix pour arriver à son but.

1. D'emblée, la diminution du numérateur peut être éliminée en vertu du fait qu'elle risque d'être très impopulaire politiquement. D'ailleurs, personne ne prévoit de période de remboursement de la dette mais tous s'accordent à diminuer sa croissance en fonction du

---

4. "Liquidités" au sens financier du terme; c'est-à-dire, revenus + dépréciation

5. et c'est là, je crois, la cible des coupeurs de déficit.

PIB. Le tableau 1 indique que selon l'expérience des années 1960 à 1976, il n'est pas nécessaire de se suicider politiquement pour arriver à ce but.

\*\*\*\*\* TABLEAU 1 \*\*\*\*\*

2. Une augmentation de la production réelle plus rapide que le taux de croissance réel de la dette aurait le même effet.

3. Enfin, une augmentation du PIB due à une inflation plus élevée que l'augmentation de la dette diminuera aussi le fardeau de la dette.<sup>6</sup> Si, bien entendu, cette inflation n'est pas entièrement prévue.

---

<sup>6</sup>. Cette inflation soulagerait du même coup les détenteurs de dette gouvernementale d'une partie de la valeur de leurs actifs. <Coulombe, S., 1984.>

TABLEAU 1: La dette fédérale et le PIB

	B 2502		D 20011			Dette		PIB		Dette/PIB	Deficit annuel	
	\$ 000 000	\$ 000 000	\$ 000 000	\$ 000 000		%	\$ 000 000	\$ 000 000	\$ 000 000		%	\$ 000 000
1T60	15832	39608	39.97		1T74	29064	143400	20.27	32.0			
	15777	38980	40.47			29106	149876	19.42	162.4			
	15646	39556	39.56			29007	155340	18.67	440.4			
	15993	39648	40.34			32004	159828	20.02	3289.6			
1T61	16010	39472	40.56	177.6	1T75	33143	162536	20.39	4079.2			
	15995	40496	39.50	218.0		33149	167684	19.77	4043.2			
	16149	41384	39.02	502.4		33649	174972	19.23	4641.0			
	16698	42192	39.58	704.4		36240	180968	20.03	4236.8			
1T62	16966	43480	39.02	956.0	1T76	37547	188508	19.92	4404.0			
	16784	43800	38.32	789.6		38083	197988	19.23	4934.0			
	16645	44768	37.18	496.0		38654	200432	19.29	5004.8			
	17512	45584	38.42	814.0		40665	204768	19.86	4424.4			
1T63	17955	46132	38.92	939.6	1T77	42200	210640	20.03	4653.2			
	18028	46932	38.41	1243.2		43432	215328	20.17	5349.6			
	18014	47808	37.68	1368.8		44472	219716	20.24	5818.8			
	18635	49840	37.39	1123.2		48064	225832	21.28	7399.2			
1T64	18788	50780	37.00	833.2	1T78	50500	230888	21.90	8360.4			
	18599	51648	36.01	571.6		54474	237852	22.90	11042.0			
	18614	52868	35.21	600.4		57087	244640	23.34	12614.4			
	19103	53468	35.73	468.0		61899	253036	24.46	13834.8			
1T65	19101	55360	34.50	312.4	1T79	64679	260968	24.78	14118.4			
	18855	56680	33.27	256.0		64778	272264	23.79	10303.2			
	18724	58036	32.26	109.6		67042	281052	23.85	9955.2			
	19119	60016	31.86	16.4		68798	290100	23.72	6899.6			
1T66	19186	62340	30.78	84.8	1T80	70813	297164	23.83	6134.0			
	18990	64056	29.65	135.2		72827	304444	23.92	8049.6			
	18918	65004	29.10	194.8		76158	311936	24.41	9115.6			
	19471	66152	29.43	352.0		79888	326020	24.50	11089.6			
1T67	19875	67008	29.66	689.6	1T81	81794	342500	23.88	10981.2			
	20071	70104	28.63	1080.8		82997	354948	23.38	10169.6			
	20177	69544	29.01	1258.4		85469	360832	23.69	9311.2			
	20647	70680	29.21	1175.6		91594	365696	25.05	11706.0			
1T68	20692	72360	28.60	817.2	1T82	92388	369644	24.99	10594.0			
	20622	74540	27.67	550.4		94201	372036	25.32	11204.4			
	21017	76332	27.53	840.0		97103	376184	25.81	11634.0			
	22021	78440	28.07	1374.4		107704	379904	28.35	16110.0			
1T69	22251	80376	27.68	1556.8	1T83	113727	388648	29.26	21338.8			
	22015	82008	26.84	1392.2		119376	401260	29.75	25174.4			
	21769	83616	26.03	752.0		124880	412472	30.28	27777.2			
	22473	86104	26.10	451.6		135037	420488	32.11	27322.8			
1T70	22720	87636	25.93	460.0	1T84	139898	431780	32.40	26171.0			
	22687	87984	25.79	670.8		145524	443320	32.83	26148.4			
	23036	90020	25.59	1260.0		152363	449456	33.90	27482.8			
	24120	90824	26.56	1640.2		161956	457860	35.37	26919.6			
1T71	24953	92176	27.07	2222.4	1T85	168394	465396	36.14	28495.2			
	25160	95920	26.23	2478.2		176281	472920	37.20	30756.8			
	25257	99300	25.43	2200.4		183706	483808	37.98	31402.8			
	26774	101764	26.31	2600.6		196458	494160	39.76	34502.0			
1T72	27306	103524	26.38	2300.8	1T86	199216	499760	39.98	31422.4			
	27094	107428	25.22	1904.4		205724	507424	40.54	29442.8			
	27166	109304	24.85	1900.0		209472	513328	40.81	25706.4			
	28410	114260	24.86	1600.4		217765	519080	41.95	21306.8			
1T73	29032	119628	24.27	1700.2	1T87	226103	534700	42.29	26286.8			
	28943	124524	23.24	1848.8		231753	548660	42.24	26629.0			
	28567	128772	22.18	1400.4								
	28714	136564	21.03	1000.0								

Source: Cansim

## B. Effets de l'amoncellement de la dette

Cette section traite des deux craintes fondamentales face à l'accumulation des déficits qui nous poussent à envisager les scénarios énumérés ci-dessus: la première - la monétisation de la dette - relève des inflationnophobes, alors que la deuxième - l'évincement du secteur privé par le gouvernement - relève des gouvernementophobes.

### B.1 Monétisation et inflation

Bien avant l'augmentation effarante des dépenses et des dettes publiques, Robert Barro<sup>7</sup> s'attaquait au problème de leur monétisation. Barro a démontré qu'en très longue période, il n'existe pas de corrélation statistiquement significative entre la création de monnaie et le déficit du gouvernement fédéral américain. Il ne devrait donc y avoir aucun effet inflationniste issu des déficits. Barro croit plutôt que ce sont les dépenses fédérales qui font preuve d'une corrélation positive avec la croissance de la masse monétaire.

Hamburger et Zwick,<sup>8</sup> tout en confirmant les résultats de Barro

---

7. Barro, R., 1978(a).

8. Hamburger, M. et B. Zwick, 1981 et 1982.

arriveront aussi à la conclusion inverse en segmentant la période étudiée par Barro. La segmentation reflète les changements de théologie dominante au sein de l'autorité monétaire et postule que la banque centrale monétise la dette du gouvernement fédéral en période keynésienne, c'est-à-dire en période où on attache relativement plus d'importance à la stabilité du taux d'intérêt qu'au contrôle de la croissance de la masse monétaire. Pour en arriver à ces résultats, HZ ont modifié l'équation de croissance de la masse monétaire du modèle de production et de prix élaboré par Barro<sup>9</sup> sans toutefois en modifier la teneur essentielle<sup>10</sup>.

Sur l'ensemble de la période keynésienne de 1961 à 1974, ils ont obtenu la régression suivante:

$$DM = -0,014 + 0,70 DM_{-1} + 1,03 DEFA^{11}$$

(2,02)      (6,51)      (2,73)

$$RB^2 = 0,661 \quad DW = 2,38 \quad "ro" = -0,37$$

où DM = croissance de la masse monétaire (M1).

---

<sup>9</sup>. Barro, R., 1974, 1978(a), 1978(b) et 1979.

<sup>10</sup>. Suite à leur recherche statistique, HZ ont éliminé le second délai de la croissance monétaire et la variable conjoncturelle ( $UN = \log(u/(1-u))$ ; où  $u$  = taux de chômage) puisque toutes deux s'avèrent inutiles au sens explicatif du terme. HZ remplacent aussi la variable FEDV (dépense fédérale annuelle) par la variable DEFA (déficit annuel du gouvernement fédéral américain).

<sup>11</sup>. Cette équation a été estimée par la méthode de régression Hildreth-Lu avec des données annuelles.

Pour la période de 1961 à 1981, ils reprennent la régression avec quelques modifications. D'abord, ils ajoutent une variable temporelle pour les années 1975 et 1976 vu les circonstances particulières de ces années.<sup>12</sup> Ils ont aussi utilisé M1b en guise de masse monétaire puisque les données pour M1 n'étaient plus disponibles à partir de 1980. Enfin, ils ont utilisé la variable DEFB (croissance annuelle de l'encours total de la dette du gouvernement fédéral américain) plutôt que DEFA. Ce dernier ajustement leur a permis d'enrayer un problème d'autocorrélation et d'utiliser la méthode de régression aux moindres carrés; ils ont obtenu le résultat suivant:

$$DM = 0,015 + 0,52 DM_{-1} - 0,028 VT + 0,95 DEFB$$

(2,6)      (4,97)      (2,85)      (3,94)

$$RB^2 = 0,733 \quad DW = 2,1$$

où  $VT_i = 0$  si  $i$  est différent de 1975 ou 1976;  
 $VT_i = 1$  si  $i = 1975$  ou 1976.

Ces deux équations ont amené HZ à conclure que non seulement la Fed américaine avait-elle monétisée les déficits du gouvernement fédéral américain de 1961 à 1974, mais elle a continué à les monétiser après avoir changé sa politique en 1979.<sup>13</sup> Ces résultats contredisent les conclusions de Barro qui n'avait pas cru bon intégrer les aléas historiques à son analyse.

---

<sup>12</sup>. voir HZ, 1982, p. 148.

<sup>13</sup>. Voir Volcker, P. tel que cité dans HZ (1982), p. 281-2. HZ citent un témoignage de Paul Volcker à la Chambre des représentants des Etats-Unis daté du 13 novembre, 1979.

Nous reprendrons maintenant l'analyse d'Hamburger et Zwick<sup>14</sup> tout en la modifiant pour tester plus adéquatement l'histoire contemporaine canadienne.

### 1.1 Cadre d'analyse

Dans la mesure où l'encours des titres détenu par le gouvernement dans ses comptes et ceux de la Banque du Canada permet au gouvernement d'emprunter des sommes d'argent sans avoir à faire appel à l'épargne publique, on peut assimiler cet encours au phénomène de monétisation de la dette fédérale. A l'image de Coulombe (1987), on peut schématiser l'action gouvernementale de la façon suivante:

$$\text{Dette totale} = \text{Dette détenue par le public et les banques à charte} + \text{Dette détenue par la Banque du Canada et le gouvernement}$$

ou encore,

$$\text{Dette brute} = \text{Dette nette}^{15} + \text{Base monétaire}$$

14. Qui est inspirée d'ailleurs des réflexions de Buchanan et Wagner, 1977. Voir aussi à ce sujet, Gordon, D.F., 1978, Niskanen, W.A., 1978, Tobin, J., 1978 et Buchanan, J.M. et R.E. Wagner, 1978.

15. L'utilisation du terme dette nette est différente de celle qu'en fait le ministère des Finances du Canada. Le ministère soustrait aussi de la dette brute tous les actifs financiers gouvernementaux autres que la base monétaire pour obtenir la dette nette.

Le graphique suivant indique la progression de la part de la dette détenue par le gouvernement central, soit directement ou indirectement. Elle diminue à peu près constamment depuis 1974.

\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 1 \*\*\*\*\*

Mais puisque c'est la croissance de la masse monétaire, et non seulement la croissance de la base monétaire,<sup>16</sup> qui engendre l'inflation, l'étude de la monétisation de la dette ne peut s'arrêter à l'analyse du porte-feuille d'obligations gouvernementales détenu par la banque centrale. De plus, une telle démarche invaliderait la similitude de notre analyse à celle de Barro.

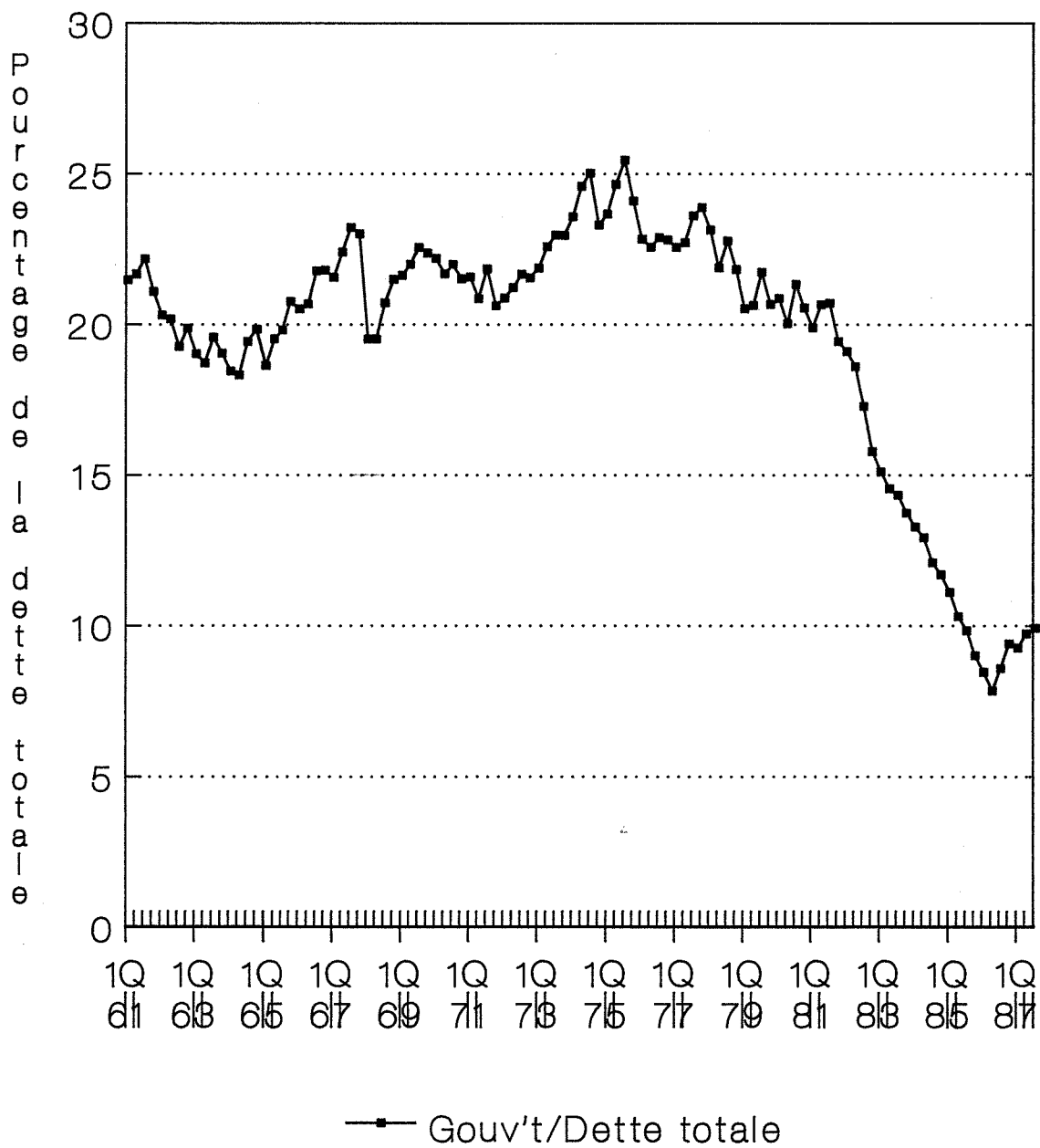
Notre analyse vise donc à établir une corrélation entre la masse monétaire et l'endettement du gouvernement fédéral. Dans le cas de la dette comme dans celui de la masse monétaire, nous avons divisé les séries chronologiques par le PIB.<sup>17</sup> Cette démarche a été entreprise dans le but d'isoler la relation entre la politique budgétaire fédérale et la masse monétaire des effets de l'inflation et de la croissance réelle de l'économie. La cible des preneurs de

---

16. Pour un autre point de vue, voir Allen et Smith (1983).

17. Pour une discussion sur l'adoption du PIB plutôt que du PNB, voir Banque du Canada, août 1986.

**Graphique 1**  
**Detention de dette par gouv't fed.**  
**1T1961 - 2T1987**



Source: CANSIM

décision en ce qui a trait à la dette se définit aussi habituellement en proportion du PIB.

Pour ce qui est de la masse monétaire, nous utilisons  $M1$ <sup>18</sup> puisque le nombre de données pour  $M1A$  ne permet pas une assez bonne ventilation pour offrir des résultats pertinents et significatifs pour la période de 1961 à 1975.2.<sup>19</sup> Comme les autres auteurs, nous postulons qu'il existe une certaine inertie au sein de la politique monétaire. Il convient donc d'insérer un délai d'une période pour la variable  $M1/PIB$ .

L'évolution de l'endettement du gouvernement fédéral est retracé par l'étude de l'encours total des titres.<sup>20</sup> Ces titres sont détenus par le public, les banques à chartes, la banque centrale et le gouvernement lui-même.

Le lecteur s'apercevra sans doute que nous faisons abstraction dans le calcul de la dette fédérale des tirages faits sur les lignes de crédit auprès des banques à charte. Ces prêts ne sont contractés que sur une base périodique et servent, plus souvent qu'autrement, à la défense du dollar canadien contre l'appréciation du dollar

---

18. Série CANSIM B1627.

19. Les données pour  $M1A$  ne sont disponibles que depuis 1968.

20. Série CANSIM B2402.

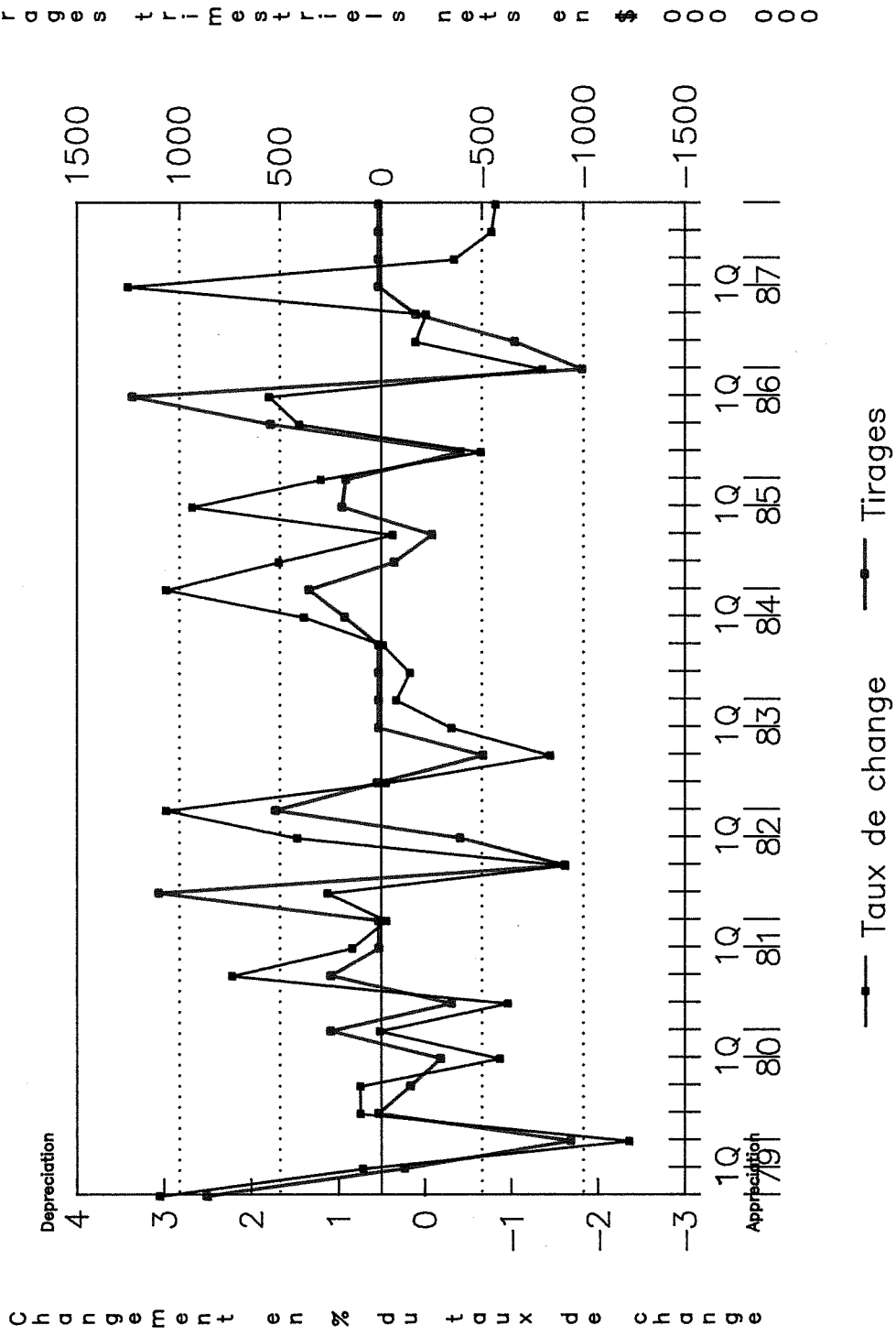
américain et vice-versa. Le graphique 2 ci-après indique bien cette tendance anti-cyclique.

\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 2 \*\*\*\*\*

Sur les 37 trimestres écoulés entre la fin de 1978 et la fin de 1987, les tirages gouvernementaux auprès des banques à charte ont varié 26 fois d'une valeur dépassant \$1 million. Rétrospectivement, 19 de ces manoeuvres ont été anti-cycliques, c'est-à-dire qu'une augmentation des emprunts est observée en même temps qu'une dépréciation de la devise ou qu'une diminution des emprunts se produit simultanément avec une appréciation de la devise. Pour ce qui est des périodes sans changement de l'emprunt auprès des banques, elles se partagent à peu près également entre périodes d'appréciation (5) et de dépréciation (6). On se souviendra aussi de la réaction du Ministre Wilson lors de l'assaut des spéculateurs sur la devise canadienne qui a atteint son apogée au début de 1986. C'est une ligne de crédit toute fraîche de plus de \$US 6 milliards qu'il avait brandie en invitant les spéculateurs à le défier de l'utiliser. Plusieurs ce sont d'ailleurs fait prendre lorsqu'il a montré la conviction de sa pensée et qu'il a ajouté aux réserves déjà dépensées près de \$1,5 des \$6 milliards mis à sa disposition pour combattre la dépréciation du dollar canadien. Moins d'un an plus tard, les emprunts aux banques étaient remboursés et le dollar canadien tenait tête au dollar américain.

## Graphique 2

### Tirages auprès des banques et variations du taux de change



Source: Cansim

Nous nous en tiendrons donc à l'analyse de la corrélation entre l'encours total des titres du gouvernement fédéral et l'évolution de la masse monétaire.

La période d'étude globale est établie pour faire le lien avec l'analyse des autres auteurs, mais les sous-périodes (monétaristes et keynésiennes) sont tout à fait canadiennes. On se souviendra que c'est à l'automne 1975, plus de quatre ans avant Paul Volcker,<sup>21</sup> que M. Gerald Bouey, gouverneur de la Banque du Canada à l'époque, annonce, dans un discours prononcé à Régina, que la Banque allait désormais cibler l'évolution de la masse monétaire plutôt que le taux d'intérêt. Cette année me semble donc toute indiquée pour marquer la fin de la période keynésienne - période durant laquelle la Banque se donne le rôle d'amortir les variations du taux d'intérêt et période durant laquelle, théoriquement, on devrait noter des fluctuations marquées de la masse monétaire en réponse aux chocs causés par les emprunts gouvernementaux sur le marché de la monnaie. Pour les données utilisées, cette corrélation prendra la forme d'un coefficient positif pour la dette fédérale lorsqu'elle est l'objet de régression.

---

<sup>21</sup>. Voir Volcker, P. tel que cité dans Hamburger et Zwick (1982).

## 1.2 Résultats

L'équation 1 du tableau 2 démontre qu'il y a effectivement une corrélation positive entre les variables M1/PIB et dette/PIB.

\*\*\*\*\* Tableau 2 \*\*\*\*\*

D'autre part, les résultats obtenus pour la période de 1975.3 à 1982.2 (tableau 2, équation 2) démontrent clairement le changement dramatique de politique au sein de la banque centrale canadienne. Contrairement à la période se terminant au second trimestre de 1975 la Banque n'accommodait plus l'expansionnisme budgétaire fédéral. Les craintes de Barro et de HZ, qui s'étaient avérées bien fondées pour la période précédente (1961 - 1975.2), ne se concrétisèrent plus à partir du troisième trimestre de 1975; date concordant au discours de Régina de M. Bouey.

L'autocorrélation indiquée par la statistique  $h$  de la troisième équation sera contrée par l'utilisation de la méthode de régression Hildreth-Lu. Nous obtenons donc l'équation (3'). L'assouplissement de la politique monétaire qui aurait dû suivre la pire récession des 50 dernières années ne s'est pas concrétisée; du moins, c'est ce qu'on constate en observant que le coefficient de M1/PIB en (3') n'arrive pas à être significatif du point de vue statistique.

La diminution des coefficients et facteurs statistiques indique par ailleurs que nous étions passé de la phobie à la peur de l'inflation. Il semble donc que la Banque tentait d'indiquer aux intéressés qu'elle ne monétiserait pas la dette du gouvernement fédéral même en temps de croissance économique; à l'inverse de l'approche des années 1960.

Même si le coefficient de  $M1/PIB$  redevient positif lorsque calculé sur l'ensemble de la période, (tableau 2, équation 4) il ne passe toujours pas le test de la  $t$  de Student. Somme toute, la banque centrale a, dans le long terme, annulé l'effet de ses décisions.

Nos résultats sont analogues à ceux de Hamburger et Zwick dans la mesure où une périodisation de la politique de la banque centrale permet de retracer des changements fondamentaux dans sa fonction de réaction à la formation de dette du gouvernement fédéral. Ils en diffèrent par contre dans la mesure où la banque centrale canadienne a cessé de monétiser la dette fédérale à partir de 1975 et elle n'a pas succombé non plus au lendemain de la dernière grande crise.<sup>22</sup>

---

22. On se souviendra que HZ ont découvert que la monétisation s'était poursuivie, chez nos voisins du sud, jusqu'en 1981, date de la fin de leur étude.

Tableau 2

	Constante	M1/PIB-1	Dette/PIB	F	RS <sup>2</sup>	DW	h	$\rho$
(I) 1961.1-75.2	0,0187 (4,08)	0,629 (9,71)	0,0524 (4,06)	1110,96	0,98	1,73	1,24	0
(II) 1975.3-82.2	0,0054 (0,43)	0,9718 (13,6) [0,07]	- 0,0184 (0,56) [0,03]	314,57	0,96	2,04	- 0,12	0
(III) 1982.3-87.4	0,0119 (0,96)	0,8295 (5,37) [0,15]	- 0,0029 (0,37) [0,008]	41,11	0,79	1,36	2,18	0
(III') 1982.3-87.4	0,0158 (1,71)	0,6211 (3,09) [S/O]	- 0,0098 (0,83) [S/O]	12,90	0,80	1,83	S/O	0,43
(IV) 1961-87.4	- 0,0007 (0,64)	0,9914 (125,1) [0,01]	0,0028 (1,116) [0,002]	7893,88	0,99	1,91	0,45	0

- Notes:
1.  $h = (1 - DW/2)(n/(1-n \cdot var))^{1/2}$
  2. ( ) : statistique t de Student
  3. [ ] : écart-type
  4. (III') calculée avec la méthode Hildreth-Lu
  5. S/O : sans objet

## B.2 Les emprunts gouvernementaux et l'effet d'éviction

Puisqu'ils partagent plusieurs arguments, nous réunirons dans cette section les coupeurs de déficits et les gouvernementophobes. Ces deux groupes préconisent des actions qui, si elles se ressemblent dans leur ensemble, ont une portée bien différente.

On dira par exemple, que les coupeurs de déficit ne font qu'apporter à l'administration publique un sens de logique budgétaire comparable à celui qu'utilise l'agent économique moyen dans ses transactions personnelles. Les coupeurs de déficit ne nient pas l'utilité des déficits budgétaires en période de croissance économique insuffisante mais ils suggèrent aussi que ces déficits devraient se résorber et même se transformer en surplus budgétaires en années de vache grasse. Puisque les politiciens sont, par définition, en quête de réélection, peu s'attendent à ce que le gouvernement adopte une telle politique.<sup>23</sup> Les coupeurs de déficit le moins averti s'appliquent donc à faire réduire le déficit en termes nominaux. C'est ainsi que depuis 1984, les politiciens, les journalistes, les analystes, les commentateurs et les lobbyistes portent une attention démesurément importante au montant nominal du déficit budgétaire prévu par le

---

<sup>23</sup>. Gardons-nous bien, par ailleurs, de supporter la thèse qui veut que le gouvernement n'ait pour but que sa propre croissance. Voir Buchanan et Wagner (1978) et Tobin (1978).

ministre des Finances lors de son discours du budget. Si nous disons "démessuré", c'est qu'au cours des cinq dernières années cet intérêt qu'on manifeste envers le déficit a failli causer la démission inutile de l'honorable Marc Lalonde<sup>24</sup> et a aussi forcé le ministre actuel à faire des pirouettes comptables impressionnantes. Tout ceci pour pouvoir contenter les lobbyistes et les analystes qui, depuis 1986, réclament par l'entremise des médias un déficit sous les \$30 milliards. M. Wilson a même institutionnalisé cette pratique en établissant une ronde annuelle de consultations pré-budgétaires auprès d'associations à vocation économique.

Nous n'appellons donc ces gens que des coupeurs de déficit car s'ils reconnaissent les vertues d'un bilan mieux équilibré, ils connaissent aussi très bien l'incapacité du système politique canadien à se soumettre aux rigueurs d'un régime où, en longue période, on cherche à établir un équilibre budgétaire.

Par opposition à ces derniers, qui s'adressent au déficit comme étant un problème en soi, les gouvernementophobes parlent du déficit comme étant un symptôme d'un mal plus grand: celui d'une

---

24. Lors du scandale causé par un photographe lors d'une séance de photo pré-budgétaire durant laquelle son objectif a capté des détails budgétaires dont, entre autres, la projection du déficit. Au lieu de lui coûter son emploi, cet événement cocasse a permis à l'honorable M. Lalonde de nous infliger une dépense additionnelle de \$200 millions.

économie où le gouvernement étend ses tentacules de plus en plus et s'accapare une part croissante de l'économie aux dépens du secteur privé. Bien entendu, une telle conviction repose habituellement sur une pléthore d'hypothèses sur la capacité du secteur privé à procurer aux citoyens un train de vie supérieur à celui que peut leur procurer le gouvernement.

Quelle que soit la conviction qui les animent, ces deux groupes d'agents s'empressent toujours de parler de l'effet d'éviction du secteur privé des marchés de capitaux par l'inaction gouvernementale au chapitre du déficit budgétaire.

## 2.1 Analyse du marché du crédit

Il existe plusieurs façons d'analyser le marché du crédit.<sup>25</sup> On peut partir d'une identité comptable telle  $S = I$  et développer, selon les hypothèses retenues, tout un éventail de causes et d'effets qui suggéreront un comportement type pour les preneurs de décision. Après plus de quinze ans de tumultes économiques, marqués par deux chocs pétroliers, la récession la plus profonde des cinquante dernières années et un monde financier en mutation, opérant 24 heures par jour, ayant produit des montées et des baisses records des avoirs financiers, il serait difficile de s'en tenir à un seul modèle théorique. Pour ces raisons, et en continuant dans le cadre d'analyse établi à la première section, nous nous en remettons à une analyse historique de l'action gouvernementale sur les marchés du crédit.

Pour ce faire, nous divisons l'économie en trois groupes d'agents: les consommateurs, les entreprises et les gouvernements. Nous divisons aussi le monde du crédit en deux marchés distincts sans, pour autant, ignorer leur synergie: le crédit à court terme et le crédit à long terme.

Aux fins de l'analyse, les concepts suivants trouvent leur contrepartie statistique au sein des données suivantes:

---

<sup>25</sup>. Banque du Canada, octobre 1986; Capra, J.R., 1983; Hoelscher, G.P., 1983; Moyer et Simonson, 1983

2.1.a Marché du crédit à court terme:

<u>Agent</u>	<u>Statistique</u>
Ménages	Variation de l'encours des crédits à la consommation (B 168 <sub>t</sub> - B 168 <sub>t-1</sub> ) <sup>26</sup>
Entreprises	Variation de l'encours des crédits aux entreprises à court terme (B 171 <sub>t</sub> - B171 <sub>t-1</sub> )
Gouvernements	Émissions nettes de bons du trésor (B 2403)

2.1.b Marché du crédit à long terme:

Ménages	Variation de l'encours des hypothèques résidentielles (B167 <sub>t</sub> - B167 <sub>t-1</sub> )
Entreprises	Variations de l'encours des crédits autres que ceux à court terme (B 170 <sub>t</sub> - B170 <sub>t-1</sub> ) + émission nette d'obligations (B 3054) + émission nette d'actions (B 3104)
Gouvernements	Émission nette d'obligations fédérales (B 3045) + émission nette d'obligations provinciales (B 3048) + émission nette d'obligations municipales (B 3051)

2.1.a Le marché à court terme

Par la publication hebdomadaire du taux de base de la Banque du Canada et par l'entremise d'une gamme de produits offerts par les institutions financières, le citoyen canadien peut facilement tâter le pouls du marché des crédits à court terme. Mais ce

---

26. L'indice entre parenthèses indiquent le numéro de la banque de données CANSIM utilisée pour faire les calculs appropriés.

marché est celui où on ne retrouve désormais que des débiteurs de grande taille.

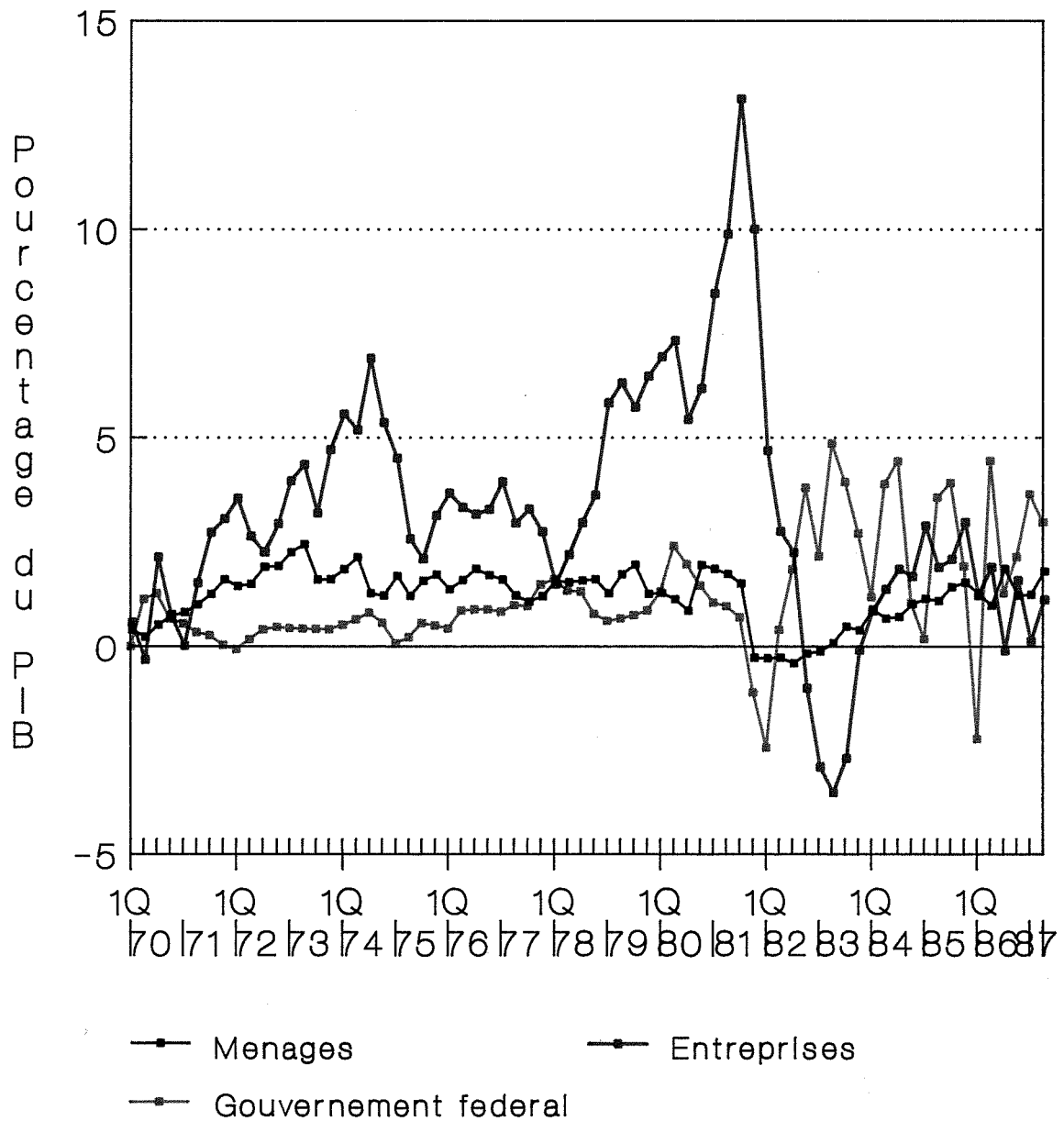
\*\*\*\*\* GRAPHIQUES 3 ET 4 \*\*\*\*\*

En effet, les ménages, dont l'emprunt total n'a varié qu'entre - 0,46 %<sup>27</sup> et 2,41 % du PIB de 1971 à la mi-1987, ont maintenu un emprunt total médian d'environ 1 % du PIB. Par ailleurs, le gouvernement fédéral qui, au lendemain de la récession de 1982, a pris un rôle prédominant sur ce marché y était presque absent durant les années 1970. Ce sont ses emprunts post-1982 qui font que sur la période, ses emprunts surpassent ceux des consommateurs. Malgré cette recrudescence récente, les emprunts gouvernementaux n'ont jamais atteint 5 % du PIB alors que l'entreprise privée, pour sa part, empruntait, à la veille de la dernière récession, plus de 13 % du PIB sur le marché à court terme.

Toutefois, en faisant face à des taux d'intérêt réels<sup>28</sup>

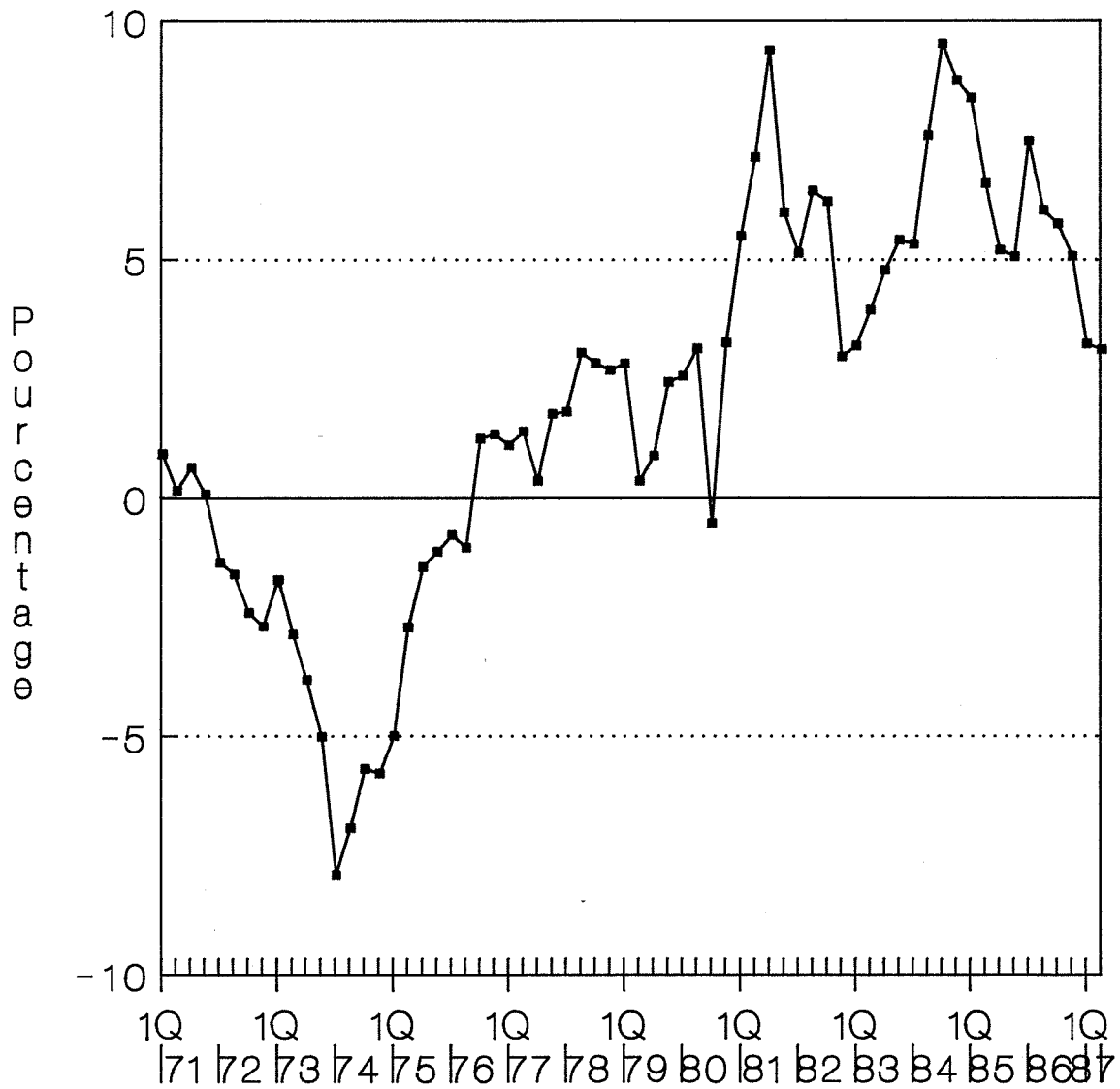
- 
27. Un emprunt négatif indique une diminution de l'encours des emprunts du groupe en question. Autrement dit, les remboursements d'emprunts surpassent les nouveaux emprunts pour une période donnée.
28. Le taux d'intérêt réel a été calculé selon une formule d'anticipations auto-régressive sur une période d'un an; c'est-à-dire:  $r_t = i_t - p_t$ ; où  $r$  est le taux d'intérêt réel,  $i$  est le taux d'intérêt nominal (Cansim B14001) et  $p$  est le taux d'inflation pour les douze mois précédent  $t$ . Le déflateur implicite du PIB (Cansim D20337) a été utilisé

### Graphique 3 Emprunts: court terme 1T1970 - 2T1987



Source: Canslm

**Graphique 4**  
**Taux d'interet reel: court terme**  
**1T1971 - 2T1987**



—■— Bons du trésor (91j)

Source: CANSIM

élevés au cours des trois dernières années et en présence d'un marché boursier en pleine ébullition, les emprunts à court terme des entreprises ont beaucoup diminué dernièrement; laissant ainsi libre accès au gouvernement qui, tout en comblant ses besoins a su conserver le volume transigé sur ce marché dans un intervalle historiquement raisonnable et sur une tendance à la baisse.<sup>29</sup>

L'augmentation tendancielle des emprunts totaux des entreprises n'a vu ses trois plateaux (1974, 1978 et 1981)<sup>30</sup> reflétés que deux fois sur le marché à court terme; c'est-à-dire en 1974 et en 1981. En 1974, les débiteurs ont été choyés par un taux d'intérêt réel atteignant à son plus bas niveau, au premier trimestre de 1974, un niveau de - 5,13%, ayant chuté de 450 points de base au cours de l'année précédente. Cette situation pour le moins extraordinaire est caractérisée par l'absence du gouvernement en tant qu'emprunteur important sur ce marché, l'augmentation rapide et non-anticipée de l'inflation et

---

pour calculer l'inflation.

Puisque cette formule sous-estime le taux d'intérêt réel en période de décélération de l'inflation <et le surestime en période d'accélération de l'inflation>, elle indique la réaction la moins vive possible lorsque  $r$  est utilisé comme élément de régression.

29. L'emprunt total à court terme médian pour la période est de 5,5 % du PIB alors qu'il n'était que de 4,6 % entre le troisième trimestre de 1986 et le second trimestre de 1987.

30. voir graphique 10.

l'augmentation des liquidités sur le marché causées par le recyclage des revenus pétroliers. L'année 1981 a vu les emprunts corporatifs à court terme augmenter à un rythme effréné mais, si le sommet de 1974 était dû aux conditions favorables prévalant sur le marché des crédits, celui de 1981 est directement corrélé avec la poussée des taux d'intérêt réels qui sont passés, dans le cas du taux réel annuel des bons à 91 jours des émissions du secteur privé, de - 0,18 % au quatrième trimestre de 1980 à 10,43 % neuf mois plus tard.<sup>31</sup> Ce choc, créé de toutes pièces par les banques centrales nord-américaines, démontre bien le potentiel destructif d'une politique monétaire restrictive à la Bouey-Volcker. Si les consommateurs ont pu progressivement diminuer le rythme de leur endettement en diminuant ou en reportant tout simplement leurs achats, les entreprises se voyaient prises avec des inventaires qui avaient été accumulés au rythme requis lors d'une période de croissance réelle moyenne. Cette croissance réelle passait de plus de 5 % au troisième trimestre de 1981 à - 1,6 %, seulement six mois plus tard.

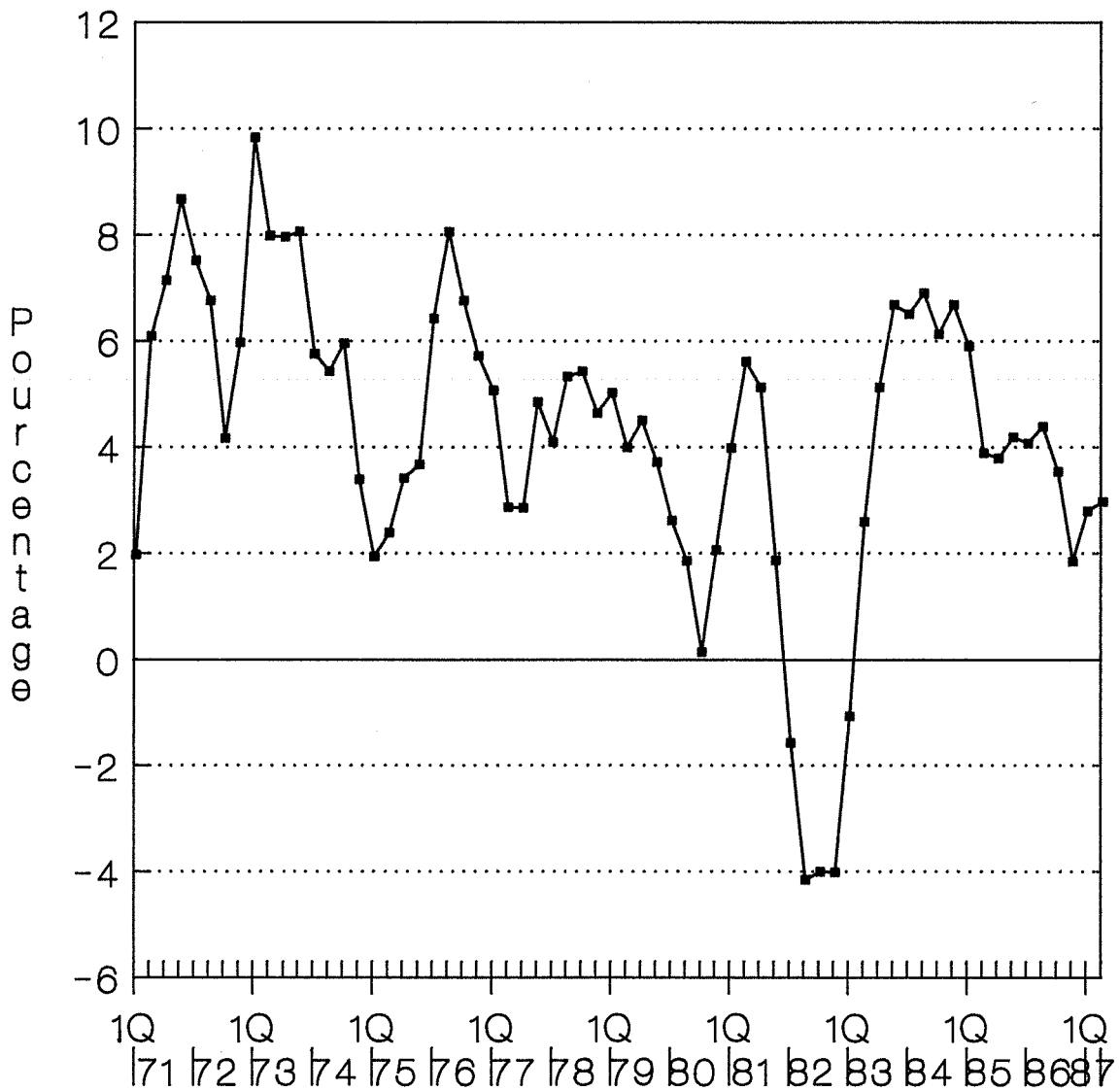
\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 5 \*\*\*\*\*

Les inventaires non-écoulés devant tout de même être financés, le prix exorbitant de l'argent en a poussé plus d'un à la faillite et a engendré un marasme économique inédit depuis la

---

<sup>31</sup>. Série Cansim B 14017.

**Graphique 5**  
**Croissance réelle du PIB**  
**1T1971 - 2T1987**



—■— Croiss. réelle PIB

Source: CANSIM

Grande Crise. A noter qu'au début de la bataille en retraite que devait livrer l'industrie à messieurs Bouey et Volcker, le gouvernement brillait par le déclin de ses emprunts et même de son encours total d'emprunts à court terme.

Ce n'est donc sûrement pas une demande excessive du gouvernement fédéral sur le marché du crédit à court terme qui a poussé le coût réel de l'argent à des niveaux incensés. Par contre, une fois entré en période récessionniste et une fois l'industrie clairement en retraite sur le marché à court terme, le gouvernement y a pris une place prépondérante. Ses emprunts records n'ont toutefois pas réussi à soutenir les volumes enregistrés préalablement sur l'ensemble du marché à court terme; et ce, jusqu'au deuxième trimestre de 1984<sup>32</sup> où la rentrée du secteur privé du côté débiteur du marché a causé une poussée passagère des taux réels d'intérêt qui, s'étant résorbés autour des 3 % à la fin de 1982, allait retourner à 7,8 % et 9,6 % aux troisième et quatrième trimestres de 1984. Ces taux très élevés ont encore une fois eu un effet très néfaste sur la reprise des emprunts par le secteur privé. Malgré l'incapacité du gouvernement de diminuer ses emprunts à court terme de sorte à laisser plus de place au secteur privé et malgré l'effort concerté de la banque centrale pour conserver des taux d'intérêt élevés;

---

<sup>32</sup>. Où l'emprunt total à court terme dépassait l'emprunt médian de 5,5% du PIB pour s'établir à 5,84 % du PIB.

donc, en dépit de l'appareil gouvernemental, la confiance générale a su raviver l'économie. Tout d'abord par un regain de la consommation et ensuite par un marché boursier en hausse qui permit aux entreprises de combler une bonne partie de leurs besoins de financement sur le marché à long terme. Comme l'indique l'indice boursier composé de 300 titres de Toronto (TSE 300), le marché boursier, et par induction le marché des obligations à long terme, avaient fermement ancré leur dernier maximum cyclique de 1980 et s'apprêtaient à affronter des hauteurs nouvelles.

\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 6 \*\*\*\*\*

Simultanément, les crédits à long terme accordés par les banques à charte chutaient à leur niveau nominal le plus bas depuis 1980: indicateur additionnel que les taux d'intérêt demandés par les banquiers étaient trop élevés<sup>33</sup> pour pouvoir offrir un rendement adéquat aux entrepreneurs.

En fin de période, nous avons donc un gouvernement dont les emprunts sont deux fois et demi plus élevés que leur valeur médiane. Puisque l'épargne totale<sup>34</sup> se situe sous la moyenne, on

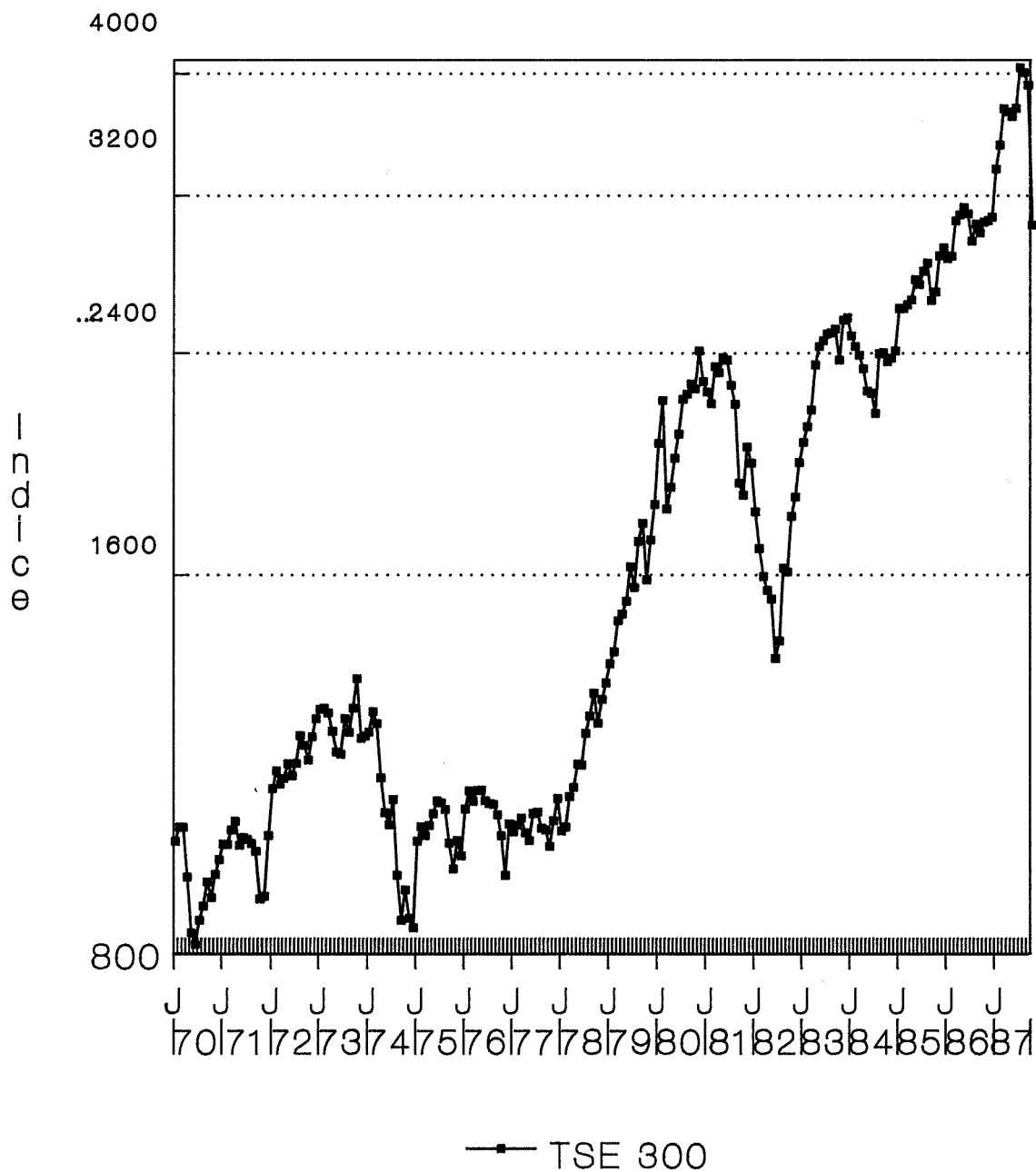
---

33. Le taux préférentiel (Cansim B 14020) réel au troisième trimestre de 1984 était de 6,4 %.

34. voir graphique 9.

# Graphique 6

## Indice compose de Toronto: 300 titres janvier 1970 - octobre 1987



Source: CANSIM

peut dire que le financement gouvernemental à court terme empêche les entreprises d'avoir accès au financement dont ils ont eu traditionnellement besoin pour soutenir la progression économique. Une politique budgétaire moins expansionniste à laquelle on aurait substitué une politique monétaire plus expansionniste au cours des trois dernières années aurait aider à soulager cet état de fait. Si les entreprises ont pu s'en remettre aux marchés boursiers pour se financer depuis 1984,<sup>35</sup> il n'en est sûrement plus le cas. Une politique monétaire plus aisée s'impose.

#### 2.1.b Le marché à long terme

Ce n'est qu'à deux reprises depuis 1970 que les emprunts totaux à court terme ont surpassés les emprunts totaux à long terme en proportion du PIB. En effet, la médiane de ces derniers s'établit à plus de deux fois celle des premiers.<sup>36</sup> La volatilité des emprunts à long terme, telle que mesurée par l'écart-type, est, pour cette période, relativement moindre que celle pour les emprunts à court terme. Cette différence relève des imprévus qui sont habituellement financés sur le marché à court terme même si,

---

35. Freedman, C., 1986.

36. Médiane des emprunts à court terme: 5,5 % du PIB  
Médiane des emprunts à long terme : 12,6 % du PIB

à moyen terme, lorsque les imprévus s'accumulent, on tentera de les financer à long terme.

\*\*\*\*\* GRAPHIQUES 7 ET 8 \*\*\*\*\*

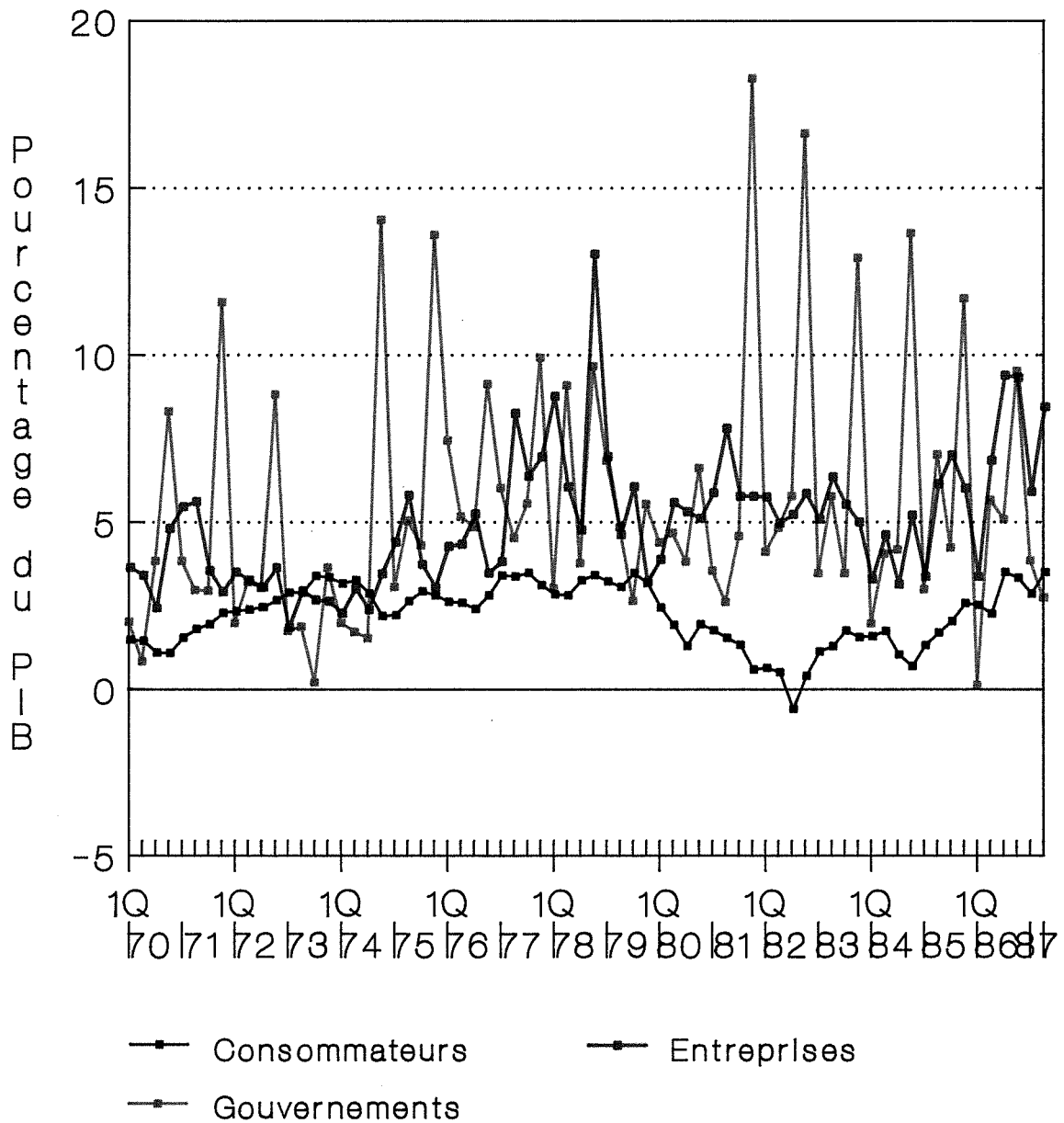
Si les emprunts totaux à long terme font preuve d'une certaine inertie, les composantes de ces emprunts ont beaucoup fluctué depuis 1970. La forte croissance en début de période s'est reflétée par des emprunts hypothécaires en hausse alors que les gouvernements diminuaient leurs emprunts à long terme. Du côté des entreprises, l'émission d'obligations se maintenait, quoiqu'à un niveau peu élevé. Par ailleurs, les emprunts et l'émission d'actions étaient en pleine perte de vitesse. Étant donné des taux d'intérêt réels tournant autour des - 7 %, il est peu étonnant d'avoir vu les émissions d'actions et les emprunts bancaires changer de tendance fin 1973, début 1974. Les obligations, qui n'offraient à leurs acheteurs qu'un taux de rendement négatif jusqu'à la fin de 1976 n'étaient guère populaires auprès de ceux-ci.

On se rappelle que les taux d'intérêt réels négatifs de cette époque avaient pour cause l'ascension imprévue et effrénée des prix causée, en grande partie, par la première crise du pétrole. Cette même crise allait d'une part, augmenter l'exploration pétrolière au Canada et d'autre part, fournir aux banques à charte canadiennes, par leur implication dans le recyclage international

# Graphique 7

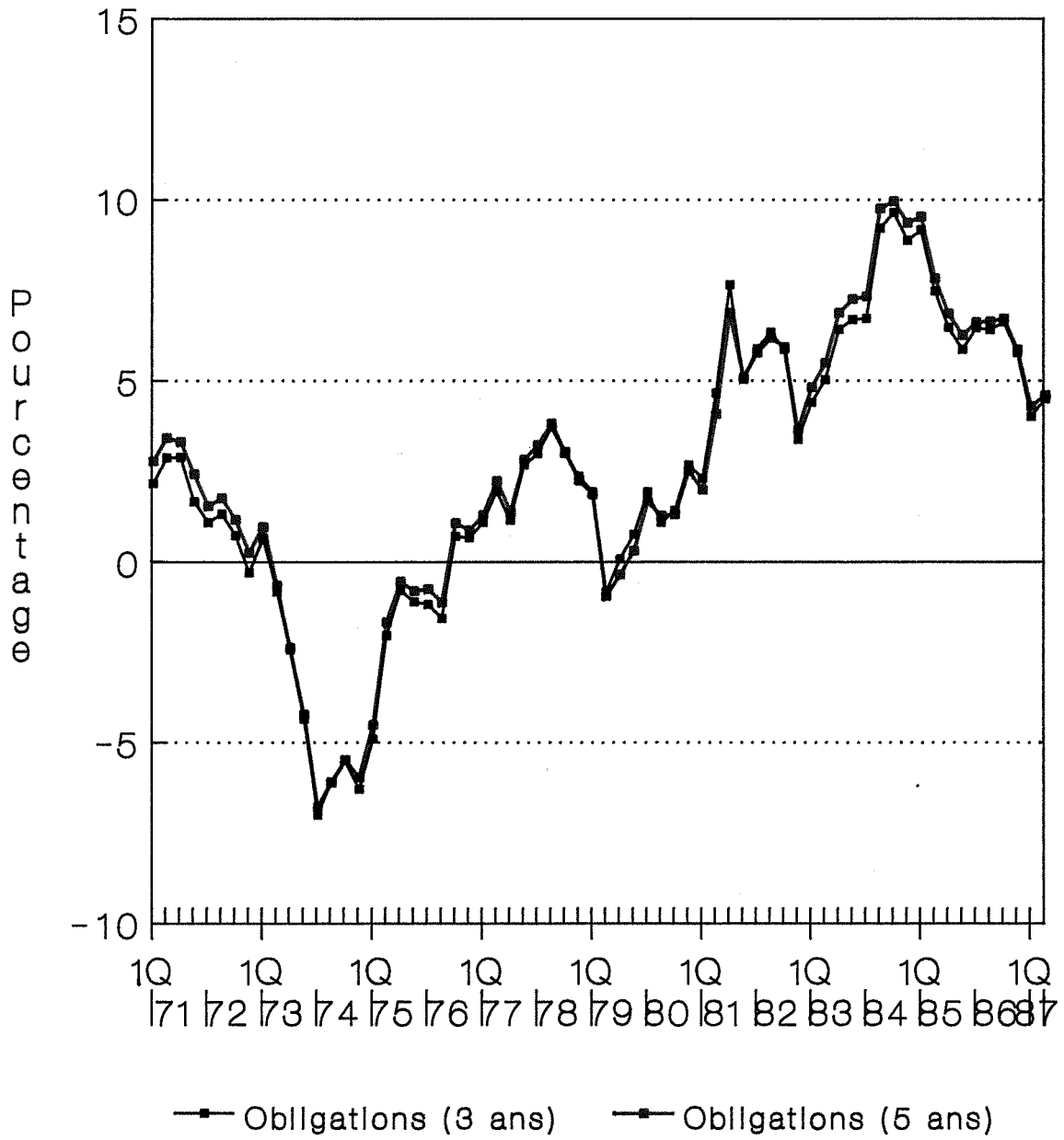
## Emprunts: long terme

### 1T1970 - 2T1987



Source: Canslm

**Graphique 8**  
**Taux d'interet reel: long terme**  
**1T1971 - 2T1987**



Source: CANSIM

des profits accumulés par les membres de l'OPEP, les liquidités nécessaires à l'établissement d'une base d'emprunts bancaires beaucoup plus importante. Fin 1977, un taux de rendement raisonnable sur les obligations amenaient les investisseurs à mettre leurs fonds à la disposition des entreprises par le biais d'obligations sans toutefois que ce taux ne fût prohibitif pour le débiteur. Pour des raisons analogues, on vit une recrudescence des emprunts auprès des banques.

D'autre part, une poussée inflationniste mal anticipée à la fin de 1978 ramena les taux d'intérêt réel sous la barre du zéro. La deuxième crise pétrolière en moins de dix ans se faisait déjà sentir mais, contrairement à ce qui s'était passé en 1973, les anticipations inflationnistes se sont ajustées beaucoup plus rapidement et l'incertitude issue de cette crise s'est vite reflétée sur toute la structure des taux d'intérêt. Alors que la première crise avait produit des taux d'intérêt réel négatifs pendant plus de trois ans, on n'enregistre, en 1979, que deux trimestres de ce type. L'ajustement rapide à la hausse des attentes inflationnistes était un des symptômes du pessimisme quand à la capacité de la banque centrale de contrôler l'accélération inflationniste. Une diminution tendancielle des emprunts hypothécaires en était un autre.

La tentative de redressement des emprunts des entreprises durant 1980 et 1981 tenait sa source dans le secteur pétrolier

qui, à l'instar d'une montée fulgurante du prix mondial du pétrole et à l'aide de la politique fédérale de canadianisation de l'industrie, voyait son étoile briller de plus en plus fort. Le plafonnement des prix du pétrole sur le marché mondial et suite à la politique nationale de l'énergie ainsi que la mise en application d'une politique monétaire ultra-restrictive par la Banque du Canada allaient sonner le glas pour la reprise qui s'était amorcée et qui allait bon train en 1981.<sup>37</sup> Le taux d'intérêt réel à long terme, passa de 2 % à 4 % et à près de 7 % du premier au troisième trimestre de 1981 et ceci, dans un marché où l'emprunt total à long terme était stable autour et un peu sous sa médiane.

La récession de 1981-82 allait provoquer une augmentation vertigineuse des emprunts gouvernementaux qui atteindront 18,3 % du PIB au dernier trimestre de 1981. A remarquer que sur le marché à long terme tout comme sur le marché à court terme, la hausse du taux d'intérêt réel a devancé la hausse des emprunts gouvernementaux. Ce n'est donc pas par le truchement de ses emprunts excessifs que le gouvernement a évincé le secteur privé du marché des capitaux mais plutôt par sa politique monétaire restrictive.

---

37. voir graphique 5.

Cette politique monétaire règne depuis ce temps. Donc, sur un marché où l'emprunt moyen en proportion du PIB se situe à 17,2 % - ce qui est sous sa valeur médiane - le taux d'intérêt réel moyen se maintient à 6,66 % ou 2,6 fois sa valeur médiane sur une échéance de cinq ans.<sup>38</sup> On ne peut donc attribuer la surenchère du prix de l'argent à une demande excédentaire. Cette surenchère aurait aussi pu être causée par un manque de liquidités du côté de l'offre d'épargne. Mais comme nous le verrons maintenant, cela n'était pas le cas.

#### 2.1.c L'épargne

A titre d'indicateur de l'offre d'épargne, nous utilisons la somme de l'épargne des particuliers, des entreprises non-incorporées, des entreprises incorporées et des entreprises gouvernementales.<sup>39</sup>

\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 9 \*\*\*\*\*

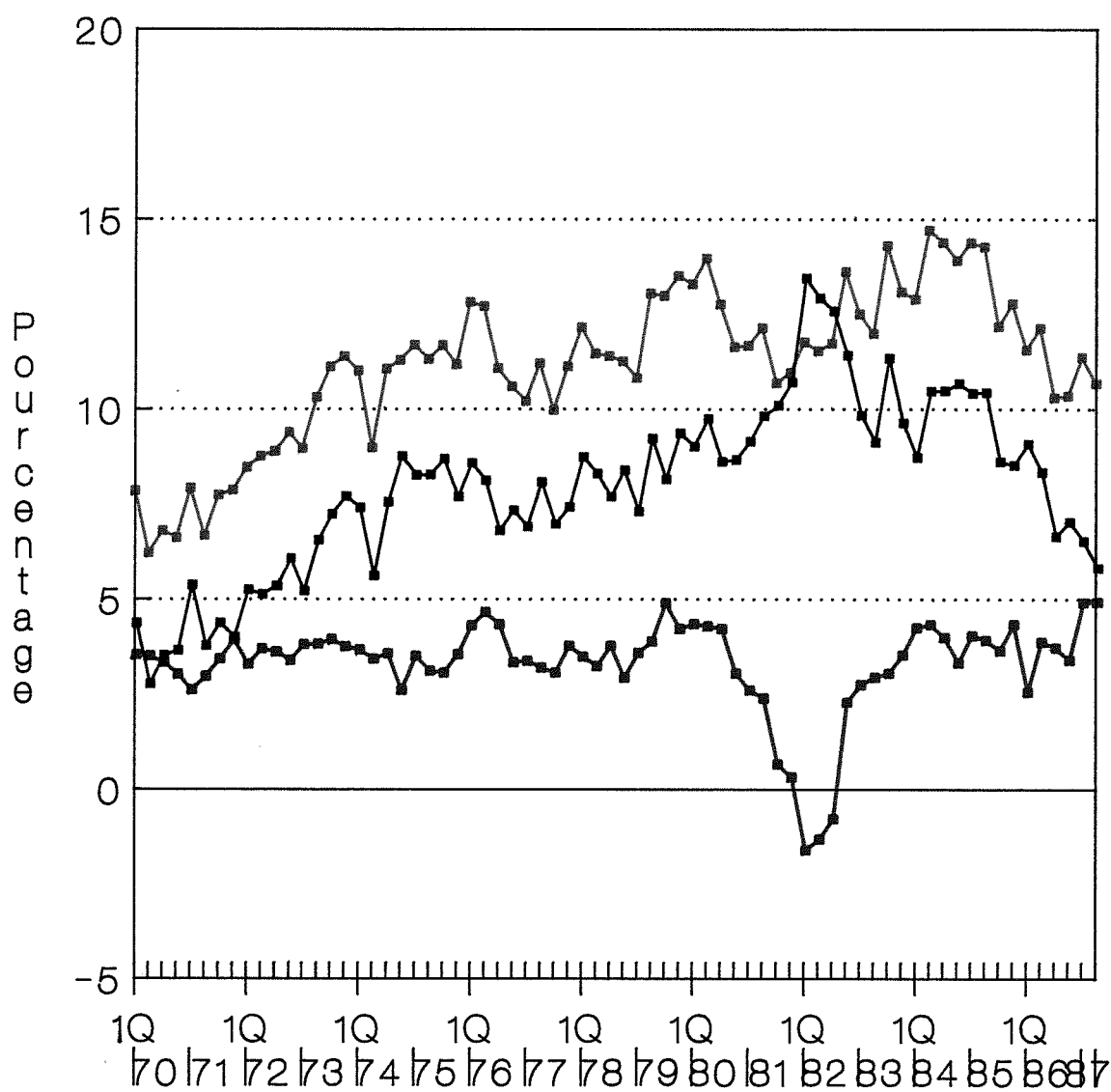
Le graphique 9 indique clairement qu'une inflexion de l'épargne, causée surtout par la désépargne des entreprises durant

---

38. Comparé au taux réel d'obligations à 10 ans, le multiple est 2,25.

39. Ces données sont obtenues sur CANSIM aux rubriques D 20064 et D 20067.

**Graphique 9**  
**Epargne sur PIB**  
**1T1970 - 2T1987**



—■— Menages    —■— Entreprises    —■— Epargne totale

Source: CANSIM

la récession,<sup>40</sup> s'est produite et a ajouté au resserrement du marché du crédit en 1981. Toutefois, fin 1982, les entreprises ayant récupéré, nous nous retrouvions avec une certaine fluidité qui se maintiendra à un niveau relativement élevé jusqu'en 1985. On s'aperçoit donc aussitôt de l'incongruence entre cette épargne élevée, une demande de crédit tendancielle stable<sup>41</sup> et un taux d'intérêt à long terme passant de 3,59 % (4T82) à 9,93 % (3Q84). Il n'y a donc qu'une conclusion possible: la Banque du Canada, par son action aux enchères hebdomadaires des bons du trésor et des obligations,<sup>42</sup> a conservé un taux d'intérêt qui, eu égard aux conditions du crédit intérieur, était artificiellement élevé. Ceci dans le but de ralentir la remontée du dollar américain qui passait de \$1,23 (4T82) à \$1,31 (3T84), une dépréciation de 6,5% du dollar canadien.<sup>43</sup> Ce n'est donc pas le gouvernement qui, en accumulant des déficits, a évincé le secteur privé, c'est plutôt la politique monétaire restrictive<sup>44</sup> qui a ralenti inutilement

---

40. Rousseau, H.-P., 1983.

41. voir graphique 10.

42. Cette politique est reflétée au graphique 1 qui démontre le refus de la banque centrale de conserver son portefeuille de dette fédérale.

43. Le dollar allait continuer sa chute jusqu'au 1er trimestre de 1986 alors qu'il atteignait \$1,41.

44. Un des aspects de cette politique monétaire restrictive est retracé par l'étude des encours de dette fédérale détenue par la banque centrale. Le graphique 1 démontre

l'investissement et qui a fait que la reprise économique entamée en 1983 ait autant dépendu de la consommation.

D'autre part, le graphique 10 indique que le marché des crédits se resserre maintenant quelque peu, suite à une baisse de l'épargne et à une hausse tendancielle de la demande de crédits. L'habileté traditionnelle des canadiens à attirer des fonds de l'étranger a permis aux débiteurs de financer une partie de leurs opérations. Mais veut-t-on vraiment continuer dans cette veine?

\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 10 \*\*\*\*\*

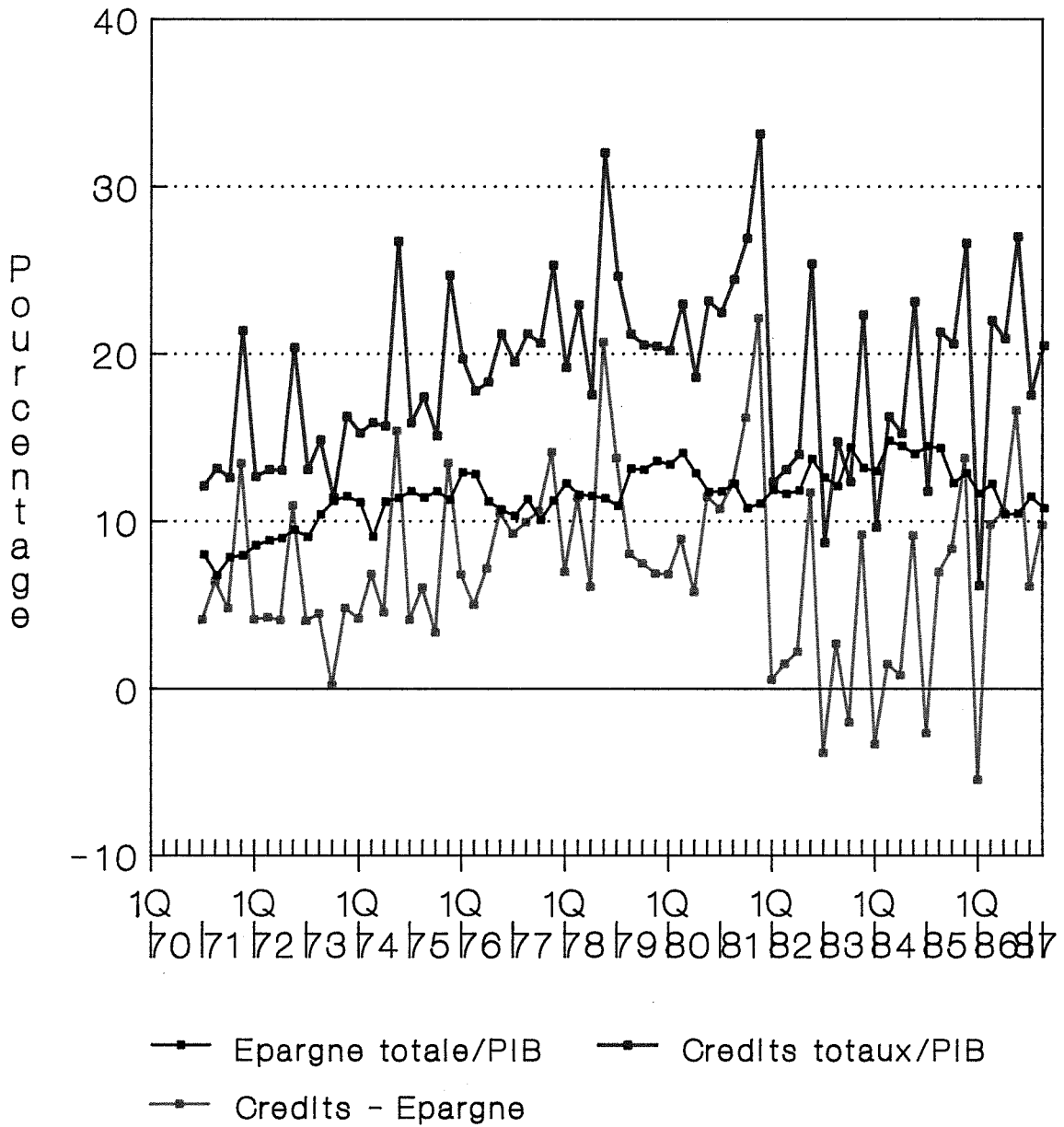
C. Le financement à l'étranger: une alternative à la monétisation et au financement intérieur

Les craintes des inflationnophobes et des gouvernementophobes, dans la mesure où elles peuvent être valides durant certaines périodes, peuvent aussi être soulagées rapidement par l'introduction, dans le cadre d'analyse, du secteur extérieur. D'autres craintes viendront toutefois se substituer aux leurs.

---

clairement la baisse dramatique du taux de détention de dette gouvernementale de la Banque du Canada. Cette manoeuvre a sans aucun doute servi à diminuer le prix des obligations et à faire augmenter le taux d'intérêt.

**Graphique 10**  
**Epargne et credits totaux sur PIB**  
**1T1971 - 2T1987**



Source: CANSIM

L'achat de dette publique par la banque centrale n'est ni plus ni moins qu'une augmentation exogène de la base monétaire. Du même coup, lorsque le gouvernement vend ses obligations à l'étranger, il dispose de liquidités additionnelles sans avoir affecté le marché de l'épargne domestique directement. Cette liquidité additionnelle renchérit une politique monétaire expansionniste et/ou supporte une politique budgétaire plus expansionniste que l'économie fermée ne peut se permettre à un taux d'intérêt donné. L'analogie aux bienfaits du crédit à la consommation s'applique très bien au crédit international. Certains diront trop bien puisque, au niveau gouvernemental comme au niveau du consommateur, le débiteur échange une partie de sa consommation future pour consommer plus qu'il a à sa disposition immédiatement et dans le cas de l'endettement à l'étranger, plus que l'économie nationale ne peut lui fournir immédiatement.

L'emprunt à l'étranger est donc, comme la monétisation de la dette publique, un moyen pratique pour les gouvernements de "vivre au-dessus de leurs moyens" sans pour autant évincer le secteur privé du marché des crédits. A ce stade-ci, nous devons inclure tous les niveaux de gouvernement dans l'étude car, s'ils n'ont pas la capacité d'imprimer de la monnaie, les gouvernements provinciaux et locaux ont démontré clairement qu'ils n'hésitaient pas à courtiser les bailleurs de fonds internationaux. Les sociétés canadiennes ont aussi coutume d'emprunter à l'étranger si elles prévoient ne pouvoir écouler toute leur dette sur le marché

canadien. En effet, "en 1986, une proportion très importante du financement (de l'économie canadienne) a été accordé par les non-résidents, qui ont accru de façon notable leurs achats de titres et leurs investissements directs".<sup>45</sup> Pas surprenant étant donné l'augmentation tendancielle de la demande de crédits au-dessus de son niveau médian en 1986.

Une économie ouverte en pénurie de crédits peut attirer des bailleurs de fonds étrangers en leur offrant un taux d'intérêt réel supérieur à la moyenne et un taux de change stable ou, encore mieux, risquant d'apprécier. Seul un surplus d'épargne permettra à une économie de diminuer l'encours de ses dettes détenues à l'étranger; lui permettant subséquemment de séparer sa politique monétaire des entrées de capitaux. Or, au Canada, même si l'épargne intérieure permettait de combler tous les besoins de crédit immédiats, l'exode potentiel des capitaux étrangers accumulés au pays, autant par le secteur privé que par le secteur public, force la banque centrale à ne pas modifier drastiquement sa politique monétaire. A ceux qui craignent l'effet des sorties de capitaux sur la devise canadienne, nous assignons le titre de cambiophobe.

Suite à l'analyse de l'accumulation de dettes à court terme et à long terme envers l'étranger, l'analyse des effets de la

---

<sup>45</sup>. Houde, A., 1987, p.16.

cambiophobie sur l'économie démontrera que la meilleure façon de ne pas attraper la cambiophobie est l'abstinence ... de l'endettement étranger, bien sûr!

### C.1 Accumulation de dettes envers l'étranger

#### 1.1 Entrée de capitaux à court terme

Dans la mesure où les actions et les obligations achetées par des étrangers peuvent être liquidées sur un marché secondaire à un coût transactionnel peu élevé, ces entrées de capitaux sont potentiellement à court terme, c'est-à-dire qu'aussitôt qu'un autre marché national offrira une perspective de gain supérieure à celle du Canada, les portefeuilles seront liquidés et leur fruit réassigné à un autre marché. A cette règle comme à toute règle, il y a des exceptions. Par exemple, certains fonds mutuels multinationaux et canadiens garantissent à leurs clients un portefeuille entièrement ou en partie canadien. Donc, à moins qu'ils ne doivent rapatrier des fonds pour pallier à l'encaissement d'unités par leurs contributeurs, les fonds mutuels conserveront leurs portefeuilles ou, tout au moins, leur présence canadienne sur une perspective plus longue.

La règle demeurant, il convient d'inclure à la rubrique des entrées de capitaux à court terme, tous les flux spéculatifs de capitaux. Ces flux spéculatifs comprennent tous les engagements

de canadiens envers les non-canadiens figurant au compte capital sauf les investissements directs.<sup>46</sup>

Par ailleurs, le calcul du rendement total du capital international doit inclure, outre le taux d'intérêt réel, l'appréciation ou la dépréciation anticipée de la devise dans laquelle la dette est libellée. L'investisseur peut aussi éliminer, lors de l'achat de l'instrument financier, le risque dû aux mouvements imprévus du taux de change en fixant son taux de change à l'aide de contrats à terme ou d'options. L'intégration de cette notion à notre analyse se fait en ajoutant au taux d'intérêt réel le report sur la devise canadienne (en taux annuel).<sup>47</sup>

Deux facteurs expliquent notre choix du taux d'intérêt à 91 jours comme variable d'analyse de la relation flux de capitaux spéculatifs/rendement. D'abord, les investisseurs achetant des instruments financiers à long terme ont une perspective à court terme qui leur est offerte par les marchés secondaires. Ensuite, ils observent la théologie dominante au gouvernement par l'entremise du taux d'intérêt le plus facilement utilisable à des fins de changement de politique -le taux à 91 jours.

---

46. CANSIM (D71054 - D71055).

47. Cansim B14034.

Tel qu'on peut l'observer au graphique 11, l'entrée de capitaux en proportion du PIB sur le marché des obligations suit d'assez près l'évolution tendancielle du taux d'intérêt réel, exception faite, peut-être de la période se terminant en 1973.<sup>48</sup> Ce résultat concrétise la théologie dominante de la Banque du Canada. Pour chaque augmentation du taux d'intérêt réel à 91 jours et du taux d'appréciation de la devise canadienne, les investisseurs étrangers, attirés par le support offert au dollar canadien, ont canalisé plus de fonds vers le Canada.

\*\*\*\*\* GRAPHIQUE 11 \*\*\*\*\*

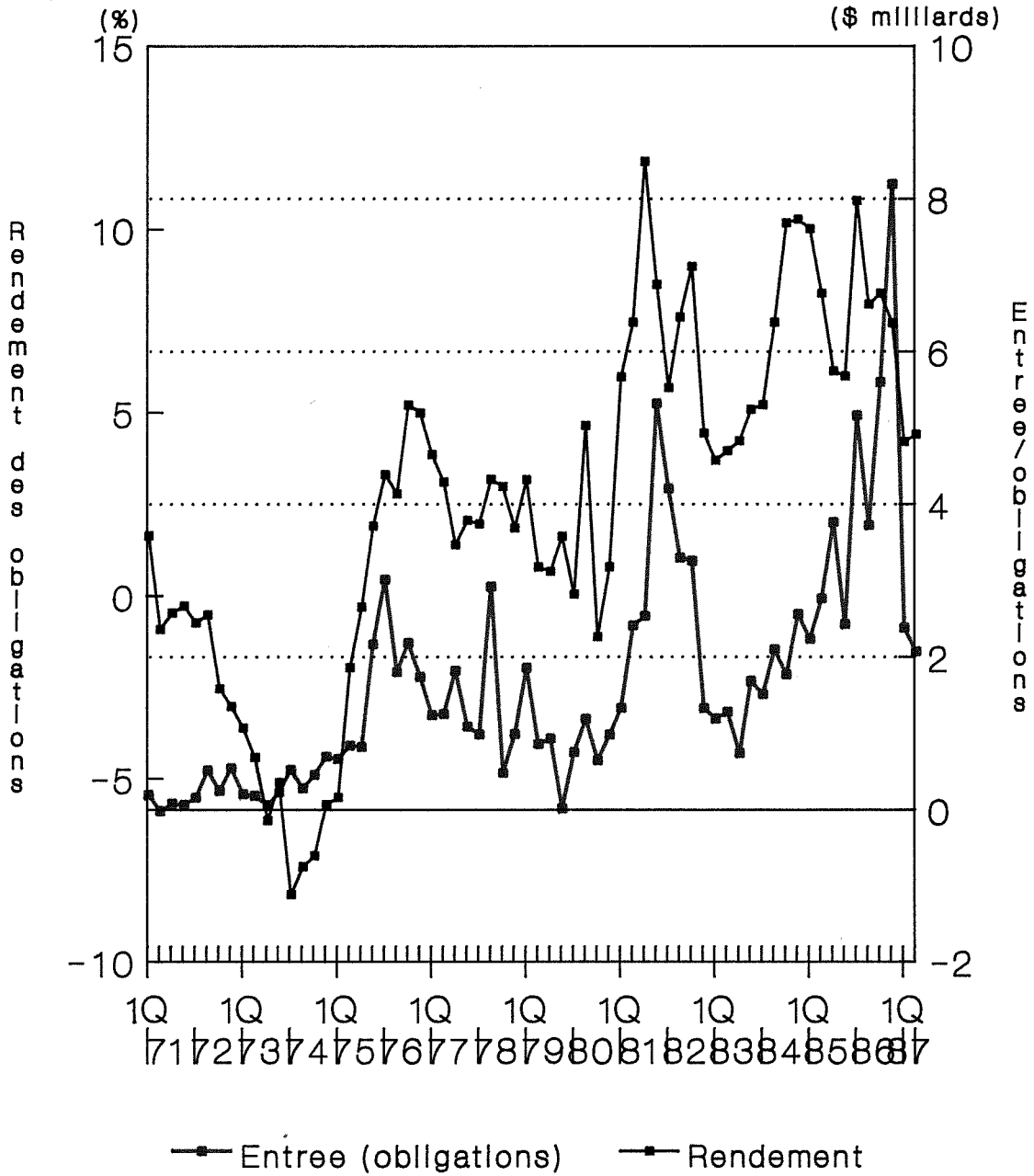
Des trois maximums tendanciels des achats nets d'obligations par des étrangers, celui de 1981 est le plus directement lié au mouvement du taux d'intérêt réel vers un maximum tendanciel. La poussée des emprunts à l'étranger de 1975 trouvait sa source chez les provinces et les sociétés qui comptaient pour 73% et 17% respectivement des émissions nettes aux non-résidents. A cette époque, le fédéral n'émettait que 1% du total.<sup>49</sup> A noter qu'à la fin de 1975, les emprunts provinciaux atteignaient, en proportion du PIB, un sommet inégalé jusqu'à maintenant.

48. On peut s'attendre à ce que la flambée inflationniste de cette période ait eu un impact fort négatif sur le taux de rendement des substituts internationaux aux obligations canadiennes.

49. Calculs effectués à partir de données recueillies dans Revue de la Banque du Canada, tableau J3, p. S138.

# Graphique 11

## Entree de capitaux (obligations) et rendement des obligations canadiennes



Source: CANSIM

En 1981, le second sommet était de 15%, 51% et 31% d'emprunts fédéraux, provinciaux et corporatifs respectivement. Les chiffres équivalents pour le dernier sommet étaient de 29%, 41% et 30%. Les émissions à l'étranger deviennent donc de plus en plus importantes pour le gouvernement fédéral. Peut-être cela explique-t-il en partie la plus grande attention qu'on accorde au taux de rendement obtenu par les étrangers et à ses deux composantes: les taux de change et d'intérêt réel. Si on considère, au surplus, que les achats totaux maximums d'obligations par les étrangers étaient de 4,76% du PIB (1976), 4,34% du PIB (1981), 4,72% du PIB (1986), on comprend vite l'importance de ce marché qui, s'il est secondaire au marché intérieur, sert de valve d'échappement (ou de coussin) indispensable autant pour les gouvernements fédéraux et provinciaux que pour les entreprises.

Des taux d'intérêt surélevés attirent et conservent donc des flux de capitaux au Canada. Ce sont ces flux qui, en grande partie, génèrent le virus cambiophobe. Voyons maintenant quelle est la contribution du gouvernement fédéral à ce malheureux état de fait.

### 1.1.a L'endettement étranger du gouvernement fédéral

Traditionnellement, on sous-estime l'impact de l'endettement du gouvernement fédéral envers l'étranger en soulignant que moins de 10% de la dette totale est financée à l'étranger. Or, même si la proportion s'est maintenue sous les 5% de 1970 à 1978, celle-ci passait à plus de 10% au dernier trimestre de 1978 et atteignait même 16% au début de 1987.<sup>50</sup> Si on fait abstraction de la dette détenue par le gouvernement, c'est-à-dire, si on calcule la proportion de la dette détenue par des non-résidents sur l'encours de la dette détenue par le public, la proportion augmente à plus de 19%.<sup>51</sup>

\*\*\*\*\* GRAPHIQUES 12 ET 13 \*\*\*\*\*

Les graphiques 10 et 12 démontrent comment les resserrements sur le marché des crédits de 1976 à 1978 et de 1985 à 1987<sup>52</sup> se sont répercutés sur l'emprunt à l'étranger du gouvernement canadien.<sup>53</sup> De même, la disponibilité de crédits domestiques de 1982 à 1985 a permis au gouvernement de diminuer la proportion de

---

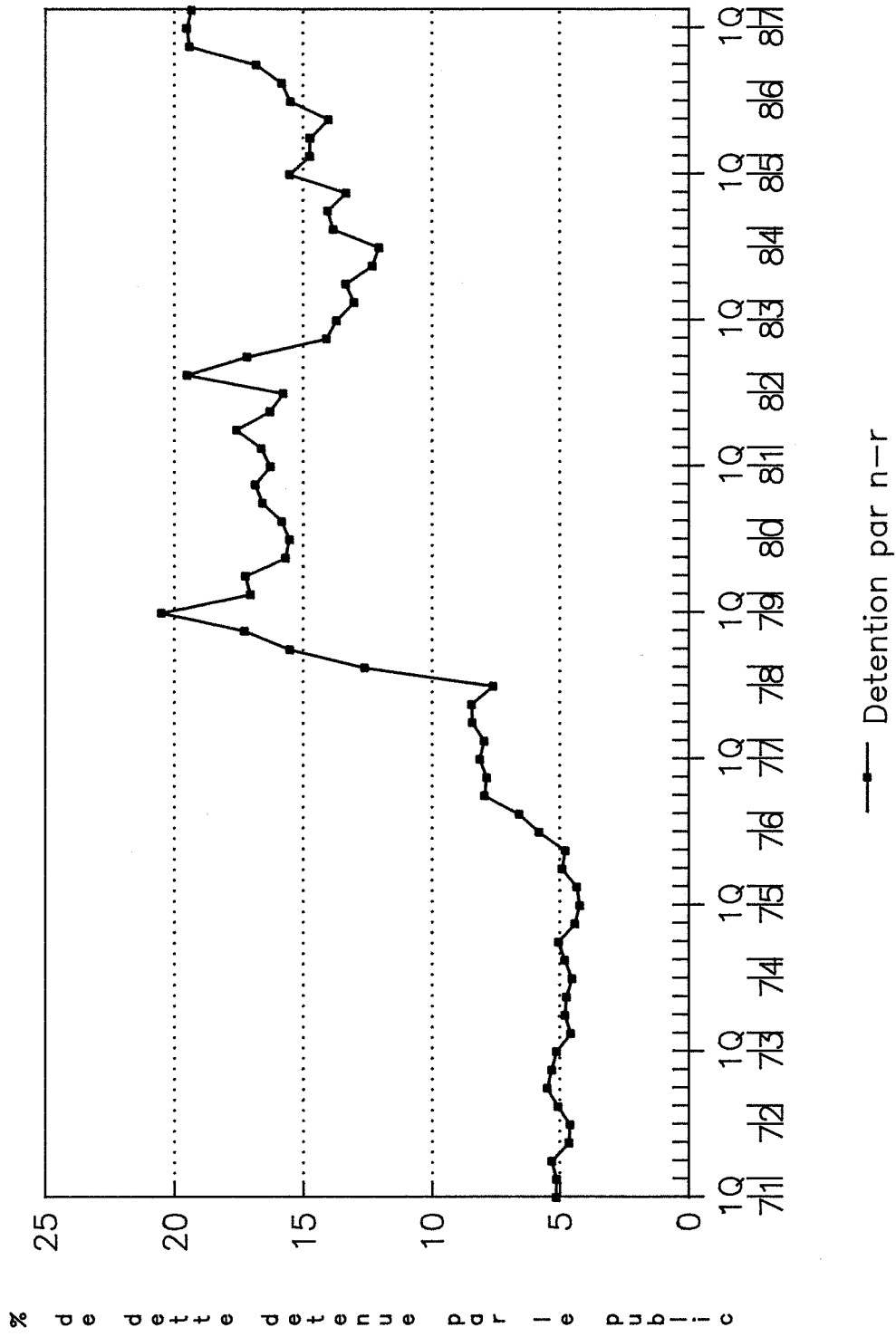
50. Cansim B2513/B2501.

51. Cansim B2513/B2514.

52. Voir graphique 10.

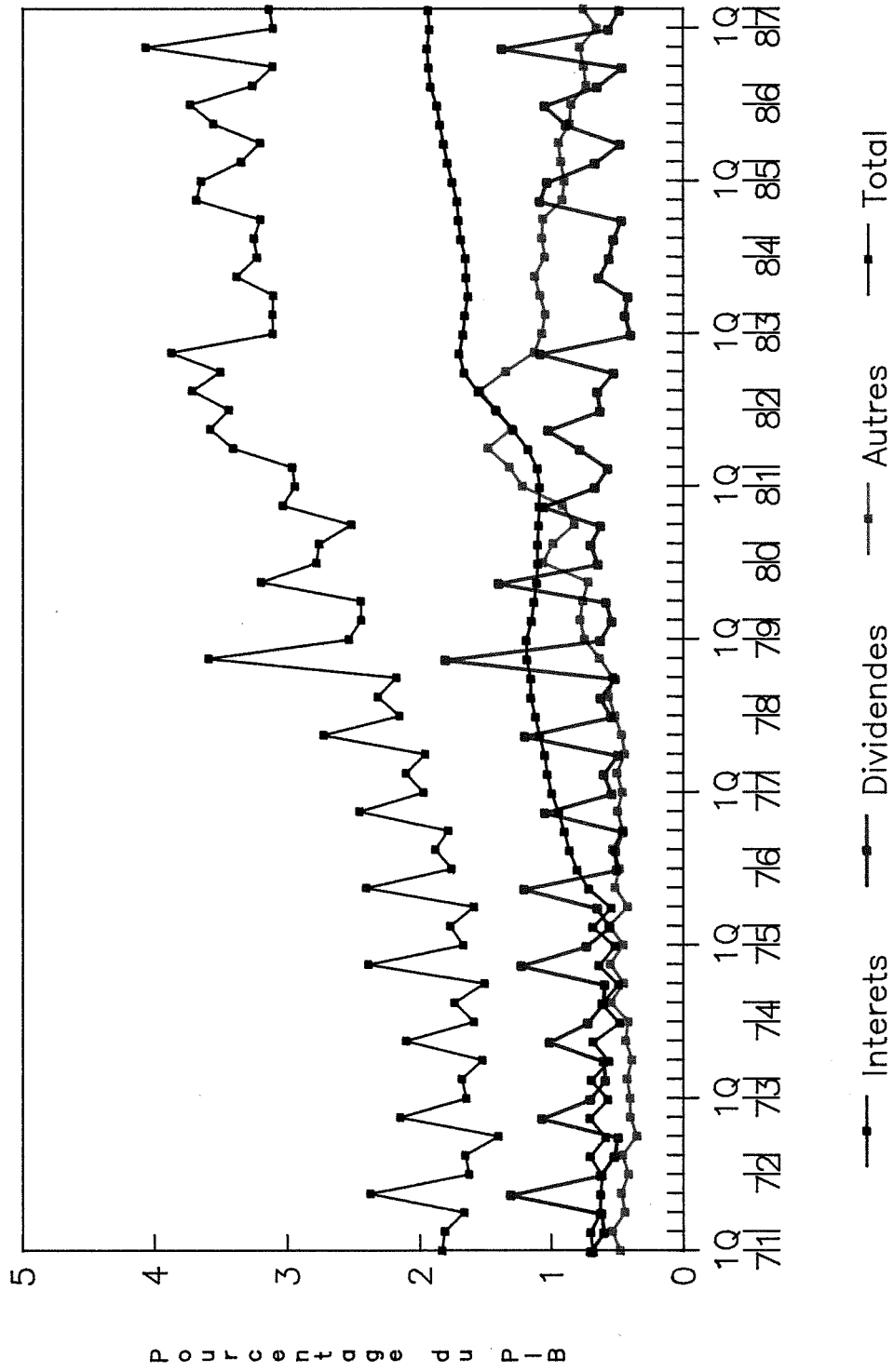
53. Voir graphique 12.

Graphique 12  
Non-residents sur detention publique



Source: Cansim

Graphique 13  
 Paiements aux non-residents



Source: Cansim

son financement à l'étranger. En contribuant à l'accroissement de la dette envers l'étranger, le gouvernement entraîne tout le pays dans le cercle vicieux cambiophobique; c'est-à-dire, plus son financement dépend de l'étranger, plus il doit maintenir les taux d'intérêt et le taux de change élevés et plus il doit s'endetter pour financer sa dette. Un autre effet pervers de cet endettement croissant envers l'étranger se manifeste au compte courant de la balance des paiements où les paiements d'intérêt à l'étranger dominant maintenant très clairement la rubrique des revenus de placement. En proportion du PIB, l'intérêt payé aux étrangers a triplé depuis 1975 et presque doublé depuis 1981. Au deuxième trimestre de 1987, on siphonnait de l'économie canadienne plus de \$14 milliards (sur une base annuelle) en paiements d'intérêt à l'étranger.

A eux seuls, les paiements en intérêt surpassent le surplus de la balance commerciale; avec l'impact que l'on sait sur le taux de change. C'est une des raisons principales pour lesquelles la banque centrale doit redoubler d'ardeur pour maintenir la valeur de la devise canadienne avec des taux d'intérêt exorbitants. L'effet de cette politique sur l'économie domestique est identique à celui d'une politique monétaire restrictive.

## C.2 Conséquences de la cambiophobie

Nous clarifierons maintenant l'impact de la politique monétaire restrictive issue de la cambiophobie sur différents groupes d'agents via son influence sur le taux de change.

Même en affirmant que la banque centrale à elle seule ne peut dicter, en système de taux de change flexible, le prix de la devise qui la préoccupe, on ne peut faire, de là, le pas de géant nous permettant d'ignorer son influence. Elle n'est toutefois pas seule sur ce marché qui regroupe aussi les agents impliqués dans le commerce international, l'investissement direct et les spéculateurs.

### 2.1 Exportateurs

Pour les exportateurs, le taux de change est d'une importance primordiale car, habituellement, la concurrence sur les marchés internationaux est beaucoup plus féroce que sur les marchés intérieurs. Puisque les marges de profit sont inversement proportionnelles au degré de concurrence, l'exportateur d'expérience protégera sa marge de profit - en fixant le taux de change auquel il sera payé - lors de la soumission de son prix. Rares sont les exportateurs qui s'amuseront à jouer sur le marché des changes et encore plus rares sont ceux qui peuvent l'influencer.

La balance commerciale a déjà commencer à souffrir de l'appréciation du dollar canadien et même ceux possédant des commandes en dollars américains font face à un déclin à moyen terme de leur revenu lorsque calculé en dollars canadiens.

## 2.2 Entrées de capitaux à long terme: investissements directs

Les investisseurs directs utilisent le marché des changes dans le même esprit que les commerçants puisque leurs transactions ne sont ni plus ni moins qu'un achat de biens fixes à l'étranger. A court terme, une devise à la baisse favorise l'investisseur direct étranger puisqu'il profitera d'un meilleur pouvoir d'achat dans l'économie récipiendaire de son investissement et si sa production vise les marchés d'exportation, il profitera à long terme, d'un avantage sur les marchés internationaux.

Les investissements directs comptent traditionnellement pour beaucoup moins que les obligations en ce qui a trait aux flux de capitaux. Néanmoins, le gouvernement actuel s'est donné le mandat d'intensifier la recherche d'investissements directs. Sous l'égide d'Investissement Canada, les investissements directs ont d'abord chuté dramatiquement en 1985 pour ensuite adopter un sentier d'expansion non pas fulgurante mais tout de même importante.

L'investissement direct est sujet aux fluctuations du taux d'intérêt réel. Ce lien provient du fait que l'investisseur étranger aura habituellement recours au crédit local<sup>54</sup> pour ajouter à son investissement initial et, si le coût de ce crédit additionnel est très élevé, ce sera peine perdue pour les conseillers spéciaux d'Investissement Canada! L'investisseur étranger ne se comporte donc pas autrement de l'investisseur résidant dans l'économie nationale.

Par ailleurs, l'ajout du report au taux d'intérêt réel amoindrit l'impact d'une augmentation de ce dernier sur l'investissement. Nous supposons ici que l'investisseur considérera les mouvements de taux de change dans l'évaluation de ses investissements directs et qu'il est plus préoccupé par la valeur de ses actifs canadiens que par l'avantage qui lui est conféré sur les marchés d'exportation par un taux de change moins élevé. Ceci concorde bien avec le fait que les investissements étrangers au Canada ont traditionnellement cherché à satisfaire les besoins canadiens et n'ont pas eu, pour modus operandi, l'exportation.

---

54. Ce crédit peut prendre la forme de prêts bancaires, d'émissions d'actions, d'obligations, de papier commercial, etc.. Puisque le taux préférenciel ne s'applique seulement qu'aux prêts bancaires, nous croyons plus juste d'utiliser le taux des bons du trésor qui représente un substitut plus juste à la dette corporative étrangère.

Cette nécrologie de l'investissement étranger ferait sûrement plaisir aux nationalistes économiques à la Walter Gordon. Elle convertirait peut-être aussi certains militants néo-démocrates à supporter des taux d'intérêt élevés pour des raisons d'indépendance économique...

Par ailleurs, on se rend bien compte que si l'étranger hésite à venir investir pour des raisons fondamentalement économiques, on ne peut s'attendre à ce que les canadiens investissent au pays, sauf par incitation pécunière.<sup>55</sup> Mais plus que cela encore, l'investissement direct étranger amène habituellement une composante technologique. Pensons à l'aluminerie de Bécancour et à sa voisine, l'usine de magnésium de la Norsk Hydro. Les exemples abondent aussi dans la PME, de la biotechnologie à la pisciculture. Dans certains cas, cet apport technologique sera du côté mode de production alors qu'ailleurs c'est le produit qui, intrinsèquement, ajoute une facette de plus à l'économie.

A l'ère de la création d'emplois, l'investissement direct étranger est vivement recherché mais les effets néfastes à long terme sont souvent ignorés. Les intervenants dans ce domaine visent à attirer une installation dans l'optique d'une croissance à long terme et d'un marché continental. Les nationalistes économiques, pour leur part, diront que les filiales seront

---

<sup>55</sup>. Par exemple, le programme national de l'énergie et les actions mini/res accreditives.

fermées lors de réallocations de production et qu'elles ne sont que parasites. Malheureusement pour ceux qui cherchent une solution facile, les exemples abondent dans les deux sens; quoique même les filiales qui se retirent laissent habituellement derrière elles plusieurs années d'emplois qui, n'eut été d'un crédit étranger, serait probablement demeurées inexploitées.

L'investissement direct est le seul flux de capital qui reflète clairement la stratégie de développement d'une société et qui, comme telle, reflète une perspective à plus long terme. Contrairement à l'investissement financier, l'investissement direct ne pliera pas bagages aussitôt qu'on apercevra la première tempête à l'horizon. La confiance de l'investisseur direct n'est acquise que beaucoup plus lentement mais elle est aussi gagnée à beaucoup plus longue échéance.

Dans la mesure où l'investissement direct:

1. ne vise pas seulement à extraire une rente irraisonnable des facteurs utilisés au pays;
2. exploite des ressources physiques et humaines jusqu'à ce jour inexploitées;
3. apporte une technologie nouvelle ou plus efficace au sein de l'industrie où l'investisseur s'insérera;
4. aura plusieurs effets positifs autant en aval qu'en amont;
5. déplacera à un coût équivalent une production jusqu'à ce jour importée;

6. ne s'emparera pas d'un secteur d'importance militaire stratégique;
7. ne s'emparera pas d'un secteur d'activité d'une importance telle que sa progression jouera un rôle prépondérant dans la détermination de variables économiques importantes pour l'économie domestique;

on considérera que l'investissement étranger contribue positivement à l'économie nationale. On devrait donc, puisqu'il faut attirer des capitaux pour combler le déficit chronique du compte courant, chercher à attirer la proportion la plus grande possible des entrées de capitaux à titre d'investissements directs. Ceci diminuerait la proportion des entrées de capitaux faisant partie de la catégorie spéculative et qui ne sont attirés au Canada que par une plus grande récompense pour l'oisiveté des fonds.

Donc, dans la mesure où l'investissement étranger apportera un bénéfice net à l'économie canadienne au sens d'Investissement Canada<sup>56</sup> et puisqu'il est habituellement beaucoup plus difficile à liquider que les actifs financiers, l'investissement direct étranger devrait être encouragé; surtout lorsqu'un apport technologique en résulte. Mais une politique monétaire restrictive ne supporte pas l'investissement direct étranger; à

---

<sup>56</sup>. Investissement Canada, Rapport annuel, 1986-87.

moins qu'une augmentation du taux d'intérêt ne fasse apprécier la devise de façon à contrebalancer son impact négatif du côté financement et du côté exportation, ce qui est peu probable.

### 2.3 Sortie de capitaux

Au lendemain des exploits des Campeau, Reichmann et al. on ne peut passer sous silence l'internationalisation du capitalisme canadien. A ce sujet, les chiffres qu'on entend portent facilement à confusion car la majeure partie des fonds requis pour les grandes transactions est obtenue sur le marché où l'acquisition/l'investissement a lieu.<sup>57</sup>

Certains nationalistes suggèrent quand même qu'on pourrait adopter une politique contrôlant l'exportation de capitaux de sorte à rediriger les fonds vers les secteurs de l'économie canadienne nécessitant du financement. Une telle politique est vouée à l'échec puisqu'elle redirigerait les fonds d'un secteur - où l'agent national est d'une expertise telle qu'il puisse se permettre d'aller s'établir à l'étranger - vers un autre secteur - où il n'est pas évident que l'investissement rapportera un rendement suffisant pour qu'il soit justifié.

---

57. Un des exemples les plus frappants est sans doute l'offre faite par M. Campeau se chiffrant à plus de \$6,5 milliards (US) pour l'achat de la chaîne Federated Stores de Cincinnati aux mois de février et mars 1988.

Pour ce qui est des investissements d'une plus petite ampleur, s'il est vrai que plusieurs sont financés au Canada il est aussi vrai qu'ils ont habituellement un effet d'entraînement sur l'exportation canadienne de facteurs de production. L'effet initial sur le compte commercial d'un investissement direct à l'étranger sera donc positif. A cela s'ajoutent les profits rapatriés sous forme de dividendes et de paiements pour services administratifs. Ces phénomènes feront donc en sorte que l'investissement à l'étranger améliorera, à plus long terme, la balance du compte courant qui, comme on le sait, est chroniquement négative au Canada. On devrait donc s'efforcer de supporter ces efforts à l'aide d'un financement favorable, c'est-à-dire des taux d'intérêt raisonnables.

Des taux d'intérêt trop élevés nuisent à l'investissement direct étranger au Canada et à l'investissement direct à l'étranger par des entreprises canadiennes, tous deux anti-biotiques pour la cambiophobie.

#### 2.4 Les spéculateurs

Contrairement aux spéculateurs, les commerçants ne forment pas un groupe homogène sujet à une dynamique de groupe à court terme. Les spéculateurs, eux, ont une influence sur le taux de change qui est tout à fait disproportionnée lorsque comparée à

leur importance du côté réel de l'économie. Chez les spéculateurs, nous incluons ceux qui parient sur les monnaies et ceux pour qui les fluctuations du taux de change font partie de l'équation de profitabilité: les investisseurs à court terme. Les spéculateurs se retrouvent sur les grands marchés des changes et, comme l'ont démontré les événements du début de 1986, ils sont sujets à l'esprit de foule.

Une monnaie populaire verra donc sa course évaluatrice catalysée par une euphorie; tout comme sa chute cause un pessimisme que l'effet de levier financier utilisé par les spéculateurs ne servira qu'à amplifier.

Sauf pour le financement de son déficit, le gouvernement semble maintenant avoir une emprise ferme sur ses dépenses. L'absence d'une telle conviction avait entraîné les spéculateurs monétaires à voter contre le dollar canadien en 1985 et 1986. Ceci n'est plus le cas. La confiance régnant sur les marchés monétaires, un taux d'intérêt réel surélevé a causé une appréciation de près de 10% de notre monnaie au cours de la dernière année.

Bien sûr, cette situation est une conséquence de l'adoption, il y a plus de 15 ans d'un système de taux de change flexible. Cela ne veut pas dire pour autant qu'un gouvernement ne peut utiliser les excès du marché à son avantage. Prenons

l'appréciation récente de la devise canadienne par rapport au dollar américain. Puisqu'il n'y a aucune restriction sur l'achat de dollars canadiens et que les performances inflationnistes canadiennes et américaines des quelques dernières années se ressemblent, les quelques points de pourcentage d'écart entre les taux d'intérêt canadiens et américains devrait être comblés par une appréciation équivalente du dollar canadien d'environ 1%. Même en ajoutant quelques points de pourcentages, disons 3%, d'appréciation pour l'amélioration anticipée du compte commercial suite à l'amélioration également anticipée du prix des produits de base, on n'arrive toujours pas à expliquer une appréciation approchant les 10% durant les 12 derniers mois. Il existe donc présentement une surévaluation de la devise canadienne (ou une sous-évaluation de la devise américaine) d'environ 6% du taux de change accumulée au cours de la dernière année. Cette surévaluation devrait normalement permettre à la banque centrale de baisser les taux d'intérêt quitte à ce que la devise perde une partie de sa surévaluation.

Le gouvernement a prouvé, par son action du début de 1986, qu'il pouvait avoir un effet important sur l'esprit de foule dominant au sujet de la valeur du dollar. Lorsque les menaces verbales n'ont pas suffi, le ministre des Finances est passé aux actes en se procurant une marge de crédit lui permettant de faire "changer d'avis" aux spéculateurs à la baisse. A sa ligne de crédit et ses discours, la Banque du Canada ajoutait une hausse de

240 points de base au taux d'intérêt réel à 91 jours.<sup>58</sup> Pouvait-on signaler plus clairement à tous et chacun que l'appareil gouvernemental canadien prenait la valeur de sa monnaie au sérieux?

Suite à l'annonce sans équivoque de la politique gouvernementale de support du taux de change en 1986, les marchés monétaires ont vivement réagi. Dion<sup>59</sup> décrit ce qui s'est passé de la façon suivante:

"... les mouvements de capitaux (en 1986) ont été fortement influencés par le chiffre considérable des achats nets d'obligations canadiennes par des non-résidents. Les entrées nettes de capitaux liées au placement de nouvelles émissions à l'étranger et aux transactions sur des obligations canadiennes en circulation ont plus que doublé pour atteindre \$23 milliards. Cette progression (...) s'explique par l'accroissement marqué des écarts moyens entre les taux d'intérêt canadien et étrangers et par la très grande stabilité du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain au cours des trois derniers trimestres de l'année."

Le taux de change apprécia de 2,1% du premier au second trimestre de 1986.

Les événements expliquent le phénomène psycho-économique sur le marché des devises. Il n'explique pas la motivation du gouvernement.

---

58. Taux au 4<sup>e</sup> trimestre 1985: 5,01%  
Taux au 1<sup>er</sup> trimestre 1986: 7,44%

59. Dion, R., 1987, p. 17.

Le Canada doit une bonne partie de sa prospérité relative à la synergie de deux facteurs internationaux: une balance commerciale positive et un flux positif d'investissements productifs<sup>60</sup> pour développer ses ressources et son industrie. Or, ni l'un ni l'autre de ces facteurs ne profitent d'une surévaluation de la devise. Pour des raisons évidentes, un taux de change surélevé nuit à la balance commerciale.<sup>61</sup> Du côté investissement, plus la monnaie est dispendieuse, plus l'achat de biens d'investissement productifs est onéreux. Donc, ni l'une ni l'autre de ces préoccupations ne devraient pousser le gouvernement à vouloir soutenir le taux de change. Puisque l'économie ne peut fournir le motif gouvernemental, on doit s'en remettre au politique.

L'obsession gouvernementale relève du "machoïsme monétaire" poussée au n-ième degré par le processus politique démocratique. Qu'on soit d'accord ou non, la remontée du dollar américain sous Ronald Reagan fut l'un des indicateurs les plus suivis et les plus cités lorsqu'on parlait de la renaissance américaine des années

---

60. Par opposition aux investissements financiers non-productifs.

61. L'association canadienne des exportateurs s'est déjà empressée de signaler au ministre des Finances qu'un dollar à \$0.80 US causerait beaucoup de dommage à ses membres.

1980. Rien de très américain à cela, souvenons-nous seulement des déboires écopés par le gouvernement Trudeau lorsque le dollar a commencé sa grande glissade au milieu des années 1970. Quelle affirmation plus facile pour Reagan (et pour un gouvernement conservateur qui sera bientôt gouvernement sortant) que de référer les électeurs au taux de change en leur disant quelque chose à l'effet "que la communauté internationale des investisseurs supporte l'action gouvernementale au cours de son premier mandat et lui démontre sa confiance sur le marché des devises."

Aux États-Unis, la surévaluation n'a montré ses effets les plus pervers que quelques années après que la lune de miel avec les investisseurs internationaux n'ait été finie. La section suivante élucide les dangers qui guettent le Canada si la politique de support du taux de change par une politique monétaire restrictive est maintenue.

## E. Conclusion

Nous pouvons parler de monétisation de la dette fédérale lorsque la détention directe et indirecte d'obligations par le gouvernement fédéral en proportion de la dette totale augmente au cours des années. Nous avons vu que ceci n'était pas le cas depuis 1975 et qu'une telle observation n'englobe pas tout le concept de monétisation au sens inflationniste du mot.

Nous pourrions aussi parler de monétisation si une augmentation de la dette fédérale entraînait une augmentation de la masse monétaire compte tenu de l'inflation et de la croissance réelle du PIB. Une telle augmentation serait due à une augmentation de l'offre de dette publique incitant la banque centrale à en acheter un certain montant de sorte à maintenir le prix des obligations et des Bons du Trésor et, du même coup, stabiliser les taux d'intérêt. Si tel était le cas de 1961 à 1975, nous avons vu que la Banque a fait marche arrière de 1975 à 1987. Toutefois, depuis la mi-1982, son approche s'est de beaucoup modérée et les événements d'octobre 1987 en tête, il se peut qu'on retrouve sous peu un expansionnisme monétaire. D'autre part, le discours de la Banque du Canada et de M. Crow, son gouverneur, s'inscrit clairement dans la tradition des

inflationnophobes les plus notables. M. Crow a récemment annoncé qu'un taux d'inflation nul serait idéal.<sup>62</sup>

L'étude du marché du crédit depuis 1970 nous a permis de conclure que malgré les emprunts massifs du gouvernement depuis la récession de 1981, les emprunts totaux et la disponibilité de crédits se sont maintenus à un niveau moyen depuis ce temps. Paradoxalement, la structure des taux d'intérêt n'a pas reflété la situation de l'offre et de la demande réelle sur ce marché. Nous en concluons que la Banque du Canada a fait déroger le taux d'intérêt de son rôle de prix sur le marché des crédits pour le transformer en protecteur du taux de change.

Même si la Banque du Canada a ouvertement déclaré à maintes reprises qu'elle surveillait le taux de change et le taux d'intérêt dans la mise en application de sa politique monétaire,<sup>63</sup> nos observations devraient amener les gouvernementophobes à modérer leurs invectives; surtout celles se basant sur la progression des taux d'intérêt. Si éviction il y a eu, nous

---

62. Comité permanent des Finances et des affaires économiques de la Chambre des Communes sur les Finances, témoin: J. Crow, 21.01.88.

63. Les cibles de croissance de la masse monétaire ont été abandonnées au lendemain de la dernière crise.  
<Thiessen, G., 1987>

concluons qu'elle a été causée par la politique monétaire et non la politique budgétaire.

L'effet principal de la politique monétaire restrictive appliquée depuis quelques années s'est transformée, depuis quelques temps en une surévaluation du dollar canadien. D'aucuns diront qu'une monnaie forte est un bon signe pour l'économie canadienne. Si l'appréciation d'une monnaie sur la base de flux financiers est un signe optimiste à court terme, elle est habituellement de mauvaise augure à moyen et à long terme. Notons l'exemple récent du dollar américain.

Pour l'économie canadienne, qui dépend d'une balance commerciale positive pour pallier à un déficit chronique aux autres chapitres du compte courant, l'appréciation de la monnaie ne peut être de bonne augure. Un compte courant qui s'écroulerait sous la pression de la devise rendrait l'économie canadienne encore plus dépendante des entrées de capitaux qu'elle ne l'est déjà. N'ayant pas su trouver un moyen pour acheminer ses entrées de capitaux vers des instruments autres que spéculatifs et par définition, très liquides; il s'ensuit que le gouvernement se place dans une position où il devra, de façon continuelle, offrir un rendement supérieur aux spéculateurs pour qu'ils financent notre déficit au compte courant. Une composante importante de ce taux de rendement étant les variations de la

valeur de la devise, le gouvernement croit être dans une position où il doit, pour son bien, supporter sa devise.

De plus, avec l'augmentation de la demande de crédits en 1986, mais de façon beaucoup plus marquée en 1981 et en 1978, l'économie canadienne semble avoir dépasser le seuil de l'investissement total au-delà duquel l'entrée de capitaux semble être essentielle - ou du moins son effet se reflète sur la balance canadienne des paiements.

La tendance continuera-t-elle dans les années à venir? A prime abord, il semble que oui. La Banque du Canada semble convaincue qu'on doit combattre à tout prix l'inflation.<sup>64</sup> Par ailleurs, une bonne partie de cette inflation que nous combattons à coup de taux d'intérêt réels surélevés a été causée par l'augmentation des taxes de vente fédérales et provinciales.<sup>65</sup> Le cas échéant, l'économie canadienne sera donc affligée de taux d'intérêt réels très élevés inutilement.

Ce faisant, il perd son instrument monétaire le plus important - le taux d'intérêt - aux mains des spéculateurs

---

64. voir Comité permanent des Finances et des affaires économiques de la Chambre des Communes, témoin: J. Crow, 21.01.88.

65. v. Atkinson, S., séminaire Occasions d'affaires au Canada, mars 1987.

monétaires et il cause d'énormes pressions sur la structure des frais financiers des producteurs canadiens. Tout cela pour attirer des fonds spéculatifs et pour combattre une inflation "impôt-sée".

Bibliographie

- Allen, S.D. & M.D. Smith, "Government Borrowing and Monetary Accomodation", JME, nov. 1983, 12(4):605-16.
- Atkinson, P.E., et al., "Budget Financing and Monetary Targets with Special Reference to the 7 MAJOR OECD Countries", Greek Economic Review, déc. 1981, 3(3):245-78.
- Banque du Canada, "L'évolution récente du marché du crédit", oct., 1986, 5 pp.
- Banque du Canada, "Note relative à la modification des tableaux des comptes nationaux et de la balance des paiements", Revue de la Banque du Canada, août, 1986, pp. 9-11.
- Banque du Canada, "Quelques aspects de l'évolution récente des agrégats monétaires", Banque du Canada, février, 1987, 16 pp.
- Banque du Canada, Résumé des titres et emprunts émis ou garantis par le gouvernement du Canada, 1er janvier, 1987, 156 pp.
- Banque du Canada, Revue de la Banque du Canada, août, 1987, 167 pp.
- Barro, R., "Are Government Bonds Net Wealth?", JPE, 1974, 82:1095-1118.
- Barro, R., "Unanticipated Money, Output and Unemployment in the United States", JPE, 86:549-80, 1978.
- Barro, R., "On the Determination of the Public Debt", JPE, 1979, 87:940-71.
- Barro, R., "Inflationary Finance Under Discretion and Rules", CJE, fév. 1983, pp. 1-16.
- Berckmans, A. et al., "Debt Management in a Small Open Economy: a theoretical and empirical study for Belgium", Jburnal of Policy Modelling, 6(1):45-67, 1984.
- Bird, R., Federal Finance in Comparative Perspective, Canadian Tax Foundation, 1986, 250 p.
- Blanchard, O., "Current and Anticipated Deficits, Interest Rates and Economic Activity", European Economic Review, juin 1984, pp. 7-27.
- Blanchard, O., "Debt, Deficits and Finite Horizons", JPE, 1985, 93:223-48.

- Boadway, R. & S. Clark, "The Composition of the Government Budget, the Accumulation of Capital, and Long-Run Welfare", MacDonald Commission, 1985.
- Boothe, P. et B.G. Reid, "The market value and maturing structure of Government of Canada debt, 1967-83", *Revue canadienne d'économique*, XIX:3, août 1986, pp. 443-67.
- Boothe, P., et al., *International Asset Substitutability: Theory and Evidence for Canada*, Banque du Canada, février, 1985, 151 pp.
- Bradley, M., "Federal Deficits and the Conduct of Monetary Policy", *Journal of Macroeconomics*, 6(4):411-31, 1984.
- Britton A.J.C., "Public Sector Borrowing", *National Institute of Economic Review*, fév. 1983, 103:50-55.
- Bruce, N. & D. Purvis, "Fiscal Discipline and Rules for Controlling the Deficit: some unpleasant keynesian arithmetic", dans D. Conklin & T. Courchesne (éd.), *Deficits: How Big and How Bad?*, Ontario Economic Council, 1983.
- ibid., "Consequences of Government Deficits", MacDonald Commission, sept. 1985.
- Buchanan, J. et R. Wagner, *Democracy in Deficit*, Academic Press, NYC, 1977.
- Buiter, W.H., "Measurement of the Public Sector Deficit and its Implications for Public Policy Evaluation and Design", *Staff Papers*, IMF, 1983, 30:306-49.
- Business Council on National Issues, *The Federal Budget Deficit: Some Options for Expenditure Reduction*, 1985, 75 p.
- Capra, J.R., "Federal Deficits and Private Credit Demands: Economic Impact Analysis", *FRBNY Quarterly Review*, Summer 1983, 8(2):29-44.
- Caramazza, F. et al., "International capital mobility and asset substitutability: some theory and evidence on recent structural changes", Banque du Canada, *Rapport technique No. 44*, oct., 1986, 73 pp.
- Carmichael, E.A., *Reorienting the Canadian Economy: Policy Review and Outlook*, C.D. Howe Institute, 1985, 90 p.
- Carmichael, J., "The National Debt Controversy", *Kyklos*, 1982, 35(4):710-12 et 713-18.

- Carmichael, M., Tackling the federal deficit, 1984.
- Carter, R. et H.-P. Rousseau, "L'influence de la dette sur le coût des obligations à long terme: le cas de quatre provinces canadiennes", Document No. 298, Conseil économique du Canada, mars 1986, 50 pp.
- Cebula, R.J., "An Empirical Analysis of the Crowding Out Effect of Fiscal Policy in the US and Canada", *Kyklos*, 1978, 31(3):424-36 et 1985, 38(3):435-7.
- Chouraqi, J.-C., "Les déficits publics dans les pays de l'OCDE: causes, conséquences et remèdes", Article préparé pour la conférence sur les déficits publics (OCDE), Madrid, 30.01.85 - 03.02.85, 39 pp.
- Chouraqi, J.-C., "Les déficits publics dans les pays de l'OCDE", *Assenwirtschaft*, mai 1985, pp.15-52.
- Chouraqi, J.-C., et al., "Public Debt in a Medium Term Context and its Implications for Fiscal Policy", OECD, 1986, 67 p.
- Chouraqi, J.-C., "Les déficits du secteur public: problèmes et implications en matière de politique économique", *Revue de l'OCDE: études spéciales*, juin 1983, pp. 14-50.
- Clinton, K. et D. Longworth, "The Economic Significance of Aspects of International Payments", Banque du Canada: rapport technique no. 31, sept., 1982, 25 pp.
- Comité permanent des Finances et des affaires économiques, "Procès-verbaux et témoignages; témoin: J. Crow", Chambre des Communes, 21.01.88, 36 pp.
- Comité permanent des Finances et des affaires économiques, "Procès-verbaux et témoignages; témoins: M. McCracken (Informetrica), P. Phillips (U. du Manitoba) et D. Cameron (U. d'Ottawa)", 04.02.88, 50 pp.
- Cook, P., "Just another day older and deeper in debt", *Globe and Mail*, 27.11.87, p. B2.
- Cook, P., "Precarious balancing act can assure growth", *Globe and Mail*, 11.12.87, p. B5.
- Cook, P., "After the Fall", *Report on Business Magazine*, janv. 1988, pp. 21-25.
- Cook, P., "US Dollar: Terrorized by trade, endangered by debt", *Globe and Mail*, 15.01.88, p. B2.

- Cook, P., "The Chance of getting inflation to zero is zero", Globe and Mail, 02.03.88, p. B2.
- Coulombe, S., "Une analyse de la politique fiscale du gouvernement fédéral par l'examen des soldes budgétaires", L'Actualité économique, 60(2):240-53, juin 1984.
- Coulombe, S., "Dettes publiques, endettement envers l'étranger et l'effet d'éviction dans une économie ouverte: le cas canadien", Université d'Ottawa: cahier de recherche 8612, nov. 1986, 26 pp.
- ibid. idem., dans Économie et Sociétés, No. 9, 1987, pp.169-87.
- Cox, W.M., "Government Revenue from Deficit Finance", CJE, 16(2):264-73.
- ibid., "What is the Rule for Financing Public Debt?", FRBD Economic Review, sept. 1984, pp. 15-31.
- Cox, W.M. et J. Haslag, "The market value of Government of Canada debt, monthly, 1937-84", Revue canadienne d'économie, XIX:3, août 1986, pp. 470-97.
- Currie, D. & S. Gaziglow, "Wealth Effects, T-Bill Financing and Stability", Journal of Public Economics, août 1983, 21(3):397-403.
- Davey, P.J., Debt Financing Techniques and Trends, 1982.
- Diamond, P., "National Debt in a Neo-Classical Growth Model", AER, 1965, 55: 1126-50.
- Dion, R., "L'évolution de la balance des paiements en 1986", Banque du Canada, avril, 1986, 19 pp.
- Eisner, R. & P.J. Piper, "A New View of the Federal Debt and Budget Deficits", AER, mars 1984, 74(1):11-29.
- Feldstein, M., "Government Deficits and Aggregate Demand", Journal of Monetary Economics, janv. 1982, pp. 1-20.
- Feldstein, M., "Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and in the Short Run", European Economic Review, 1983, 21:129-51.
- Feldstein, M. & C. Horioka, "Domestic Savings and International Capital Flows", The Economic Journal, 1980, 90: 314-29.
- Fortin, P., "Combattre le chômage keynésien tout autant que le chômage structurel et l'endettement public", Actualité économique, 1984, 60(4):440-51.

- Freedman, C., "Quelques aspects de la titralisation", Allocution prononcée à la première conférence canadienne sur la titralisation, le 18 mai, 1986, 16 pp.
- Freeman, C., "A Note on Interest Payments to Foreigners Under Inflationary Conditions", CJE, 1979, pp. 291-99.
- Grundy, J., "Foreign buying is overrated concern", Globe and Mail, 06.02.88, p. B18.
- Hamburger, M. et B. Zwick, "Deficits, Money and Inflation", JME, 7:141-50, 1980.
- Henderson, D., Innocence and Design: the Influence of Economic Ideas on Policy, Basil Blackwell, 1986, 117 p.
- Hoelscher, G.P., "Federal Borrowing and Short Term Interest Rates", Southern Economic Journal, oct. 1983, 50(2):319-33.
- Hoffman, D.L., et al., "Recent Evidence on the Relationship Between Money Growth and Budget Deficits", Journal of Macro economics, printemps 1983, 5(2):223-31.
- Holcombe, R.G., et al., "The National Debt Controversy", Kyklos, 34(2):186-202, 1981.
- Holcombe, R.G., et al., "The National Debt Controversy: a Reply", Kyklos, 1982, 35(4):713-8.
- Houde, A., "L'évolution des flux de crédit en 1986", Banque du Canada: articles et discours, mai 1987, 17 pp.
- Howitt, P., Monetary Policy in Transition: a Study of the Bank of Canada 1982-85, C.D. Howe Institute, 1986, 140 p.
- Hudson, M., Canada in the New Monetary Order: Borrow? Devalue? Restructure!, Institute for Research on Public Policy, Toronto, 1978.
- Hutchison, M.M. & D.H. Pyle, "The Real Interest Rate Budget Deficit Link: International Evidence, 1973-82", FRBSF Economic Review, Automne 1984, 4:26-35.
- Investissement Canada, Rapport annuel: 1986-87, 65 pp.
- Johnson, D., "Consumption, permanent income, and financial wealth in Canada: empirical evidence on the inter temporal approach to the current account", Revue canadienne d'économique, XIX:2, mai 1986, pp. 189-206.

- Kormendi, R.C., "Government Debt, Government Spending and Private Sector Behaviour", AER, déc. 1983, 73(5):994-1010.
- Koskela, E. & M. Virén, "National Debt Neutrality: Some International Evidence", Kyklos, 1983, 36(4):575-88.
- Kotlikoff, L.J., "Economic Impact of Deficit Financing", IMF Staff Papers, 31(3):549-82.
- Lalonde, M., Le déficit fédéral mis en perspective, Min. des Finances du Canada, 1983.
- Lipton, D. & J. Sachs, "Accumulation and Growth in a Two-Country Model: a Simulation Approach", NBER, Working Paper No. 572, Oct., 1980.
- Liviatan, N., "Neutrality of Government Bonds Reconsidered", Journal of Public Economics, nov. 1982, 19(2):261-70.
- Masson, P.R., "Les effets à long terme de différentes règles de financement du gouvernement", L'Actualité économique, 59(2):266-82, 1983.
- Masson, Paul R., "La non-neutralité du mode de financement du gouvernement", Banque du Canada: rapport technique no. 36, juin 1983, 29 pp.
- Meyer, L.H., The Economic Consequences of Government Deficits, 1983.
- Milne & Torous, "Long Term Interest Rates and the Price Level: the Canadian Evidence on the Gibson Paradox", CJE, mai 1984, 17(2):327-39.
- Modigliani, F., "Government Deficits, Inflation, and Future Generations", dans Conklin, D. & T. Courchesne, Government Deficits: How Big and How Bad?, Ontario Economic Council, pp. 55-71.
- Motley, B., "Real Interest Rates, Money and Government Deficits", FRBSF Economic Review, été 1983, pp. 31-45.
- Moyer, R.C. & D.G. Simonson, "Federal Financing Pressure: the Incidence of Crowding-Out", Review of Business and Economic Research, hiver 1983, 18(2):25-39.
- Obstfeld, M., "Capital Mobility and the World Economy: Theory and Evidence", Journal of Monetary Economics (Supplement).
- Olive, D. et al., "Outlook '88", Report on Business Magazine, janvier 1988, pp. 29-40.

- OCDE, Financement du déficit budgétaire et contrôle monétaire, 1982.
- OCDE, La gestion de la dette publique: objectifs et techniques, 1982.
- Perrson, T., "Deficits and Intergenerational Welfare in Open Economies", miméo.
- Perrson, T. & L. Svennson, "International Borrowing and Time Consistent Fiscal Policy", Scandinavian Journal of Economics, 1985.
- Pickering, G. et S. Heard, "L'enquête sur le marché des changes au Canada", Banque du Canada, nov., 1986, 22 pp.
- Plosser, C.I., "Government Financing Decisions and Asset Returns", JME, 1981, 9(3):325-52.
- Poulin, J., "Les emprunts des canadiens augmentent à un rythme record", La Presse, 06.10.86, p. A13.
- Presse canadienne, "Les canadiens ont emprunté une somme record l'an dernier", Le Devoir, 12.03.87, p. 9.
- Presse canadienne, "Les contribuables devront payer de plus en plus de taxes", Le Devoir, 16.03.87, p. 3.
- Purvis, D., "Public Sector Deficits, International Capital Movements and the Domestic Economy: the Medium Term is the Message", CJE, 18(4):723-42.
- Purvis, D. & C. Smith, "Fiscal Policy in Canada: 1962-84", MacDonal Commission.
- Rasche, R.H., "Financing the Public Debt", Policies Studies Journal, 9:60-67, 1980.
- Reisen, H., L'allégement de la dette extérieure: le rôle des principales variables de prix dans l'ajustement, Centre de développement, OCDE, 1986, 65 p.
- Rousseau, H.-P., "The Dome Syndrome: The Debt Overhanging Canadian Government and Business", Canadian Public Policy, mars 1983, 9(1):37-52.
- Sargent, J., Fiscal and Monetary Policy, Commission MacDonal, 1986, 339 p.
- Saul, J.R., "The secret life of the branch plant executive", Report on Business Magazine, janvier 1988, pp.81-86.

Statistique Canada, Comptes des flux financiers.

Statistique Canada, Le système statistique de gestion des finances publiques, 1984, 177 p.

Tetlow, R., "L'évolution du financement et de la capitalisation des entreprises non-financières au Canada", Banque du Canada, déc., 1986, 23 pp.

Thiessen, G.G., "La politique monétaire dans une économie ouverte: les leçons à tirer de l'expérience canadienne", Allocution prononcée devant la International Federation of Associations of Business Economists, le 27 mai, 1987, 15 pp.

Tobin, James, "The Fiscal Revolution: Disturbing Prospects", Challenge, Jan.-Feb. 1985, pp. 12-16.

US Department of Commerce, Survey of Current Business, tableau 7.7, plusieurs livraisons.

Van de Walle, M., "Le Québec a battu son record d'emprunt", Le Devoir, 30.01.87, p. 13.

Waddell, C., "Interest rate level key to pre-election spending or deficit cut", Globe and Mail, 17.02.88, p. A3.

Waddell, C., "Something to Crow about", Report on Business Magazine, mars 1988, pp. 19-20.

Wheatley, A., "Fed chief sees slower US economic growth", Globe and Mail, 24.02.88, p. B18.

Wilson, M., Vers le Renouveau économique, novembre 1984.

Wilson, M., Réduire le déficit et maîtriser la dette nationale, Ministère des Finances, 1985.

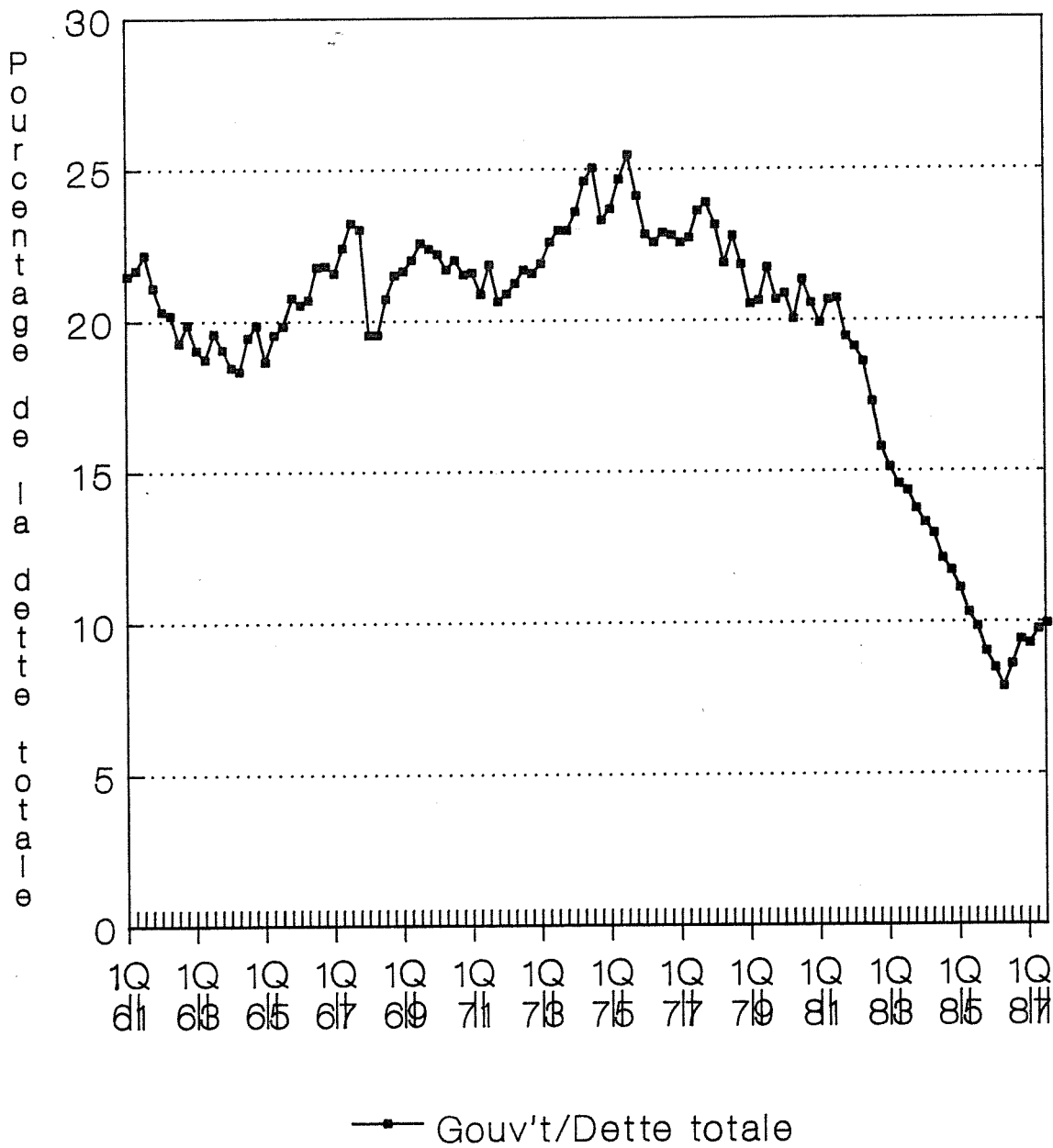
Wilson, M., Budget (et documents accompagnateurs), 1985, 1986, 1987, 1988.

BLEAU 1: La dette fédérale et le PIB

B 2502		D 20011								
Dette		PIB		Dette/PIB		Deficit annuel		Dette/PIB		
\$ 000 000		\$ 000 000		%		\$ 000 000		\$ 000 000		
1T60	15832	39608	39.97			1T74	29064	143400	20.27	32.0
	15777	38980	40.47				29106	149876	19.42	162.4
	15646	39556	39.56				29007	155340	18.67	440.4
	15993	39648	40.34				32004	159828	20.02	3289.6
1T61	16010	39472	40.56	177.6		1T75	33143	162536	20.39	4079.2
	15995	40496	39.50	218.0			33149	167684	19.77	4043.2
	16149	41384	39.02	502.4			33649	174972	19.23	4641.6
	16698	42192	39.58	704.4			36240	180968	20.03	4236.8
1T62	16966	43480	39.02	956.0		1T76	37547	188508	19.92	4404.0
	16784	43800	38.32	789.6			38083	197988	19.23	4934.0
	16645	44768	37.18	496.0			38654	200432	19.29	5004.8
	17512	45584	38.42	814.0			40665	204768	19.86	4424.4
1T63	17955	46132	38.92	989.6		1T77	42200	210640	20.03	4653.2
	18028	46932	38.41	1243.2			42432	215328	20.17	5349.6
	18014	47808	37.68	1368.8			44472	219716	20.24	5818.6
	18635	49840	37.39	1123.2			48064	225832	21.28	7399.2
1T64	18788	50780	37.00	833.2		1T78	50560	230888	21.90	8360.4
	18599	51648	36.01	571.6			54474	237852	22.90	11042.0
	18614	52868	35.21	600.4			57087	244640	23.34	12614.4
	19103	53468	35.73	468.0			61899	253036	24.46	13834.8
1T65	19101	55360	34.50	312.4		1T79	64679	260968	24.78	14118.4
	18855	56680	33.27	256.0			64778	272264	23.79	10303.2
	18724	58036	32.26	109.6			67042	281052	23.85	9955.2
	19119	60016	31.86	16.4			68798	290100	23.72	6899.6
1T66	19186	62340	30.78	84.8		1T80	70213	297164	23.83	6134.4
	18990	64056	29.65	135.2			72827	304444	23.92	8049.6
	18918	65004	29.10	194.8			76158	311936	24.41	9115.6
	19471	66152	29.43	352.0			79888	326020	24.50	11039.6
	19875	67008	29.66	689.6		1T81	81794	342500	23.88	10981.2
	20071	70104	28.63	1080.8			82997	354948	23.38	10169.6
	20177	69544	29.01	1258.4			85469	360832	23.69	9311.2
	20647	70680	29.21	1175.6			91594	365696	25.05	11706.6
1T68	20692	72360	28.60	817.2		1T82	92388	369644	24.99	10594.0
	20622	74540	27.67	558.4			94201	372036	25.32	11294.4
	21017	76332	27.53	849.0			97103	376184	25.81	11634.0
	22021	78440	28.07	1374.4			107704	379904	28.35	16116.0
1T69	22251	80376	27.68	1558.8		1T83	113727	388648	29.26	21338.8
	22015	82008	26.84	1393.2			119376	401260	29.75	25174.4
	21769	83616	26.03	752.0			124880	412472	30.28	27777.2
	22473	86104	26.10	451.6			135037	430488	32.11	27312.8
1T70	22720	87636	25.93	469.2		1T84	139898	431780	32.40	26171.6
	22687	87984	25.79	673.0			145524	445320	32.83	26148.4
	23036	90020	25.59	1262.0			152363	449456	33.90	27482.6
	24120	90824	26.56	1647.2			161956	457860	35.37	26919.6
1T71	24953	92176	27.07	2212.4		1T85	168394	465396	36.14	28495.2
	25160	95920	26.23	2473.2			176281	472920	37.20	30756.8
	25257	99300	25.43	2299.4			183766	483808	37.98	31402.8
	26774	101764	26.31	2698.6			196458	494160	39.76	34502.0
1T72	27306	103524	26.38	2333.6		1T86	199816	499760	39.98	31422.4
	27094	107428	25.22	1984.4			205724	507424	40.54	29442.8
	27166	109304	24.85	1999.6			209472	513328	40.81	25706.4
	28410	114260	24.86	1699.4			217765	519030	41.95	21306.6
1T73	29032	119628	24.27	1717.2		1T87	226103	534700	42.29	26288.8
	28943	124524	23.24	1848.8			231753	548660	42.24	26029.6
	28567	128772	22.18	1468.4						
	28714	130564	21.03	1111.6						

Source: Cansim

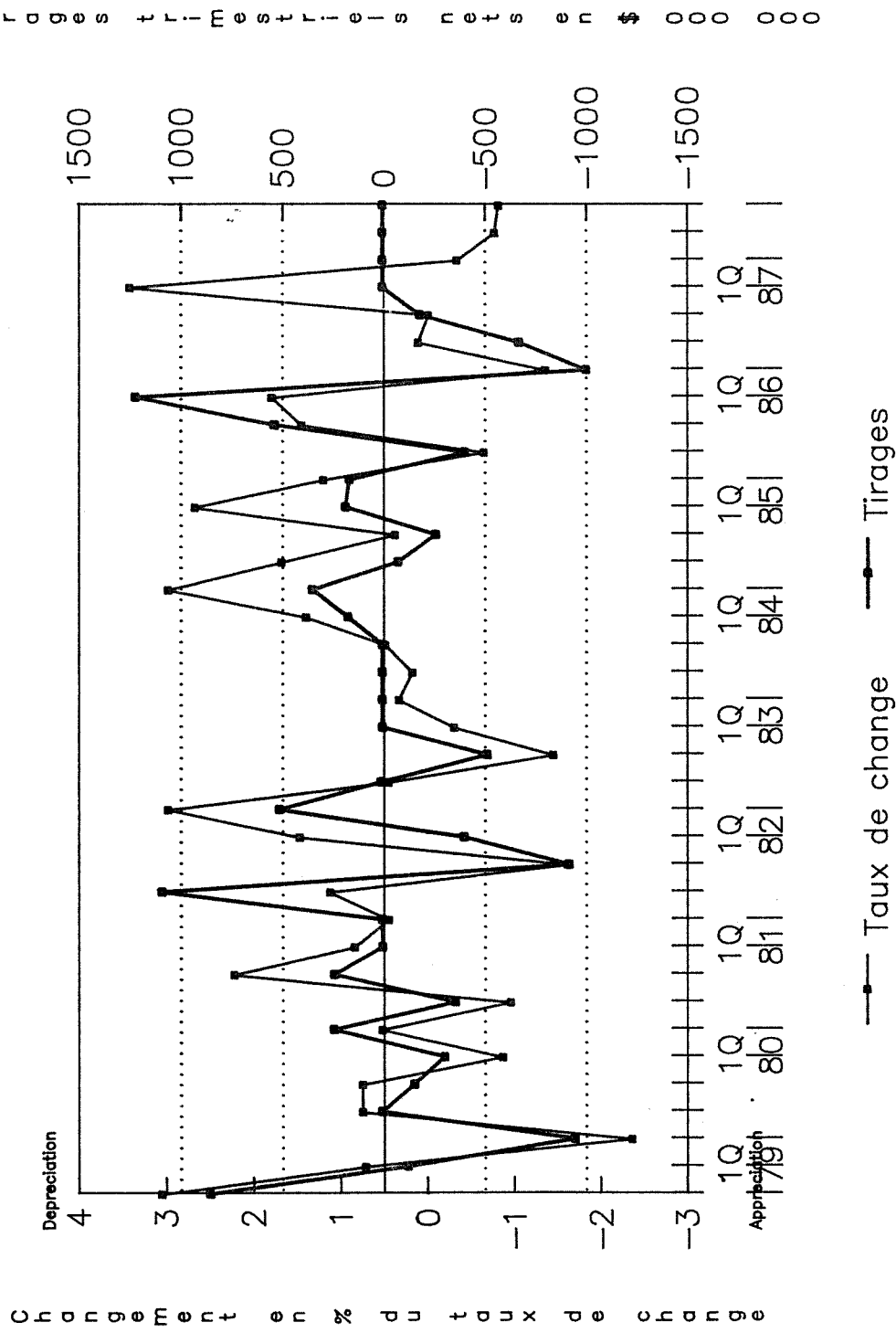
**Graphique 1**  
**Detention de dette par gouv't fed.**  
**1T1961 - 2T1987**



Source: CANSIM

## Graphique 2

Tirages auprès des banques  
et variations du taux de change



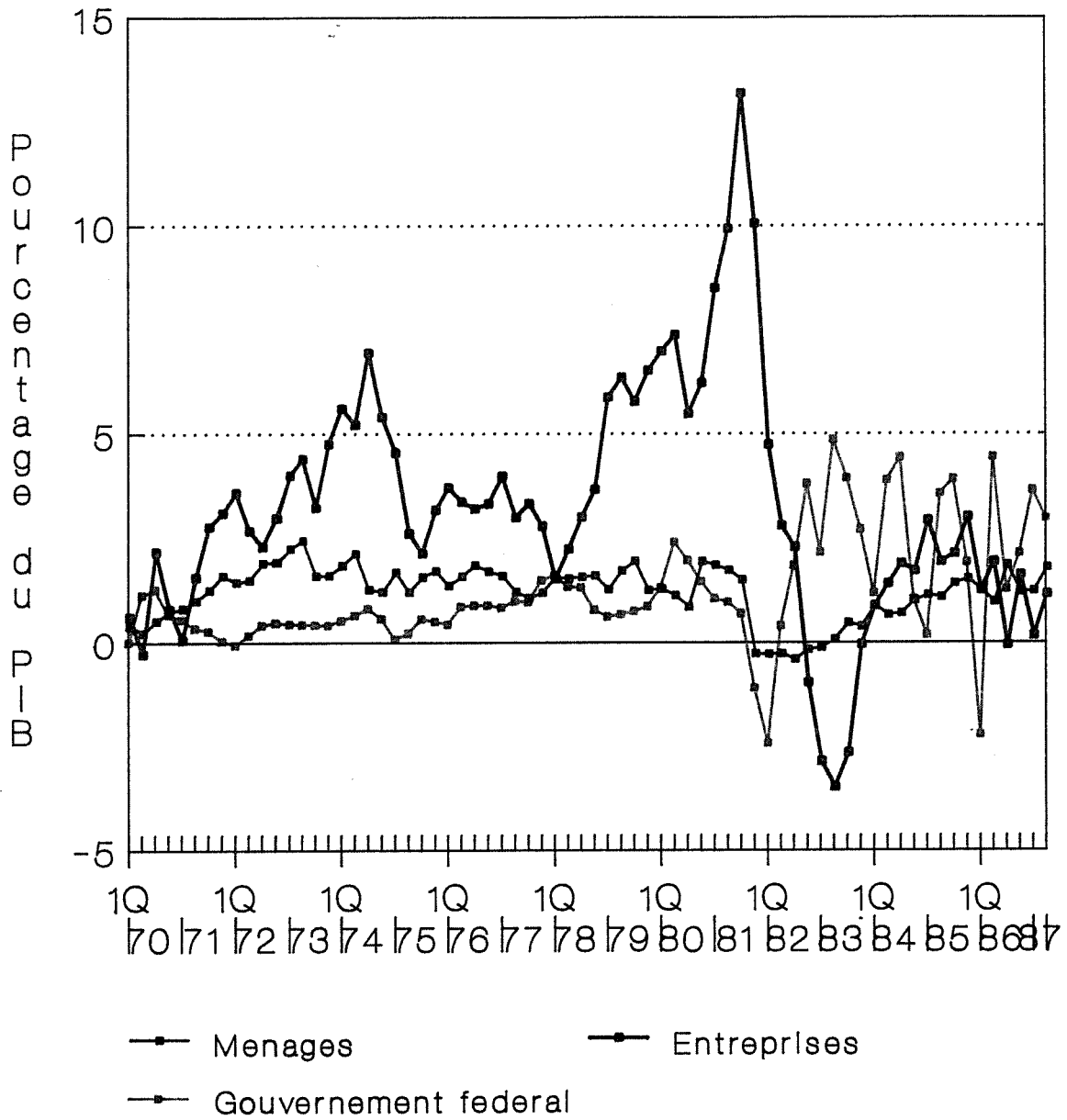
Source: Cansim

Tableau 2

	Constante	MI/PIB-1	Dette/PIB	F	RB <sup>2</sup>	DW	h	$\rho$
(I) 1961.1-75.2	0,0187 (4,08)	0,629 (9,71)	0,0524 (4,06)	1110,96	0,98	1,73	1,24	0
(II) 1975.3-82.2	0,0054 (0,43)	0,9718 (13,6) [0,07]	- 0,0184 (0,56) [0,03]	314,57	0,96	2,04	- 0,12	0
(III) 1982.3-87.4	0,0119 (0,96)	0,8295 (5,37) [0,15]	- 0,0029 (0,37) [0,008]	41,11	0,79	1,36	2,18	0
(III') 1982.3-87.4	0,0158 (1,71)	0,6211 (3,09) [S/O]	- 0,0098 (0,83) [S/O]	12,90	0,80	1,83	S/O	0,43
(IV) 1961-87.4	- 0,0007 (0,64)	0,9914 (125,1) [0,01]	0,0028 (1,116) [0,002]	7893,88	0,99	1,91	0,45	0

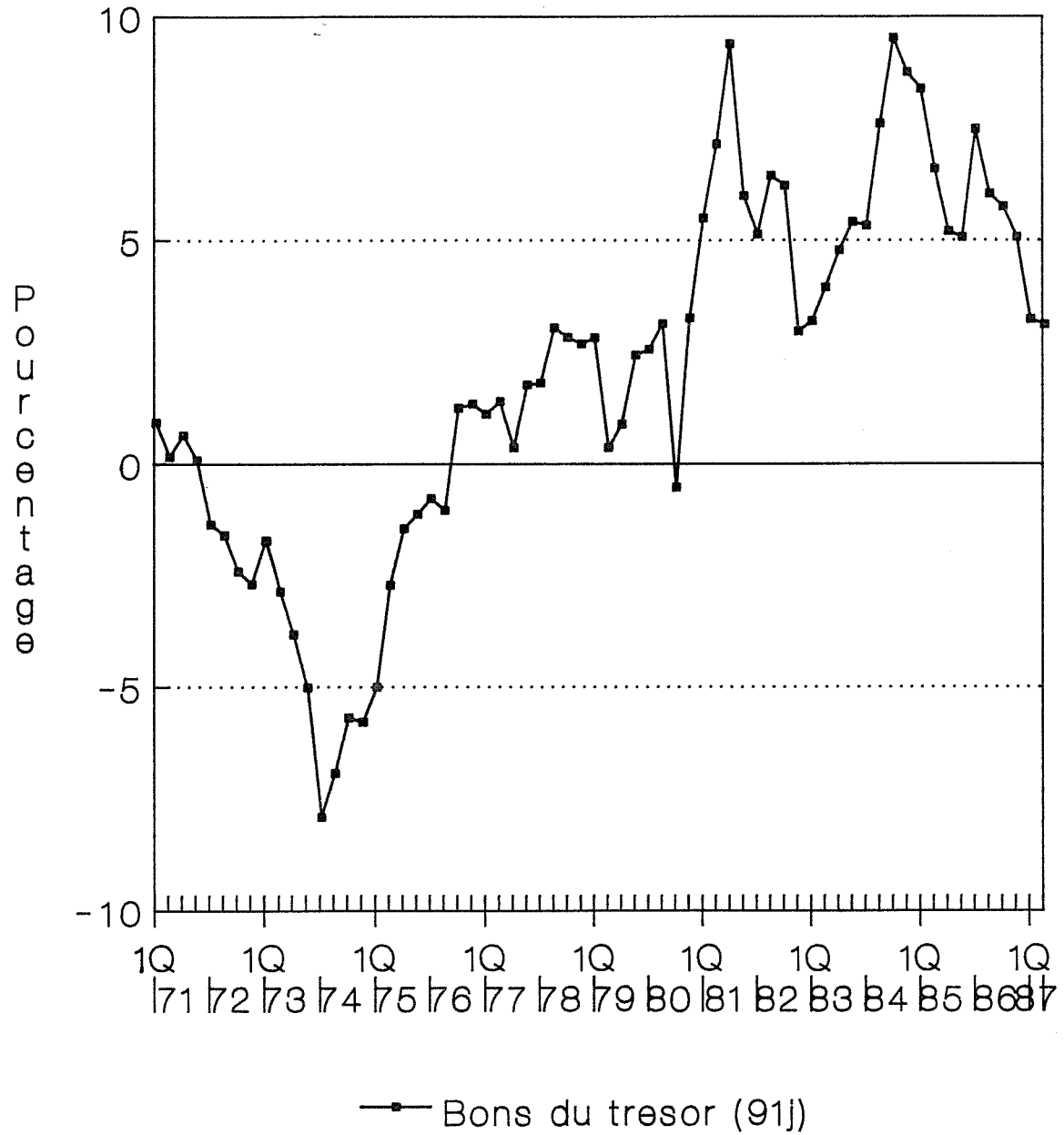
- Notes:
1.  $h = (1 - DW/2)(n/(1-n \cdot var))$  †
  2. ( ) : statistique t de Student
  3. [ ] : écart-type
  4. (III') calculée avec la méthode Hildreth-Lu
  5. S/O : sans objet

**Graphique 3**  
**Emprunts: court terme**  
**1T1970 - 2T1987**



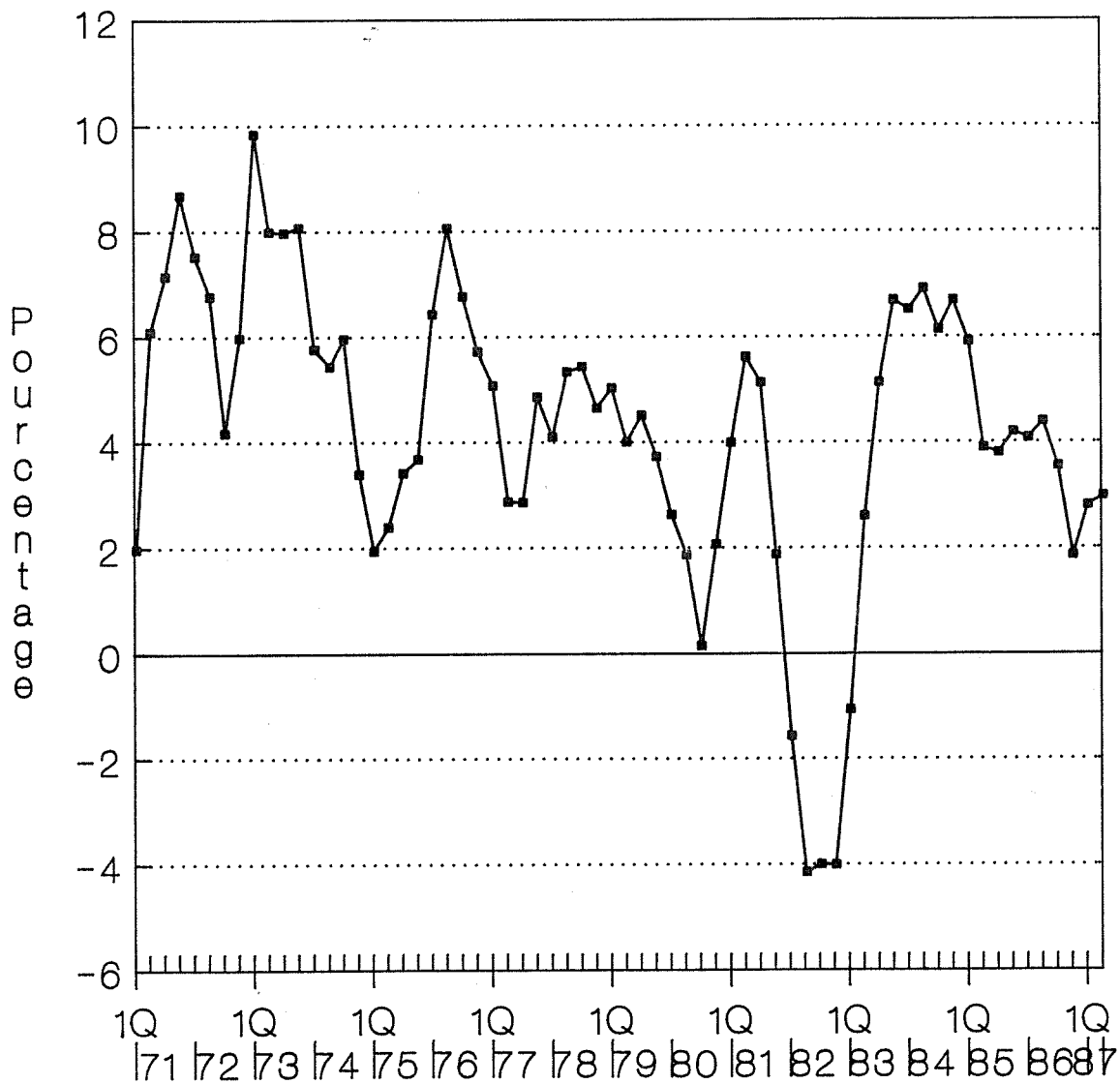
Source: Canslm

**Graphique 4**  
**Taux d'interet reel: court terme**  
**1T1971 - 2T1987**



Source: CANSIM

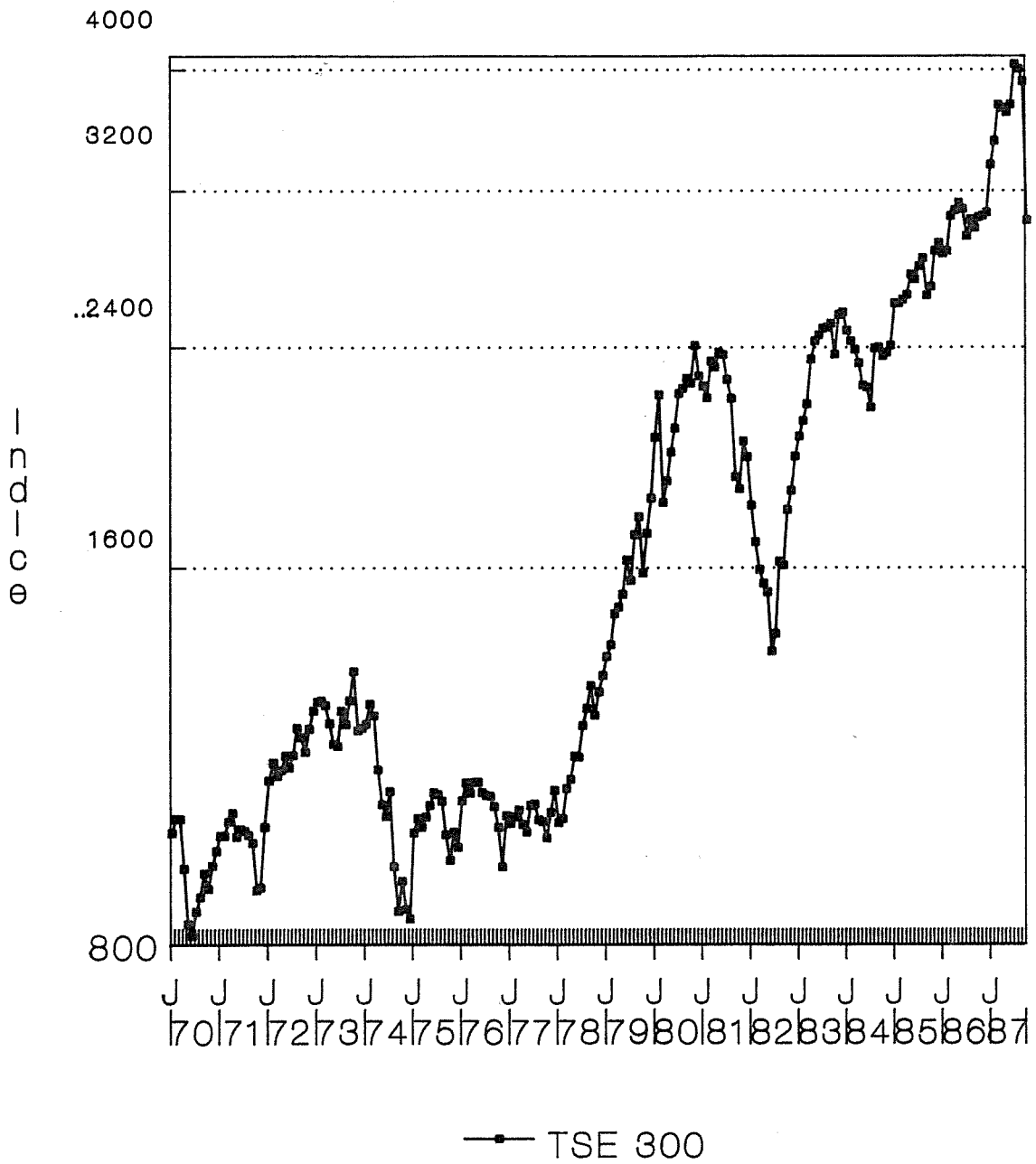
**Graphique 5**  
**Croissance réelle du PIB**  
**1T1971 - 2T1987**



—■— Croiss. réelle PIB

Source: CANSIM

**Graphique 6**  
**Indice compose de Toronto: 300 titres**  
**janvier 1970 - octobre 1987**

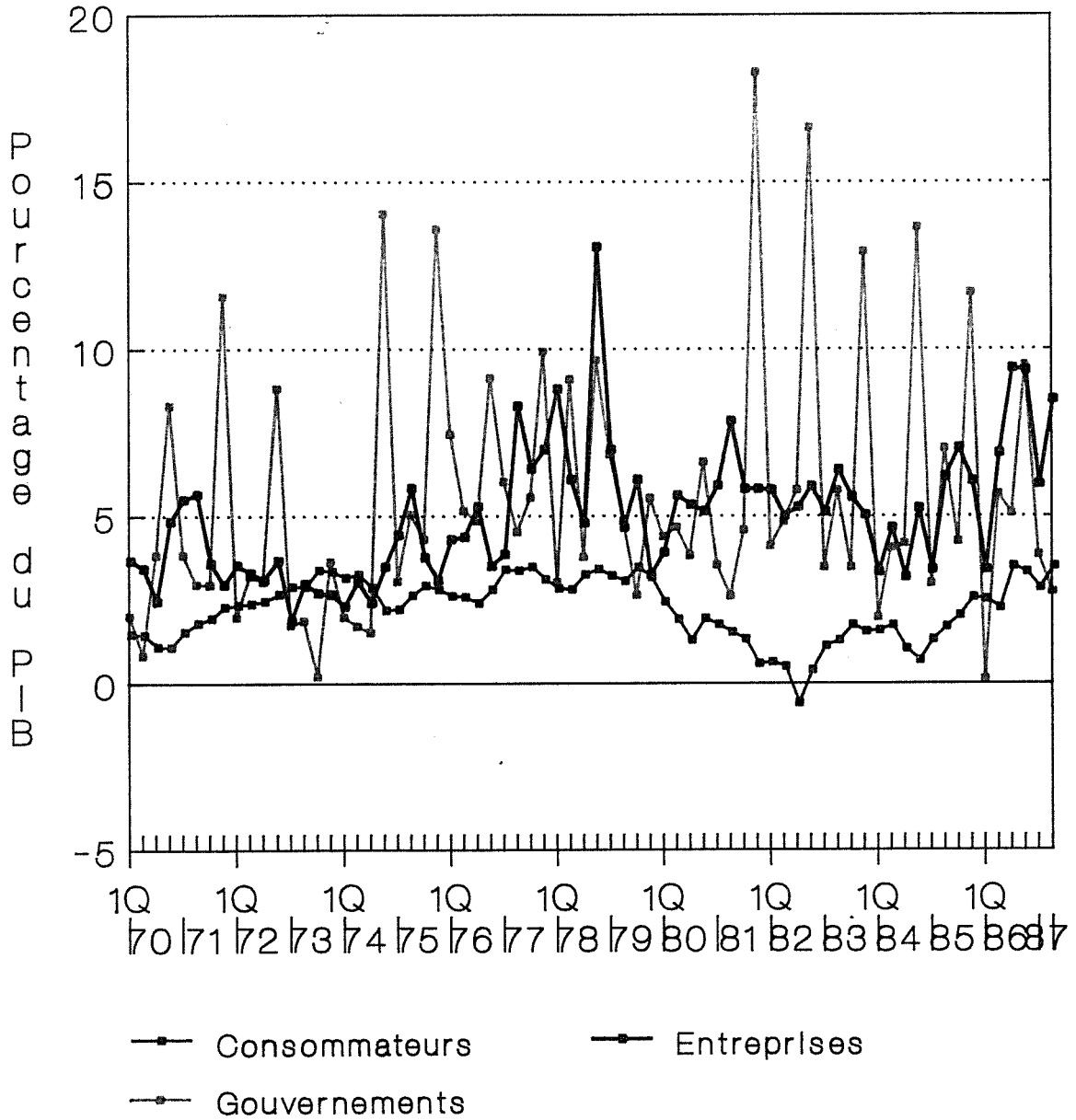


Source: CANSIM

# Graphique 7

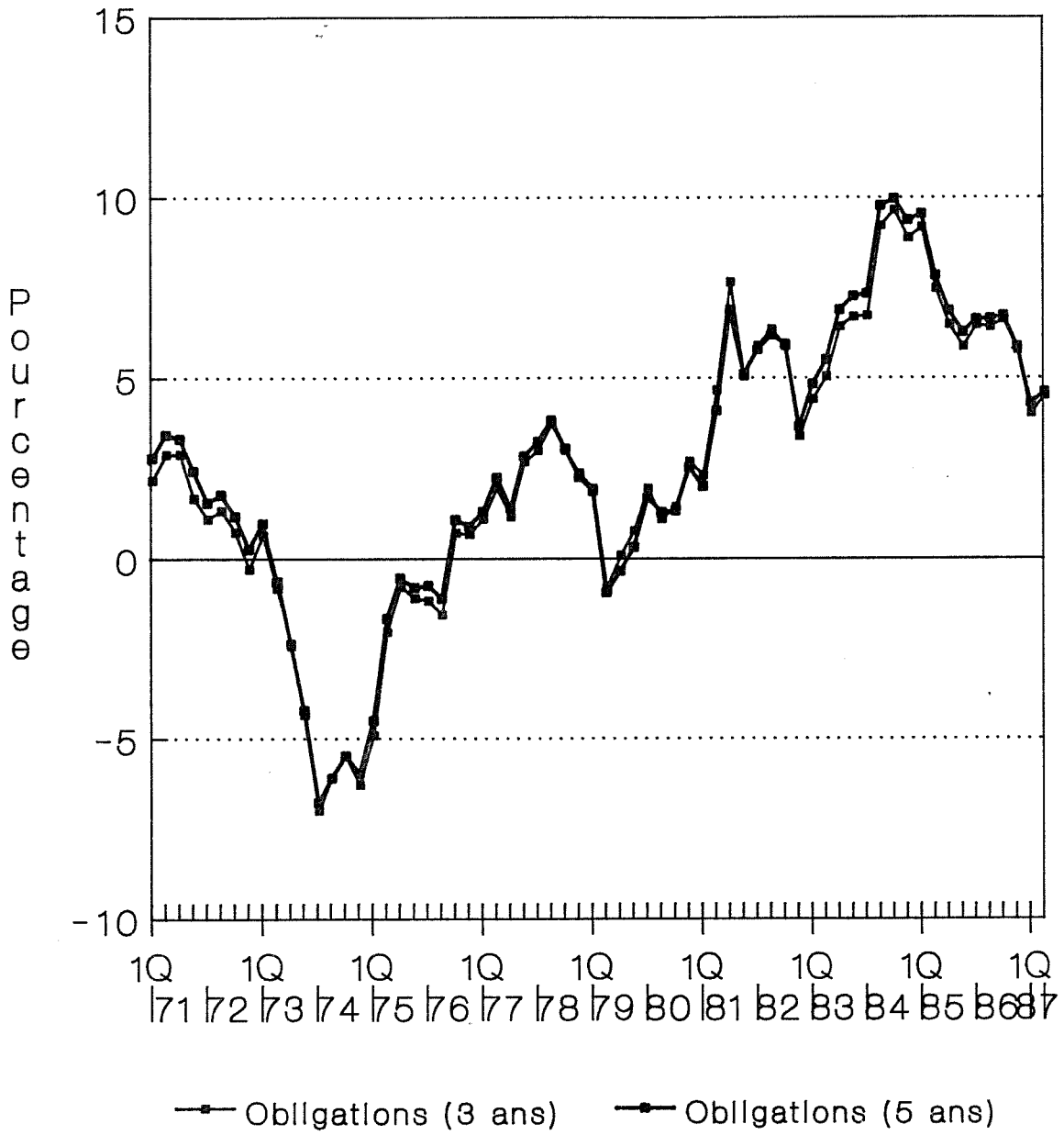
## Emprunts: long terme

### 1T1970 - 2T1987



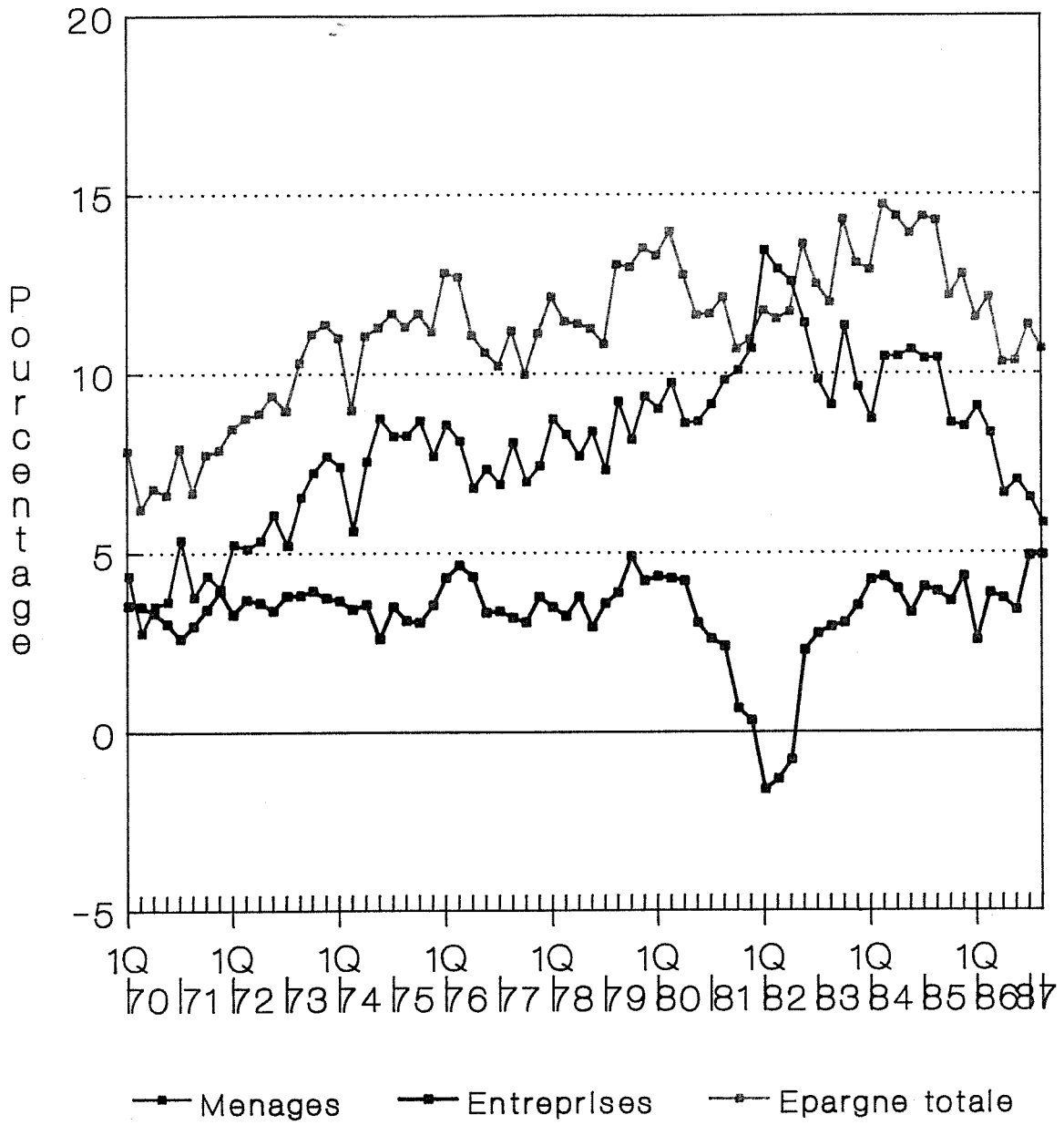
Source: Canslm

**Graphique 8**  
**Taux d'interet reel: long terme**  
**1T1971 - 2T1987**



Source: CANSIM

**Graphique 9**  
**Epargne sur PIB**  
**1T1970 - 2T1987**

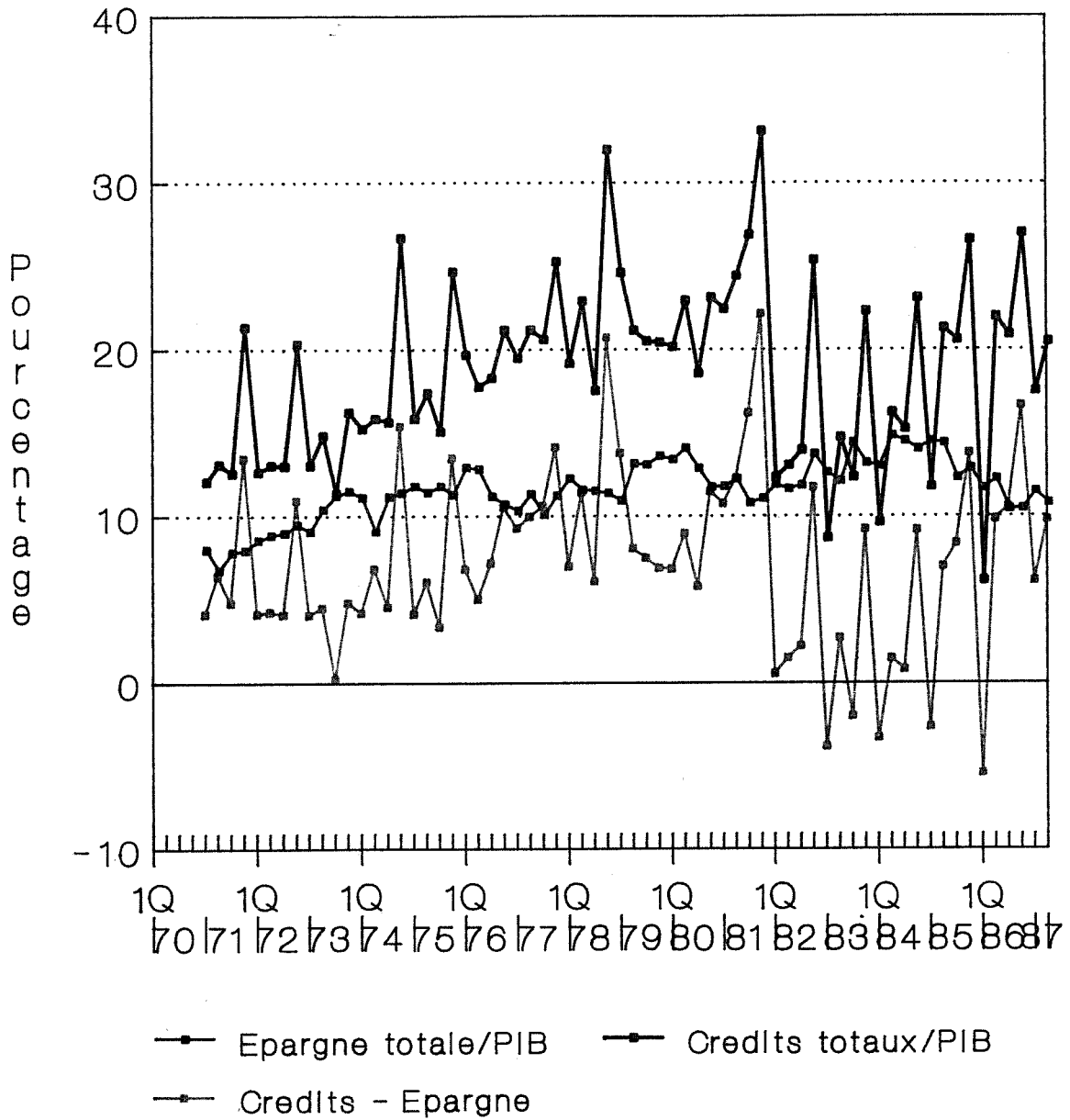


Source: CANSIM

# Graphique 10

## Epargne et credits totaux sur PIB

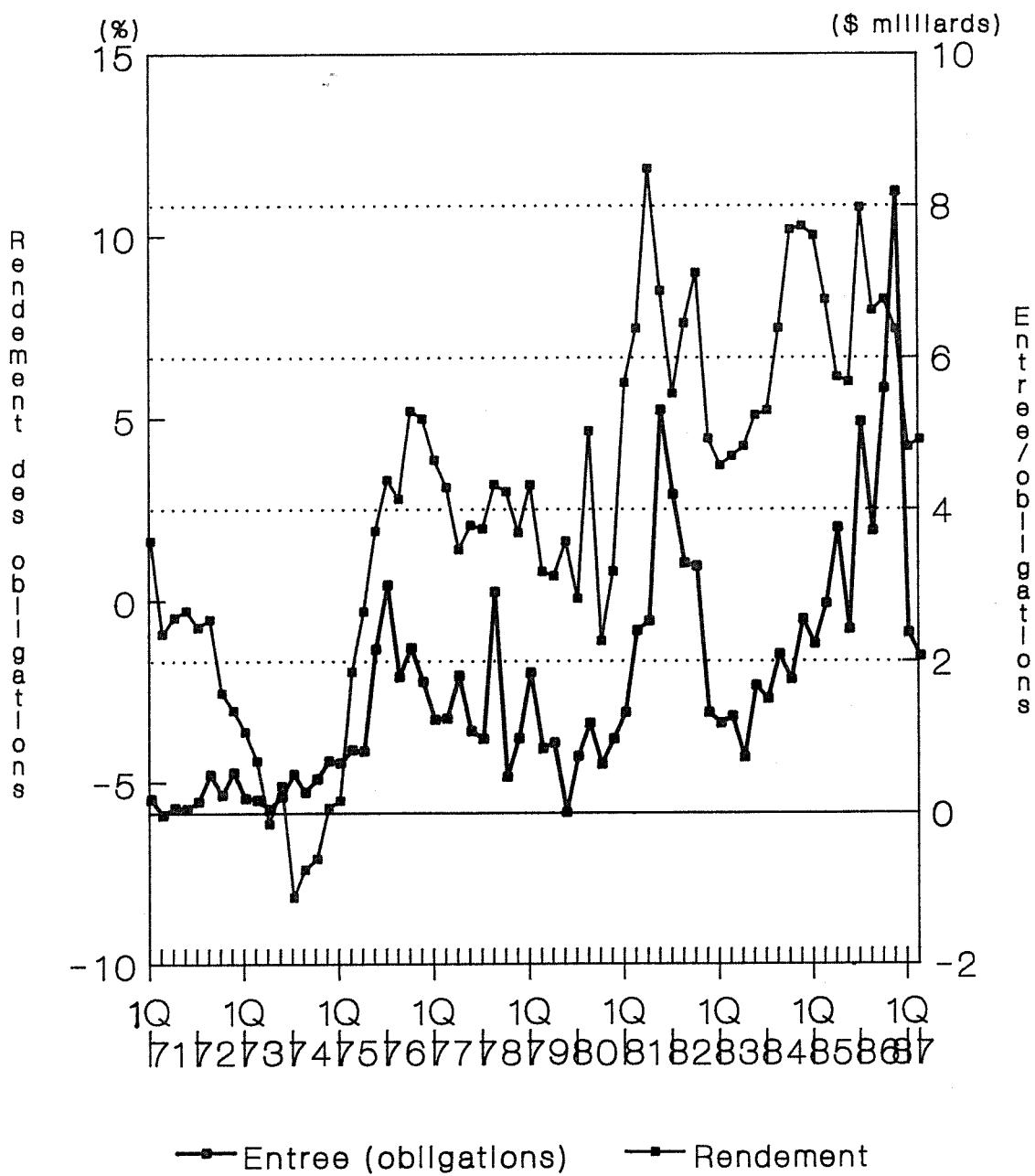
1T1971 - 2T1987



Source: CANSIM

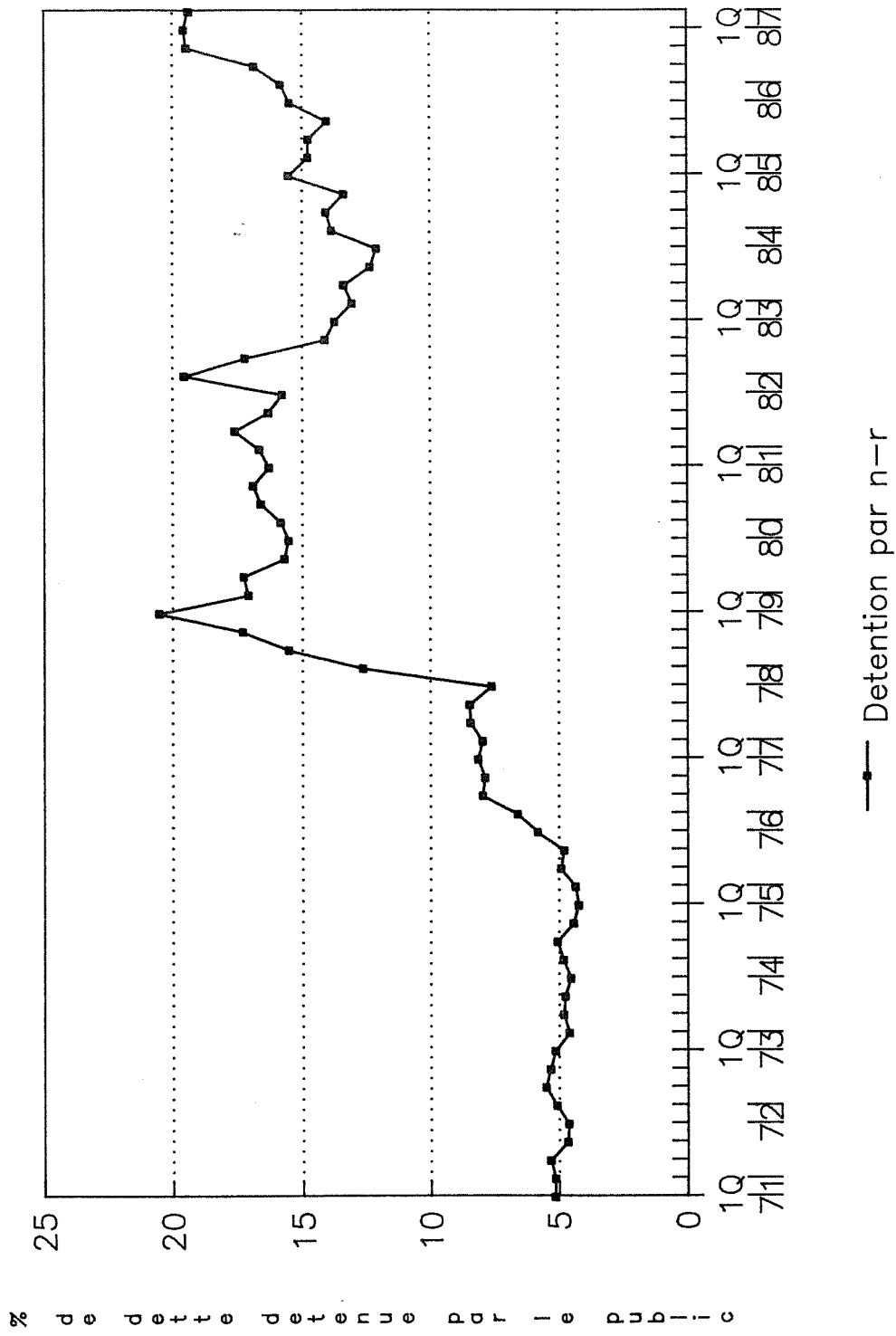
# Graphique 11

## Entree de capitaux (obligations) et rendement des obligations canadiennes



Source: CANSIM

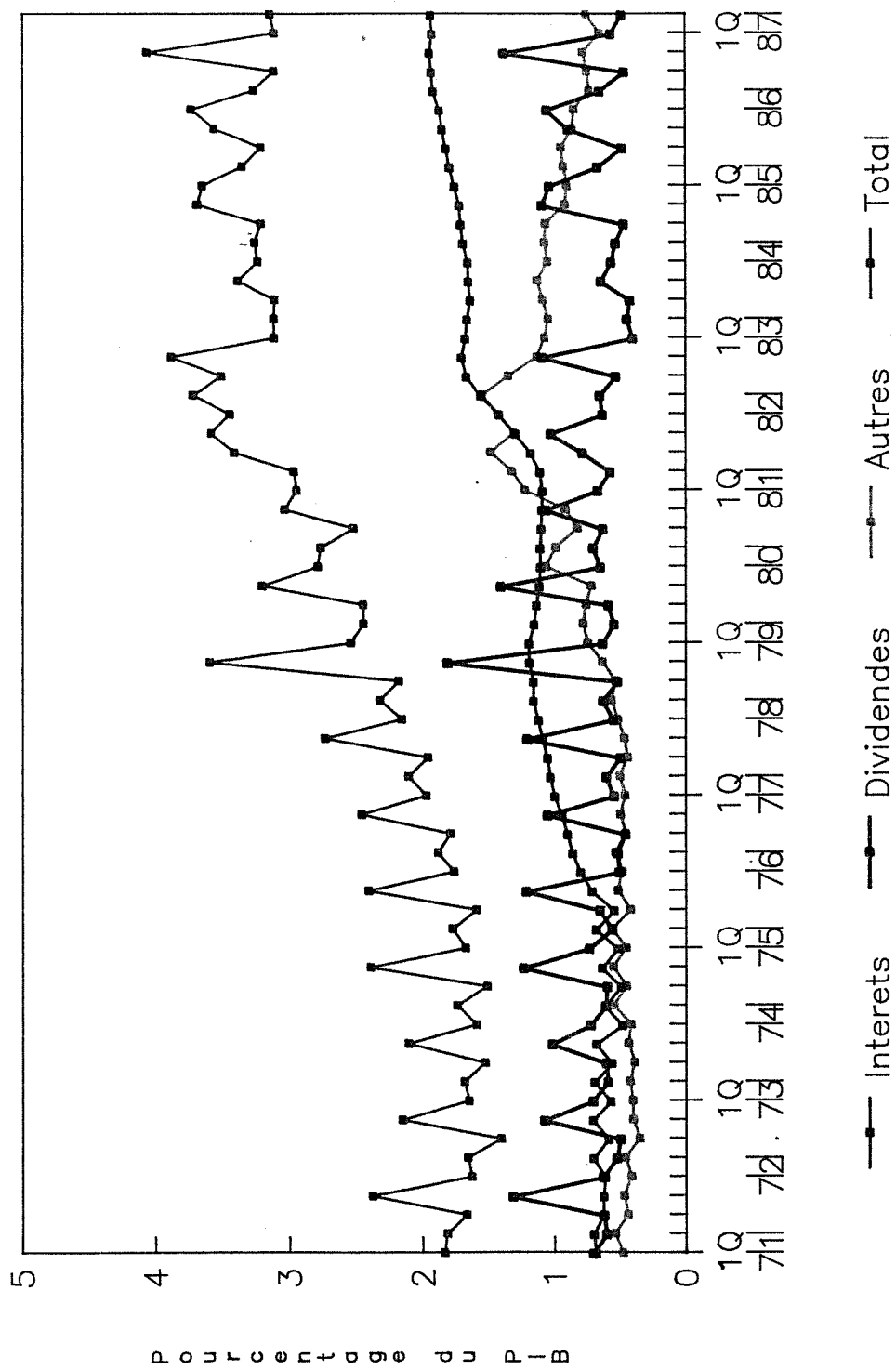
Graphique 12  
Non-residents sur detention publique



Source: Cansim

# Graphique 13

## Paiements aux non-residents



Source: Cansim