

L'INFLUENCE DES CONDITIONS DE CRÉDIT SUR LA DÉPENSE

Même si les Canadiens étaient unanimes quant aux fins que les politiques financières devraient servir, il leur serait difficile de se mettre d'accord sur les moyens de promouvoir ces objectifs. Cette difficulté tient en partie à ce qu'on ne connaît pas avec certitude le degré d'efficacité et d'équité des diverses mesures financières qu'il est possible de prendre. Dans le présent chapitre, nous examinons par conséquent les résultats des études et des enquêtes que nous avons conduites pour tenter de déterminer dans quelle mesure des changements dans la politique monétaire ou dans la gestion de la dette affectent la dépense de l'économie en biens réels et services. Nous nous occupons de la dépense en termes réels—en biens de consommation et en investissements physiques—et non pas des transactions financières, puisque c'est sur cette dépense que les autorités cherchent à exercer une influence en vue d'aider à réaliser un niveau d'activité économique compatible avec nos objectifs nationaux.

Il y a une foule de rapports entre la politique monétaire et la gestion de la dette, d'une part, et les décisions relatives à la dépense, d'autre part; et ces rapports peuvent être examinés de plusieurs points de vue différents. Une thèse à ce sujet a tendance à mettre l'accent sur la masse monétaire et signale le parallélisme qui existe entre celle-ci et des variables comme les dépenses de consommation et l'activité économique générale, les niveaux des prix, et les taux d'intérêt. Une deuxième théorie porte attention sur une masse plus diversifiée de valeurs financières qu'on ne peut toutes qualifier de «monnaie», parce qu'elle soutient

qu'on ne peut établir une distinction précise entre les dépôts des banques à charte et certaines sortes de créances qui leur sont étroitement apparentées: les dépôts des institutions concurrentes, les obligations d'épargne et (pour les gros épargnants) le papier du marché monétaire. Les tenants de cette opinion voient ainsi une forte interdépendance entre les décisions relatives à la dépense et le volume en cours d'une grande variété de valeurs liquides.

Nous avons cependant trouvé plus utile d'aborder le sujet en cherchant *comment* l'action des autorités influe sur les décisions relatives à la dépense plutôt que de trouver un rapport mécanique entre l'activité économique et une quantité spécifique quelconque de valeurs financières. Nous avons donc adopté un point de vue plus général qui considère l'influence des autorités sur la dépense réelle dans l'économie en termes de «conditions de crédit»—c'est-à-dire le coût du crédit, les termes auxquels il est offert et son abondance relative pour les emprunteurs, et par conséquent, les termes et les rendements que les épargnants peuvent obtenir pour leurs fonds. Nous soulignons qu'il ne s'agit pas d'une déviation radicale de la ligne de pensée qui inspire un grand nombre d'études récentes sur la politique monétaire; en vérité, c'est là le point de vue même adopté par la Banque du Canada dans le mémoire qu'elle nous a présenté.

Si les marchés du crédit étaient parfaits, le seul indice des taux d'intérêt permettrait de juger de l'état des conditions de crédit. Mais comme question de fait, le système comporte des rigidités

légales, institutionnelles et autres; et les taux d'intérêt à eux seuls ne reflètent pas pleinement parfois la facilité ou la difficulté d'obtenir du crédit; par exemple, ils ne reflètent pas toujours les changements dans la rapidité avec laquelle les demandes de crédit sont examinées, les modifications dans les montants que l'on est prêt à offrir à un emprunteur donné, ou les variations dans les autres termes et conditions que les prêteurs exigent. On ne peut non plus se baser simplement sur un taux unique comme indication des conditions générales de crédit; il y a plusieurs catégories de prêteurs—chacun visant, dans ses placements, des objectifs quelque peu différents—et plusieurs classes d'emprunteurs selon leur degré de solvabilité, les sortes de garanties subsidiaires qu'ils offrent et les montants, durée et autres conditions du crédit dont ils ont besoin. Ainsi, quand nous parlons des conditions de crédit généralement, nous nous référons à la situation d'un grand nombre de marchés de prêts et d'emprunts plutôt qu'à celle d'un unique marché central du crédit.

Cependant, nous avons signalé que—malgré leurs imperfections et leurs différences—il existe une étroite interdépendance entre les marchés financiers. Ainsi, les changements qui s'opèrent au centre du système financier ont tendance à se propager assez rapidement aux autres marchés; la rapidité et la plénitude de ce processus de transmission se sont accrues en ces dernières années avec le développement de meilleurs marchés, le chevauchement plus poussé des fonctions des institutions, et la plus grande habileté de la moyenne de ceux qui transigent sur les marchés de capitaux en général. Les fluctuations de taux et de rendements sur les marchés donnent habituellement un tableau général assez exact de l'état des conditions de crédit, particulièrement sur le marché monétaire et les marchés de valeurs mobilières qui sont très sensibles aux considérations de rendement; mais les taux peuvent ne pas tous fluctuer avec ensemble quand le changement des conditions n'est pas prononcé. Les fluctuations des taux à court terme, par exemple, peuvent précéder celles des taux à long terme, et les rendements des valeurs des entreprises peuvent réagir plus rapidement que ceux des obligations

du gouvernement. Certains taux qui sont plus rigides, pour des raisons légales ou institutionnelles, y compris ceux des prêts bancaires et ceux des hypothèques consenties par certains prêteurs ou dans les cadres de programmes de l'État, reflètent moins exactement la situation générale du degré d'abondance du crédit, car ces taux rigides peuvent dissimuler des pratiques de rationnement plus ou moins répandues. Ainsi, il faut considérer d'autres données également—l'état de la liquidité des banques, leurs pratiques courantes en matière de prêts, etc.—si l'on veut mieux juger des changements dans les conditions de crédit. Bien qu'il soit rarement possible de déterminer le moment exact auquel les conditions générales de crédit peuvent être considérées comme ayant varié, les changements majeurs sont néanmoins clairement visibles.

Nous nous sommes basés sur les conditions de crédit pour analyser l'impact de la politique monétaire et de la gestion de la dette sur la dépense, parce que ce point de vue fournit une vaste perspective sur les facteurs financiers qui influent sur la dépense. Les rapports entre l'état des conditions financières et la dépense ne peuvent être appréciés qu'en se plaçant directement dans la situation qu'occupent ceux qui font des dépenses. Les gouvernements, les entreprises et les particuliers ne peuvent augmenter leurs dépenses (supposant que leurs revenus n'augmentent pas) qu'en réduisant leur taux courant d'épargne placée en valeurs financières, ou en empruntant, ou en liquidant des valeurs tangibles ou financières acquises à même leurs revenus antérieurs. Comme la Banque du Canada le décrit: «Quel que soit le mode de financement auquel l'acheteur ait recours, il s'ensuivra une détérioration de sa situation financière par rapport à ce qu'elle eût été autrement. Tous ceux qui dépensent doivent continuellement comparer l'intérêt et les avantages que présente l'augmentation de leurs dépenses, aux risques, aux difficultés et aux inconvénients que comporte un financement... »¹. Quand les conditions de crédit deviennent moins restrictives, il devient plus facile et moins coûteux d'obtenir des fonds—soit par

¹ Mémoire II, paragraphe 12.

emprunt ou par la vente de valeurs financières accumulées—et ceux qui songent à de nouvelles dépenses se sentiront moins retenus d'exécuter leur plan à cause de ses conséquences financières. Ainsi, certains projets de dépenses qui n'étaient pas profitables lorsque les taux d'intérêt étaient plus élevés, ou pour lesquels on ne pouvait obtenir de fonds, pourront maintenant se matérialiser. En même temps, ceux qui pouvaient précédemment avoir été incités à s'abstenir de faire quelque dépense, à cause des hauts rendements qu'ils pouvaient obtenir en acquérant ou conservant des valeurs financières, seront moins enclins à le faire et auront tendance à accroître leurs dépenses en biens et services. De plus, autant les emprunteurs que les épargnants éventuels peuvent être encouragés à augmenter leurs dépenses s'ils entrevoient des changements dans le coût et l'abondance à venir des fonds et dans le climat général de l'opinion. Ces dépenses accrues accroîtront les revenus, et ceux-ci, à leur tour, permettront à ceux qui les reçoivent d'augmenter leurs dépenses et d'engendrer des revenus et dépenses additionnelles ailleurs dans l'économie. En bref, c'est toute l'étendue des conditions de crédit—c'est-à-dire la difficulté, le coût et le risque d'emprunter, ainsi que l'attrait d'acquérir et conserver des valeurs financières—qui établit le rapport entre les marchés financiers et la dépense réelle.

Naturellement, le volume de la monnaie et des autres sortes de valeurs liquides constitue un facteur important pour expliquer l'état des conditions de crédit, car cette masse influe sur les conditions auxquelles les moyens de paiement deviennent accessibles à ceux qui dépensent. Cependant, les fluctuations de la masse monétaire ne sont qu'un des facteurs qui affectent les conditions de crédit et donc la dépense. Ces fluctuations peuvent, à vrai dire, avoir une influence dominante à un moment donné, comme cela se produit par exemple quand elles sont massives. Des variations importantes du volume d'autres catégories de valeurs financières peuvent aussi influencer grandement sur les conditions de crédit; l'énorme augmentation des titres à long

terme du gouvernement à la suite de l'opération de conversion de 1958, par exemple, contribua à la forte hausse subséquente des taux d'intérêt, car elle réduisit le volume des valeurs plus liquides (obligations de la victoire à court terme) du public, et incita ce dernier à demander des rendements plus élevés pour céder ses fonds libres. Cependant, d'autres facteurs ont aussi leur importance, y compris les changements d'attitude du public à l'égard de la dépense et de l'épargne, les variations dans la rentabilité des investissements en biens matériels—que cela résulte de progrès technologiques ou de l'évolution de la conjoncture au pays ou ailleurs—les changements des goûts et des prévisions du public épargnant, et de nombreux autres facteurs.

Néanmoins, comme nous l'avons indiqué au chapitre 6, la technique principale employée par les autorités pour influencer sur les conditions de crédit, depuis qu'elles ont cessé de soutenir les marchés d'obligations en 1950, a consisté à faire varier les réserves d'encaisse du système bancaire et, par conséquent, la «masse monétaire». Toutefois, comme la Banque du Canada nous l'a dit, elle ne mène pas ces opérations en fonction d'une idée précise qu'elle se serait formée au sujet de la quantité de monnaie qui serait appropriée pour une situation déterminée; elle ne les considère que comme une méthode d'influer sur les conditions de crédit².

Si les autorités désirent stimuler l'économie, elles induiront les institutions qui reçoivent des dépôts à augmenter leur actif. Ceci aura pour effet initial de modifier la forme, mais pas nécessairement le total, des valeurs financières du public; au lieu de détenir des titres d'entreprises ou du gouvernement, le public possèdera des dépôts d'institutions, et ces dernières accroîtront leurs portefeuilles de prêts et d'obligations. Les avoirs financiers du public seront devenus plus liquides et présenteront moins de risque, et ce renforcement de la liquidité générale s'accompagnera d'une baisse des taux d'intérêt, d'un relâchement des conditions faites sur l'ensemble des

² Mémoire II, paragraphe 48.

marchés financiers et d'une incitation plus vive à dépenser en biens et services³.

Nous traiterons dans le prochain chapitre des divers moyens par lesquels les autorités peuvent influencer sur les conditions de crédit, mais il est bon de noter ici qu'il est difficile d'établir une distinction claire entre les gestes des autorités et ceux des administrateurs de la dette quand nous discutons des politiques qui visent à influencer les conditions de crédit. Les structures organiques du système financier varient d'un pays à l'autre; pour le Canada, la responsabilité immédiate pour la conduite de la politique monétaire est confiée à la Banque du Canada, tandis que les décisions relatives à la gestion de la dette relèvent du gouvernement et que le rôle de la Banque en cette matière est celui d'un agent et d'un conseiller. Il est clair cependant que lorsque la Banque achète et vend à la fois la même quantité de titres en remaniant son propre portefeuille, ce qui n'a pas de conséquences sur les réserves nettes d'encaisse des banques, ces transactions ont des effets essentiellement semblables à des achats et ventes de même ordre faits par le gouvernement pour administrer sa dette. La distinction entre la politique monétaire et celle de la gestion de la dette est donc quelque peu arbitraire, et quand nous parlerons des autorités, nous entendrons désigner et celles qui ont la responsabilité de la politique monétaire et celles qui s'occupent de la gestion de la dette. Ce sujet, de même que la question connexe de coordonner efficacement ces deux politiques afin d'obtenir l'effet que l'on vise sur les conditions de crédit, sera examiné en détail plus loin dans ce rapport.

L'effet de la politique monétaire et de la gestion de la dette sur l'activité économique dépend évidemment à la fois de la capacité des autorités d'influer sur les conditions de crédit, et de l'influence des conditions de crédit sur la dépense. L'examen que nous allons faire dans le présent

³ Cela suppose que les goûts du public n'ont pas changé. Si le désir du public de posséder des dépôts en banque et d'autres valeurs liquides, plutôt que les titres de dette primaire et les autres valeurs financières moins liquides maintenant acquis par les institutions, s'intensifiait exactement dans la même proportion, les conditions de crédit et la dépense réelle ne seraient pas affectées nonobstant la fluctuation survenue dans la «masse monétaire».

chapitre traitera de ce dernier ordre de relations; mais soulignons d'abord que les autorités doivent reconnaître leur grande responsabilité quant aux conditions de crédit qui règnent à n'importe quel moment. Comme feu Sir Dennis Robertson le dit:

«Je ne pense pas que le devoir d'une banque centrale à l'égard des taux d'intérêt, à court ou même à long terme, peut être exactement défini en disant qu'elle doit autant que possible permettre que ces taux se déterminent par le jeu d'un marché libre—elle fait inévitablement elle-même trop partie du marché pour que cela puisse avoir un sens;—influencer les taux est un devoir pour elle, mais dans une direction et à un degré compatibles avec les forces opérant à long terme dans l'économie»⁴.

Cette opinion est aussi partagée par la Banque du Canada, comme la citation suivante de son mémoire l'indique clairement:

«Bref, il incombe aux praticiens de la politique monétaire de connaître la nature et la portée de tous les éléments de la situation du crédit, et ils doivent décider si, dans les circonstances, il importe que les facteurs en cause puissent jouer librement, ou s'il faut plutôt, et alors dans quelle mesure, essayer d'en accentuer ou d'en mitiger les effets. Quelles que soient les circonstances, la politique monétaire ne saurait, dans la pratique, permettre de favoriser la variation des conditions du crédit qu'à l'intérieur de certaines limites; cependant, en dedans de ces limites, la politique monétaire peut-être pratiquée en vue d'orienter les conditions du crédit selon les circonstances»⁵.

Cela revient à dire que la Banque centrale doit toujours être au fait de l'état d'ensemble des conditions de crédit. Cela implique de plus que les autorités doivent avoir accepté ou encouragé les conditions qui existent en aucun temps dans les marchés financiers, et que ces conditions reflètent donc leur politique. Mais comme la citation l'indique clairement, il y a des limites au pouvoir des autorités d'influer sur les conditions de crédit.

⁴ Mémoire, page 29.

⁵ Mémoire II, paragraphe 75.

Ces limites viennent de la nécessité de poursuivre des politiques de crédit acceptables au public, de facteurs d'ordre international, de l'état de la conjoncture au pays, de l'attitude du public à l'égard de l'épargne et du placement, aussi bien que du besoin de sauvegarder l'efficacité des marchés financiers et de plusieurs autres facteurs. Néanmoins, il existe une marge—quelquefois large, quelquefois étroite—à l'intérieur de laquelle les autorités peuvent déterminer le ton des marchés financiers de façon à influencer sur la dépense.

RECHERCHES DE LA COMMISSION SUR LES CONDITIONS DE CRÉDIT ET LA DÉPENSE

Dès le début de notre enquête, nous avons senti l'extrême importance de déterminer l'étendue des réactions de l'économie aux changements des conditions de crédit et le moment où ces réactions se produisent. Faute de le savoir, il ne serait pas possible de juger de l'efficacité propre de la politique monétaire et de la gestion de la dette, ni du besoin de les appuyer par d'autres instruments de politique. Nous nous sommes par conséquent fait un devoir de soulever cette question avec ceux qui ont témoigné devant nous, et nous avons demandé à notre personnel d'entreprendre un programme de recherches empiriques sur le sujet. Les faits dont nous disposons pour cette étude comprennent les données statistiques qui mesurent divers phénomènes économiques et l'expérience directe des membres de l'économie. Les méthodes possibles d'analyse de ces faits peuvent être groupées en trois catégories—arithmétique économique, économétrie et enquêtes.

L'arithmétique économique—la compilation d'informations statistiques et leur analyse au moyen de graphiques et d'autres techniques élémentaires—constitue un point de départ pour les autres méthodes. S'il n'était pas possible d'assembler des données quantitatives sur le niveau de la dépense dans divers secteurs de l'économie, il serait difficile d'évaluer les effets des changements de politique. En général, cependant, cette méthode ne s'est pas démontrée particulièrement efficace pour étudier l'ordre de gran-

deur et le moment des changements qu'une modification des conditions de crédit provoque dans la dépense. Il est facile de comprendre pourquoi. Si, par exemple, les taux d'intérêt et les investissements des entreprises sont mis en diagramme, on constate que leurs mouvements sont souvent parallèles. Les investissements des entreprises sont élevés ou en hausse quand les rendements qui paraissent offerts par les richesses physiques sont élevés; mais de forts investissements à leur tour tendent à accroître les revenus et à hausser les taux d'intérêt, particulièrement si les autorités cherchent à stabiliser la conjoncture en resserrant davantage les conditions de crédit. Cela réduira les investissements au-dessous de ce qu'ils auraient été en l'absence d'un changement dans les conditions de crédit. Mais puisque les rendements prévus sur les richesses physiques ou productives sont relativement hauts par rapport au coût des emprunts à ces moments-là, les investissements resteront plus élevés qu'ils l'étaient quand les profits et les volumes d'affaires étaient moins soutenus. De plus, d'autres facteurs influenceront en même temps sur les décisions d'investissement—des changements surviennent sans cesse dans la technologie et sur les marchés, et les attitudes et la confiance varient fréquemment. Ainsi, l'effet d'un changement dans les conditions de crédit ne pourra pas être isolé par une étude directe des données. Quoiqu'il puisse y avoir des exceptions dans le cas de certains postes de dépenses que les conditions de crédit affectent parfois brutalement—l'habitation, par exemple,—l'emploi de la seule méthode d'arithmétique économique peut souvent porter à croire que l'effet d'un changement dans les conditions de crédit est nul.

La méthode économétrique de traiter les données statistiques utilise une analyse quantitative pour découvrir les rapports qui pourraient échapper à l'attention lors d'un simple examen visuel des tableaux ou des graphiques. Il y a des gens qui ont l'impression que l'emploi de techniques statistiques perfectionnées et de calculatrices électroniques pour explorer les rapports entre une variable économique et d'autres est un

«art magique» susceptible de donner des résultats trompeurs. Cependant, l'emploi croissant de telles techniques par les établissements d'affaires et autres fait progressivement comprendre qu'il n'y a pas de solution de continuité entre les techniques statistiques élémentaires et perfectionnées. Si l'on accepte de tirer des conclusions à partir d'une corrélation découverte grâce à la technique du graphique ou de la présentation en tableau, il n'y a pas de raison de rejeter le rapport exprimé dans une équation calculée d'après les mêmes données. En fait, la technique économétrique et l'analyse graphique présentent beaucoup de difficultés communes. Si, par exemple, on tente de séparer les effets des bénéfices, des conditions de crédit et du degré d'utilisation des capacités de production sur les décisions d'investissement, ces variables ne doivent pas s'être comportées d'une manière trop semblable au cours de la période sous examen. Sinon, il n'y aura peut-être pas assez de variété dans l'expérience pour permettre d'isoler l'effet attribuable aux seules conditions de crédit.

La recherche économétrique de cette Commission a constitué un travail d'exploration de caractère incomplet. Nous n'avons pas essayé d'établir un modèle économétrique de l'économie canadienne, mais nous avons fait accomplir des travaux économétriques sur les effets que les taux d'intérêt et la masse monétaire exercent sur la demande de biens de consommation et de services, de nouvelles habitations, de nouveau capital d'outillage, de nouveaux édifices commerciaux ou industriels, de stocks commerciaux non agricoles, de biens d'exportation et d'importation. Dans plusieurs cas, l'analyse économétrique n'a pu mesurer les effets des conditions de crédit dont nos autres recherches indiquaient l'existence. Bien que cette analyse n'ait produit que des résultats directs limités, la rigueur de pensée que cette technique imposait a indirectement contribué d'une façon importante à améliorer les autres travaux empiriques effectués pour nous.

Une troisième façon d'aborder le problème consiste à interroger ceux qui prennent les décisions dans l'économie afin de connaître leur réaction aux changements dans les conditions

de crédit. Plusieurs problèmes se posent dans l'emploi de cette méthode. Premièrement, il se peut qu'il ne soit pas possible d'interroger un groupe suffisamment nombreux ou représentatif de ceux qui prennent les décisions. Deuxièmement ceux qu'on interroge peuvent, tout en étant conscients de l'effet des conditions de crédit sur leur comportement, ne pas être capables de les dissocier des autres facteurs qui les influencent. Troisièmement, certains effets indirects des changements dans les conditions de crédit restent inconscients et ne peuvent, par conséquent, se mesurer directement par cette méthode.

Le problème de couvrir un groupe suffisamment représentatif est moins sérieux qu'il apparaît. Il est vrai que les décisions relatives à la consommation sont prises par des millions de particuliers, ce qui oblige à se fier principalement aux méthodes d'échantillonnage. A l'occasion de notre enquête sur les consommateurs, décrite au chapitre 2, nous avons essayé d'apporter de la lumière sur l'effet des conditions de crédit sur les décisions des consommateurs. Dans le cas de quelques autres catégories de dépenses, les foyers de décisions sont très concentrés. Par exemple, notre analyse des effets des conditions de crédit sur les dépenses d'immobilisations des entreprises privées et gouvernementales a été facilitée du fait que 80 entreprises environ avaient effectué plus de 2 milliards de dollars des 4 milliards de dépenses d'immobilisations des entreprises en 1959. Notre personnel a eu des entretiens avec pratiquement tous ces établissements. En ce qui concerne l'autre 2 milliards, 1.2 milliard de dépenses furent faites par 750 entreprises ayant chacune un actif dépassant 5 millions, dont 600 ont répondu à un questionnaire qui leur avait été adressé, et dont beaucoup ont été visitées. Pour ce qui est du solde de 800 millions, une enquête par la poste a été conduite auprès d'un groupe échantillon, suivie aussi d'entretiens sur une base d'échantillonnage, afin de déterminer comment les dépenses des plus petites entreprises, des affaires non constituées en compagnies, des cultivateurs et pêcheurs, des sociétés financières et immobilières, des constructeurs et des institutions privées avaient été affectées.

tées par les conditions de crédit. Les membres de notre personnel eurent aussi des entretiens avec des représentants des gouvernements provinciaux et de plusieurs gouvernements municipaux, un certain nombre de gérants de banque, des négociants en valeurs et des représentants d'autres institutions financières. Bien que l'enquête n'ait pas été complète, le programme de visites a été assez poussé pour donner une indication sur le comportement des établissements et des gouvernements dans toutes les parties du pays.

LA NATURE DE NOS CONCLUSIONS

On n'a pas manqué d'expériences récentes sur lesquelles baser nos conclusions quant aux effets des conditions de crédit sur la dépense. Au cours de la dernière décennie, il y a eu trois périodes distinctes de crédit facile (1954-1955, 1957-1958 et 1961-1962) et trois périodes restrictionnistes (1956-1957, 1958-1960 et le milieu de 1962). Il y a eu aussi d'autres courtes périodes où certains éléments des conditions de crédit tels que les taux d'intérêt à court et à long terme où l'abondance des capitaux hypothécaires ont subi des fluctuations temporaires.

Les changements dans les conditions de crédit durant cette période n'ont pas été négligeables quand on les place dans leur contexte historique. Le rendement des bons du Trésor du gouvernement fédéral, par exemple, a passé d'un peu moins de 1 p. 100 à plus de 6 p. 100 lors d'une période de restriction et s'est de nouveau abaissé à presque 1½ p. 100 dans la période suivante de détente, tandis que les rendements des obligations à long terme du gouvernement se sont élevés de moins de 4 p. 100 à plus de 5½ p. 100 lors d'une période de restriction (un écart de plus de 15 points dans le prix) et ont décliné de 0.8 p. 100 dans la période subséquente de détente. D'autres taux de prêt et d'emprunt ont aussi été l'objet d'augmentations et de diminutions importantes, et il est survenu des changements d'envergure dans l'abondance relative des capitaux pour hypothèques de la L.N.H., des prêts bancaires et d'autres formes de crédit.

En plus de ces fluctuations à court terme dans les conditions de crédit, il s'est exercé une tendance prononcée à la hausse des taux d'intérêt au cours des quatorze dernières années. Pendant la première moitié de 1950, les rendements des obligations à long terme du gouvernement étaient au-dessous de 3 p. 100, et ceux des obligations provinciales, municipales et d'entreprises s'établissaient en moyenne entre 3 p. 100 et 3½ p. 100. Dans la période de 1959-1963, les rendements sur obligations à longue échéance du gouvernement du Canada étaient généralement de 5 p. 100 à 5½ p. 100, tandis que ceux des obligations provinciales, municipales et d'entreprises se situaient entre 5½ p. 100 et 6 p. 100. Les autres taux d'intérêt sur prêts et sur emprunts se sont portés à la hausse de la même façon. En bref, il s'est produit un changement majeur à long terme dans les conditions de crédit.

Les renseignements que nous avons recueillis quant aux effets sur la dépense des changements dans les conditions de crédit se rapportent principalement aux effets des changements à court terme plutôt qu'à long terme. Même dans ce champ limité, la variété des techniques d'analyse que nous avons utilisées et l'assistance que nous avons reçue de toutes parts n'a pas suffi à nous fournir une connaissance précise et certaine de la sensibilité de l'économie canadienne aux conditions de crédit. Nous en sommes venus à la conclusion, toutefois, que dans la plupart des cas une étude attentive de toutes les circonstances permet d'établir avec une marge d'erreur acceptable le degré d'influence possible que possèdent de tels changements de courte durée. Dans la mesure où les gens ont modifié leurs plans à la suite d'un changement dans les conditions de crédit, on peut évaluer ce qui s'est produit en comparant ce qu'ils se proposaient de faire et ce qu'ils ont fait effectivement. Tenter de mesurer l'impact d'un changement majeur du niveau général des taux d'intérêt au cours d'une période prolongée donne des résultats beaucoup moins sûrs. Les consommateurs, les hommes d'affaires et ceux qui décident des dépenses des provinces et des municipalités sont nécessairement dominés par

leur environnement. Bien qu'ils puissent expliquer comment un changement récent dans les conditions de crédit a modifié leurs plans, ils ne sont pas du tout en mesure de dire comment leurs plans se seraient élaborés s'ils avaient vécu dans un climat financier complètement différent où les décisions auraient dû se prendre dans un autre contexte. Ainsi, par exemple, une politique restrictive qui persisterait pendant quelques années pourrait amortir la demande à un degré impossible à mesurer directement, car les projets qui auraient pu être lancés dans un autre climat n'ont même pas été conçus. De plus, à mesure que les années s'écoulaient, les forces économiques fondamentales changent à tant d'autres points de vue qu'aucune méthode d'analyse ne permet d'isoler les effets particuliers que l'évolution des conditions sur les marchés financiers pourraient avoir eus sur la dépense.

Il est vrai, naturellement, que le Canada n'est pas en mesure d'appliquer une politique monétaire et de gérer sa dette sans égard à ce qui se passe dans le reste du monde, de sorte que notre latitude pour modifier le climat financier au pays est limitée. Néanmoins, il y a eu des moments où le jeu de nos politiques aurait pu être beaucoup différent, comme dans la période 1958-1961 alors qu'il eut été préférable d'être moins restrictionniste.

Étant donné l'étendue des changements de conditions financières causés par la politique monétaire et la gestion de la dette depuis dix ans, il serait surprenant que la dépense nationale n'en eut pas ressenti quelques effets. Quand les taux d'intérêt se sont élevés et que le crédit disponible s'est fait plus rare, le public n'a pas manqué de se plaindre. Cela indique que ces changements ont été généralement ressentis et, vu la vigueur de quelques-unes des critiques, qu'au moins dans certains cas la restriction du crédit a eu un effet considérable. Nos recherches confirment cette opinion, quoique l'effet des mesures restrictives sur la dépense a été beaucoup moindre que ce que le tollé général pourrait nous faire croire.

L'insensibilité relative de beaucoup de dépenses aux changements dans les conditions de crédit

n'est pas due généralement à ce que ces changements passent inaperçus de ceux qui ont à prendre des décisions. Par exemple, presque toutes les grandes entreprises non financières et une proportion considérable de plus petites compagnies sont ou emprunteurs ou prêteurs sur le marché monétaire à court terme et suivent de très près le marché, tandis que d'autres établissements possèdent souvent un portefeuille de titres à courtes échéances qu'il leur faut administrer. Les titres de l'État et les autres valeurs détenues par les entreprises manufacturières en 1959 excédaient ou égalaient leur encaisse dans le cas de chacune des catégories de compagnies possédant un actif supérieur à \$250,000; et tout changement dans les conditions de crédit se reflète immédiatement dans la valeur au marché de ces portefeuilles. Les entreprises qui n'ont pas beaucoup de valeurs financières entretiennent des relations avec des banques et d'autres institutions financières, et elles deviennent vite au courant de toute modification de la politique de prêt de ces institutions. De plus, même si elles financent une proportion considérable de leurs immobilisations grâce à leurs sources internes de capitaux, les entreprises ont souvent recours à des capitaux extérieurs. Parmi les compagnies qui ont plus de 90 millions d'actif, plus de 80 p. 100 ont contracté de nouveaux emprunts à court ou à long terme dans la période 1955-1962, et parmi les entreprises de moindre importance, beaucoup ont recouru à l'emprunt bancaire.

Nos recherches ont aussi révélé que bien des entreprises ont ajusté rapidement et parfois considérablement leurs finances à cause des changements dans les conditions de crédit. Par exemple, plus de 10 p. 100 ont mentionné dans leur réponse à notre enquête sur les entreprises que la perception de leurs comptes à recevoir ralentissait sensiblement quand les conditions de crédit se resserraient. De même, durant chacune des périodes de restriction, quelque 5 ou 10 p. 100 des établissements consultés furent obligés de changer leurs sources de financement, en trouvant de nouveaux prêteurs, en passant des conventions de prêt-bail, ou en empruntant à l'étranger.

Quelques-uns furent aussi amenés, en raison des conditions défavorables des marchés d'obligations et de la vigueur des marchés boursiers, à lever des fonds par émissions d'actions. La tendance à se tourner vers les capitaux étrangers fut plus manifeste parmi les 80 plus grandes sociétés, 10 p. 100 desquelles empruntèrent en dehors du Canada en 1959-1960—partiellement en raison de la hausse des taux d'intérêt au Canada. Moins de 5 p. 100 des autres entreprises empruntèrent à l'extérieur, mais celles-ci eurent plus que les premières tendance à changer de source de financement à l'intérieur même du pays. Cependant, plusieurs petites entreprises eurent plus recours au crédit commercial étranger⁶.

En dépit de ces ajustements financiers étendus, quelques entreprises—et aussi des consommateurs et des gouvernements—réduisirent les dépenses qu'elles envisageaient parce qu'il était devenu trop coûteux ou trop difficile d'emprunter. Il y eut, semblablement, des cas où les meilleurs rendements offerts par les placements financiers déterminèrent des réductions marginales dans les dépenses à cause de l'attrait plus fort d'épargner. Du côté des entreprises, quelques-unes des réponses reçues ont indiqué qu'elles procédèrent avec prudence dans leur politique de dividendes durant les périodes de resserrement, au cas où elles auraient besoin plus tard des fonds en question⁷. En bref, nos recherches indiquent que les effets attribuables a priori aux restrictions du crédit se retracent pour la plupart dans le fonctionnement du système économique⁸. Il est moins facile de trouver des indications valables concernant les effets opposés que le relâchement des conditions de crédit a pu produire au cours de périodes récentes de l'histoire économique du Canada, mais il se pourrait bien qu'une aussi

grande variété de tels effets puisse être décelée à l'occasion d'une période d'extrême abondance du crédit.

Ainsi, la question n'est pas de savoir si la dépense réelle est affectée par des changements dans les conditions de crédit, surtout si ces changements sont extrêmes. La question réellement est de savoir quelle est l'ampleur et la rapidité de ces effets lorsque les changements dans les conditions de crédit ont l'importance de ceux dont nous avons été témoins ces dernières années. A ce sujet, nos recherches établissent que, à part les effets considérables provoqués à quelques reprises par les modifications brusques du volume des capitaux disponibles pour les hypothèques de la Loi nationale sur l'habitation, les effets de caractère intérieur ont été très restreints en courte période. En outre, le temps qu'il faut pour effectuer un changement de politique, et pour que ses effets atteignent l'emploi et la production, crée des retards considérables. Il ne faut pas nécessairement en conclure que la politique monétaire et la gestion de la dette ne peuvent pas exercer une influence stabilisatrice à courte durée; mais l'effet d'une action prise tardivement en une phase d'un cycle peut aisément déborder sur la phase suivante du cycle alors que les besoins de stabilisation demandent peut-être que l'on exerce une pression dans l'autre direction.

Avant d'aborder l'examen plus détaillé des ordres de grandeur de ces effets limités et des retards avec lesquels ils se manifestent, il peut être utile de considérer pourquoi ce sont des résultats de cette sorte que nous avons trouvés. Les investissements des entreprises en usines et en outillage sont souvent considérés comme des types de dépenses qui sont sensibles aux changements dans les conditions de crédit, car ils fluctuent beaucoup, et ceux qui prennent les décisions dans ce domaine sont censés être plus attentifs aux facteurs de coûts et de rendements que les consommateurs et les gouvernements. En tout temps, les entreprises d'affaires considèrent de nombreux projets de construction d'usines ou d'achat d'outillage desquels elles attendent des taux de rendement divers. Certains de ces projets qui promettent un rendement élevé recevront

⁶ Voir, par exemple, témoignages, page 5315.

⁷ Voir aussi, témoignages, pages 4564-5, Canadian Metal Mining Association.

⁸ On a prétendu qu'une augmentation des taux d'intérêt pourrait provoquer une réaction perverse, soit une augmentation de la dépense. Nous avons vu que le fait de ressermer le crédit affecte le moment des opérations de financement et pousse certains à emprunter sur une plus grande échelle par crainte de taux encore plus élevés. Nous n'avons pas vu de cas cependant, où le resserrement du crédit a lui-même incité une augmentation des dépenses réelles, quoique de tels cas puissent exister.

priorité dans les programmes d'investissement, mais il doit y avoir des projets qui sont considérés comme marginaux et qui cesseront de paraître suffisamment attrayants si les coûts d'intérêt s'élèvent.

Dans certains cas, les décisions d'investissement sont effectivement modifiées, mais il existe plusieurs raisons qui expliquent pourquoi les augmentations de taux d'intérêt de la sorte que nous avons connues n'affectent qu'un montant très limité d'investissements commerciaux⁹. Tout d'abord, une forte proportion de ces investissements est financée à même les profits non distribués et les provisions pour dépréciation. Quoique l'on pourrait s'attendre à ce que les entreprises tiennent compte de l'augmentation des taux d'intérêt, et qu'elles écartent peut-être certains projets qui n'ont pas une rentabilité comparable au rendement à la hausse des valeurs financières, compte tenu des risques différents à courir, nos recherches indiquent que cela est très rare. On ne tient compte d'une hausse du coût théorique des fonds internes que d'une façon très grossière, si tant est qu'on le fasse du tout, et les effets des conditions de crédit sur les dépenses autofinancées semblent être des plus faibles. Il est peut-être plus surprenant de constater que beaucoup d'entreprises qui financent au moins une partie de leurs investissements grâce à des capitaux extérieurs n'augmentent pas le taux brut ou net de rentabilité qu'ils exigent des projets à l'étude quand les coûts de leurs emprunts augmentent. Même dans les cas où les changements dans les taux d'intérêt entrent expressément en ligne de compte, très peu de projets seront affectés par une augmentation des taux au point où on décidera de les écarter.

Le fait que plusieurs entreprises demeurent insensibles aux changements dans les taux d'intérêt provient, pour une part, de ce qu'elles n'établissent pas d'une façon assez précise le calcul des coûts et de la rentabilité de leurs projets d'investissement. Aussi, l'adoption plus répandue de meilleures techniques d'évaluation des dépenses d'immobilisation a eu quelque effet pour

⁹ Les résultats de notre enquête sur les entreprises sont donnés en détail dans le volume des annexes.

accroître leur sensibilité, comparé à autrefois. Mais si de meilleures méthodes d'estimation des projets d'investissements permettent de mieux tirer parti de l'information disponible, ces méthodes ne peuvent quand même pas donner une connaissance certaine des coûts et avantages à venir de ces projets. Les dirigeants d'entreprises ont appris, à l'expérience, que la plupart sinon toutes les données quantitatives concernant un projet d'investissement sont sujettes à des marges d'erreurs considérables. L'on estime par conséquent que le facteur relativement mineur d'une augmentation du coût des fonds internes ou extérieurs se noie dans la marge d'erreur à allouer pour tout estimé. D'autre part, si l'ampleur d'un changement dans les conditions de crédit frappe suffisamment les esprits pour modifier les prévisions des hommes d'affaires sur les perspectives économiques, l'effet peut être plus considérable. Nous avons constaté très peu de cas particuliers de ce genre d'effet dans notre enquête.

De plus, une grande partie des dépenses de capital ne peuvent être retardées, en ce sens que les entreprises doivent améliorer la qualité de leurs produits et réduire leurs coûts de production; sinon elles risquent de perdre leur rang dans leur secteur. Pour une partie de cette sorte d'investissements, il n'est pas possible d'en déterminer exactement la rentabilité; aussi, les changements dans les taux d'intérêt ne les affectent pas. Même s'ils sont purement «défensifs», ces investissements sont souvent considérés d'une telle importance pour la profitabilité à long terme des entreprises qu'ils restent insensibles aux changements modiques de coûts dus à une hausse des taux des emprunts.

Il faut aussi se rappeler du fait que les intérêts sur obligations et sur hypothèques versés par toutes les entreprises non financières représentent seulement environ un tiers de 1 p. 100 de leurs chiffres de ventes; les 300 millions de dollars qu'elles ont versés à ce titre en 1960 représentaient moins de 10 p. 100 de leurs profits avant impôts¹⁰. Bien que ce chiffre augmente d'environ la moitié autant si on y ajoute l'intérêt payé sur les emprunts

¹⁰ *Statistiques fiscales.*

bancaires, les taux d'intérêt demeurent un facteur relativement mineur des frais d'exploitation des entreprises en général. Même dans le cas de quelques compagnies de services publics, un secteur où les immobilisations sont proportionnellement très fortes et où l'on pourrait croire que les effets des changements de coûts d'intérêt sont particulièrement significatifs, l'accent est mis sur la nécessité de satisfaire la demande du public; cette demande elle-même n'est que peu affectée par les changements dans les conditions de crédit. Dans le cas des services publics qui ont plus de flexibilité pour modifier leurs programmes d'immobilisation, le fait que les autorités qui les réglementent soient disposées à tenir compte du coût de leurs capitaux lorsqu'elles approuvent leurs tarifs tend à réduire la sensibilité de ces entreprises aux changements de taux d'intérêt.

L'impôt élevé sur les profits constitue un autre facteur qui contribue à réduire la sensibilité des entreprises. Les dirigeants d'entreprises soulignent fréquemment que le coût d'un accroissement dans les taux d'intérêt est réduit de moitié du fait de l'impôt sur les profits, et que l'influence de ce facteur est par conséquent réduite d'autant. Ce point de vue exerce un certain poids sur les décisions, quoique l'on considère parfois que si les profits après impôt d'une entreprise sont réduits du plein montant de l'impôt, le rapport entre coûts d'intérêt et rentabilité après impôts n'est pas changé. Les indications que nous possédons font croire cependant qu'une proportion considérable de l'impôt sur les profits des entreprises est retransmise à d'autres et que l'effet d'une augmentation des taux d'intérêt est donc amorti par le taux élevé d'impôt, quoique ceci soit beaucoup moins vrai dans le cas des petites entreprises assujetties à un taux d'impôt moins élevé.

Ces affirmations générales ne seront probablement pas reçues avec surprise, car presque tous les travaux des recherches sur le sujet ont eu tendance à conclure dans le même sens. Néanmoins, quelques-uns de ceux qui acceptent le point de vue que les changements de taux d'intérêt représentent un facteur peu important dans l'ensemble des coûts

pensent quand même qu'on est fortement enclin à différer un investissement si l'on entrevoit que les taux d'intérêt s'abaisseront dans un prochain avenir. Ils prétendent qu'une augmentation de 5 p. 100 à 6 p. 100 du taux d'emprunt à long terme, laquelle ne produira probablement pas d'effets majeurs si l'on prévoit qu'elle sera permanente, aura de l'influence si l'on espère fermement que le taux reviendra à 5 p. 100 dans un an. La décision de lancer une émission d'obligations à 20 ans à 6 p. 100 amortissable par versements égaux de capital et intérêt fait augmenter le service annuel de cet emprunt de presque 9 p. 100, comparativement à une émission faite un an plus tard à 5 p. 100; exprimé d'une autre façon, cela implique un coût d'intérêt à court terme de près de 15 p. 100 pour la première année. Nous avons reproduit au chapitre 24 une analyse du professeur Lundberg de l'impôt suédois sur les investissements qui a un effet de cette nature, et il semble peu douteux que cet impôt ait exercé une influence importante sur les dépenses de capital.

Comme question de fait, cependant, une augmentation de 5 p. 100 à 6 p. 100 dans les taux d'intérêt à long terme a très peu de chance de se produire si l'on s'attend *généralement* à un retour du taux à 5 p. 100 d'ici un an. De plus, ceux qui ont à investir et qui croient fermement que l'augmentation est temporaire n'ont pas besoin de différer leur immobilisation: ils peuvent simplement faire un financement temporaire jusqu'au moment où les taux d'intérêt à long terme auront baissé. Si le taux qu'ils ont à payer pour ce financement temporaire est raisonnable, ils n'ont plus de motif pour différer leur projet. Nous avons trouvé plusieurs entreprises qui réagissent ainsi, modifiant le calendrier de leurs emprunts à long terme selon leurs prévisions sur les fluctuations à venir des taux d'intérêt. D'autres maisons d'affaires ne tentent pas de prévoir les conditions du marché et, implicitement, considèrent tout changement dans le taux de leurs emprunts comme s'il devait être permanent. Dans un cas comme dans l'autre, le choix du moment des dépenses d'investissement ne sera pas générale-

ment affecté par l'attente de changements prochains dans les taux d'intérêt à long terme. Néanmoins, il y a certaines compagnies qui se rendent fort bien compte qu'elles empruntent au sommet d'un cycle des taux d'intérêt à long terme; et, soit qu'elles ne peuvent se financer à court terme dans une mesure suffisante ou qu'elles choisissent de ne pas le faire, elles décident de réduire leur dépense. Nous avons constaté, toutefois, que ces cas sont relativement rares.

Si les marchés financiers étaient parfaits, il nous aurait suffi d'analyser les effets des taux d'intérêt sur la dépense. Mais en périodes de restriction du crédit, des maisons d'affaires qui ont facilement accès au crédit en temps normal ne peuvent pas toujours obtenir les fonds dont elles ont besoin même en payant les taux courants du marché. En un mot, l'abondance du crédit est réduite, mais la difficulté accrue de trouver des fonds ne se reflète pas entièrement dans les taux d'intérêt. Pour une maison qui a des sources alternatives de financement à taux raisonnables lorsque ses sources habituelles de crédit se tarissent, cela peut n'avoir d'autre effet qu'une augmentation modérée du taux qu'elle est tenue de payer pour ses emprunts. Pour les maisons qui n'ont pas cet accès facile à d'autres sources convenables, l'augmentation effective de leurs taux d'intérêt est beaucoup plus accentuée, car elles doivent recourir à des prêteurs qui coûtent beaucoup plus cher. Pour certaines entreprises, les effets possibles d'un tarissement de leurs sources normales de crédit sont donc plus importants que ceux qui découlent du seul fait d'un changement général dans les taux. Toutefois, les variations du volume du crédit disponible ont eu en fait sensiblement les mêmes effets que les changements de taux d'intérêt. Au cours des périodes récentes de restriction du crédit, certaines entreprises ont différé ou abandonné des projets spécifiques parce qu'il ne leur était pas possible d'obtenir du crédit ou qu'il leur répugnait de s'adresser à des sources alternatives plus onéreuses. En général, cependant, les pénuries du volume des crédits n'ont pas été assez rigoureuses pour exercer plus qu'une in-

fluence limitée sur les investissements en usines et en outillage.

L'investissement en stocks commerciaux a quelquefois été considéré comme étant particulièrement susceptible de réagir à la restriction du crédit. Cependant, nous avons trouvé peu d'indices d'une telle sensibilité, et il semble y avoir peu de rapport entre le volume des stocks non agricoles et les taux d'intérêt. Il est généralement admis par les maisons d'affaires que des facteurs technologiques déterminent les niveaux appropriés des stocks, et que les variations de ces niveaux sont assez indépendantes des changements du coût de porter les stocks. Dans certains cas, des maisons ont réduit leurs stocks à la suggestion de leurs banquiers ou d'autres prêteurs, ou à cause de changements dans la disponibilité du crédit; mais au total, ces réductions semblent avoir été peu importantes. Les renseignements que nous avons recueillis indiquent aussi que les stocks agricoles et les céréales dans les circuits commerciaux ne sont que très peu affectés par la restriction du crédit.

Les dépenses des gouvernements en biens et services ont aussi tendance à demeurer relativement insensibles. Au cours de nos audiences, certaines provinces et municipalités ont attiré notre attention sur des réductions de leurs dépenses de capital causées par des restrictions du crédit. Quand tous les renseignements eurent été réunis et comparés avec le total des dépenses durant les périodes en question, il devint évident que les dépenses provinciales et municipales n'avaient été restreintes que modérément. Les avantages découlant des dépenses de capital des gouvernements peuvent rarement s'évaluer de la même façon que les investissements d'affaires, ni leur rentabilité se comparer avec le coût des fonds. Les gouvernements doivent plutôt se laisser influencer par le degré d'urgence de telle ou telle dépense et par les conséquences politiques de leur négligence à répondre à une demande persistante de meilleurs services. Si leur jugement indique que telles dépenses s'imposent, les gouvernements sont rarement dissuadés de les faire par une augmentation des taux d'intérêt du genre de celles que nous avons connues. De

plus, s'ils s'attendent à une hausse des prix, ils peuvent estimer qu'un retard à exécuter leurs projets entraînera des hausses de coûts qui annuleront et davantage les économies d'intérêt possibles. Néanmoins, les charges d'intérêt alourdissent les charges fiscales, et dans certains cas, de hauts taux d'intérêt ont eu un effet de contrainte sur les dépenses de capital. De même, la restriction du montant du crédit mis à la disposition de certaines municipalités a eu quelque effet sur leurs dépenses; mais dans d'autres cas elles ont simplement décidé d'aller sur le marché plus tôt que prévu et n'ont pas différé leurs projets.

Il devrait être relativement facile de déterminer l'effet d'une restriction du crédit sur les dépenses de consommation des particuliers. Nous sommes tous des consommateurs, et bien que nous ne soyons pas pleinement conscients de toutes les raisons qui motivent nos décisions, nous devrions être à même de savoir dans quelle mesure nous avons modifié nos plans à cause d'augmentations dans les taux d'intérêt et de limitations dans les volumes de crédit disponible. Cependant, en dépit d'indices que les consommateurs sont sensibles aux taux d'intérêt en ce sens qu'ils modifient la forme de leur épargne, les statistiques globales et les enquêtes ne sont pas concluantes quant aux effets des taux sur le total de leur épargne. Malgré la croissance de l'épargne accumulée en vertu de contrats, de pensions et autres aussi bien que d'emprunts à rembourser, il est apparent que l'épargne des particuliers fluctue d'année en année; rien ne démontre qu'il existe, ou n'existe pas, un rapport étroit entre l'épargne des particuliers et les taux d'intérêt¹¹.

On a généralement pensé que les consommateurs qui empruntent sont ordinairement peu sensibles aux augmentations de taux d'intérêt, mais qu'ils réagissent d'une façon passablement marquée à des changements importants du montant du paiement initial ou de celui des versements mensuels résultant d'une réduction de la

durée du prêt. Comme il y a un gros élément de frais de service dans la plupart des prêts aux consommateurs, les taux effectifs d'intérêt sont souvent très élevés et une augmentation de 1 p. 100 ou 2 p. 100 dans le niveau général des taux d'intérêt—même si elle se reflète par un changement des taux exigés sur les prêts aux consommateurs—aura un effet, proportionnellement faible sur le coût total des emprunts. D'autre part, beaucoup de consommateurs éprouvent de la difficulté à augmenter leur paiement initial ou à rencontrer des versements mensuels plus élevés si la période du prêt est abrégée. Aussi, l'expérience au Canada et dans d'autres pays indique que des changements de ce genre ont des effets considérables sur les dépenses de consommation financées par prêts à tempérament.

Dans le cas de l'habitation, les consommateurs s'engagent pour un montant plus considérable et pour une période plus longue, et une augmentation sensible des taux entraîne une augmentation considérable du service des emprunts par rapport aux revenus des consommateurs. Toutefois, les changements les plus importants dans les dépenses de construction de nouvelles habitations sont survenus lorsqu'il s'est produit une pénurie de capitaux pour les hypothèques de la L.N.H. Comme il a été expliqué au chapitre 14, les prêteurs institutionnels trouvent que les prêts hypothécaires de la L.N.H. emploient profitablement leurs fonds lorsque les conditions de crédit sont relativement faciles. Cependant, si les taux d'intérêt à long terme s'élèvent et que celui de la L.N.H. ne change pas, la différence de rendement entre les hypothèques de la L.N.H. et les autres sortes de placements devient moins attrayante et les prêteurs institutionnels ont tendance à délaisser les prêts de la L.N.H. Si la Société centrale d'hypothèques et de logement ne consent pas de prêts directs pour combler la pénurie qui s'ensuit sur le marché des fonds de la L.N.H., les constructeurs et les acheteurs doivent choisir entre se financer par hypothèques ordinaires (qui comportent de plus hauts taux d'intérêt, un paiement initial plus élevé et une durée moins longue) ou différer leur cons-

¹¹ Une augmentation des taux d'intérêt a sur l'épargne des effets qui s'opposent—elle augmente la rétribution de l'épargnant, mais elle réduit le montant nécessaire pour constituer un capital donné.

truction¹². Ce changement dans les conditions du crédit hypothécaire disponible a considérablement affecté les dépenses pour l'habitation.

Certains effets intérieurs d'une situation de crédit facile sont simplement l'inverse de ceux d'une restriction du crédit. Par exemple, la plus grande abondance des prêts de la L.N.H. en 1957-1958 détermina un accroissement considérable des dépenses pour l'habitation en 1958, car la demande avait été effectivement freinée par la difficulté de se procurer des fonds à des conditions favorables. Au surplus, la demande de logement demeura forte durant cette période, et comme elle avait été entravée par la restriction du crédit au cours du boom précédent, on pouvait l'encourager en rendant le crédit facile pendant la récession. Aucune de ces conditions ne se présentait dans le cas des autres catégories de la dépense nationale. La restriction du crédit avait eu des effets limités sur les dépenses, et l'on pouvait par conséquent s'attendre que le relâchement aurait également des effets modérés. Additionnellement, il s'est produit fréquemment des changements marqués dans l'intensité de la demande d'autres biens et services à la suite des fluctuations en cours ou prévues de la conjoncture, et la demande et la dépense faiblirent en même temps que les conditions de crédit devenaient plus faciles. On ne pouvait par conséquent s'attendre à des changements importants et visibles dans la dépense nationale attribuables au passage d'une restriction à un relâchement.

D'après les faits que nous avons rassemblés, il semble que l'abaissement des taux d'intérêt et la plus grande abondance du crédit n'ont pas eu d'effets stimulants bien marqués sur la dépense nationale sauf au poste de l'habitation. Cela est d'accord avec l'opinion souvent exprimée que la politique monétaire est efficace pour contenir un boom mais qu'elle l'est moins pour stimuler une reprise, opinion reflétée dans des dictons tels que «Vous pouvez conduire un cheval à l'abreuvoir

mais vous ne pouvez pas le forcer à boire» ou «On ne peut pousser sur une ficelle». Au cours des périodes de faiblesse de la conjoncture, les efforts pour stimuler l'investissement en relâchant le crédit produisent de maigres résultats, selon l'avis général, parce que les occasions d'investir avec profit se raréfient. En fait, lorsqu'il y a beaucoup de surplus de capacités de production et que les perspectives économiques sont mauvaises, la rentabilité probable de beaucoup d'investissements peut être négative. C'est un état de choses assez semblable à celui qui régnait au cours des années '30, alors que le relâchement général du crédit eut moins d'effet que plusieurs ne l'avaient escompté, d'où est venue la thèse que la politique monétaire et la gestion de la dette sont plutôt inefficaces pour stimuler la demande.

Toute personne qui doute des effets d'une restriction du crédit doit tempérer ses affirmations en apportant des réserves quant au degré de vigueur avec laquelle on poursuit une politique de restriction. Il y a eu autrefois plusieurs paniques financières quand les taux d'intérêt se sont élevés à des niveaux anormaux et quand le tarissement du crédit disponible a amené des faillites nombreuses. On ne peut évidemment douter que des conditions financières extrêmes affectent considérablement la conjoncture, même lorsque les affaires sont prospères et qu'il y a un fort sentiment inflationniste. Ainsi, si le niveau normal des taux d'intérêt à court terme est de 3 p. 100 à 4 p. 100, et supposant que les complications internationales ou autres ne limiteraient pas la liberté des autorités, celles-ci pourraient restreindre efficacement la demande en poussant les taux suffisamment, quoique peut-être à un niveau de beaucoup supérieur à 6 p. 100. Alors qu'en théorie il n'y a pas de limite à une augmentation des taux d'intérêt, un abaissement ne peut être provoqué que dans certaines limites par les politiques usuelles en matière de monnaie et de dette. Le taux à court terme des bons du Trésor peut être réduit à pratiquement zéro, mais on ne peut le rendre négatif. On a donc une plus grande marge de jeu du côté de la

¹² Étant donné qu'une hypothèque de la L.N.H. doit être obtenue au moment de la construction, il n'est pas possible aux emprunteurs de se financer à court terme ailleurs et de contracter subséquemment un emprunt de la L.N.H. quand les fonds redeviennent disponibles sur ce dernier marché.

restriction si l'on se borne à la mise en œuvre des politiques usuelles.

Ces différences d'efficacité entre la restriction et l'expansion du crédit n'ont eu qu'une importance pratique partielle dans les années récentes. Au cours des récessions, il y avait des excédents de capacité dans plusieurs industries et les perspectives économiques n'étaient pas encourageantes, mais il ne régnait pas de pessimisme radical. Quoiqu'une expansion exagérée de quelques types d'usines et d'outillages au cours du boom d'investissements de 1955-1957 a fait perdre tout attrait aux projets d'investissement subséquents, cela n'a pas été le cas pour toutes les industries et entreprises, et l'équipement productif du pays a continué de s'accroître aussi bien dans les mauvaises années que dans les bonnes. La facilité du crédit pouvait donc exercer une certaine influence sur plusieurs catégories d'investissements. Qu'une telle influence soit difficile à discerner tient en partie à la nature des changements survenus dans les conditions de crédit pendant les années '50. Au cours de cette décennie, une tendance à la hausse des taux d'intérêt s'est fait sans cesse sentir, et chaque période de relâchement n'a créé en somme qu'un vallon au flanc d'une colline. Dans la plupart des cas, les changements vers une politique de facilité furent moins prononcés que ceux qui agirent dans un sens restrictionniste et furent donc moins susceptibles de déclencher une réaction perceptible.

Il y a d'autres explications à la faible réaction qu'on peut attendre d'une détente du crédit comparativement à celle d'une restriction. Nous avons noté comment les entreprises qui recourent à des fonds extérieurs sont insensibles en périodes de faibles investissements. De plus, les entreprises qui cherchent à fixer le calendrier de leurs emprunts en tenant compte des conditions des marchés financiers peuvent ainsi emprunter davantage en périodes de crédit facile, mais cela n'influence pas nécessairement le moment où les immobilisations se feront. Finalement, il peut y avoir des retards dans leur planification qui

ralentissent leur réaction à un allègement des conditions de crédit. Lorsqu'il y a restriction du crédit, certaines entreprises dont les programmes sont tout préparés peuvent décider de différer ou d'abandonner un ou plusieurs projets. Bien que ce ne soit pas là une décision facile à prendre, on peut toujours le faire tant que la construction n'est pas commencée ou qu'une commande d'outillage n'a pas été donnée. Mais par contre, préparer des plans demande forcément du temps et si, parce que les taux d'intérêt s'abaissent ou que le crédit est plus abondant, on décide d'exécuter un plus gros programme d'investissement, les dépenses réelles pourront ne pas augmenter avant un délai considérable. Ce problème ne se posera pas si l'on fait de la planification à longue portée et si on peut accélérer dans une période de détente un programme qu'on avait ralenti dans une période de restriction. Ce genre de planification devient plus répandu, mais on constate souvent que les conditions évoluent au point qu'un projet laissé en suspend n'offre plus d'attrait dans sa forme initiale lorsque survient le temps opportun pour le réaliser.

Quelle que soit l'efficacité d'un relâchement du crédit, l'identification de ses effets est rendue moins aisée du fait que quand le crédit devient plus disponible et moins coûteux, ce facteur peut alors perdre de son importance aux yeux des gens. Si quelqu'un s'engage alors dans telle ou telle dépense, il pourrait ne pas l'avoir fait si les conditions avaient été plus difficiles, mais il est particulièrement malaisé d'isoler ce facteur des nombreux autres qui influent sur la décision. Aussi la réaction très faible à une détente du crédit que révèlent les questionnaires et les entretiens sous-estiment probablement l'effet de cette détente sur la dépense nationale. Par exemple, la proportion de ceux qui ont répondu à notre enquête sur les consommateurs en disant qu'ils seraient disposés à augmenter leurs achats de maisons et de voitures si les conditions de crédit étaient beaucoup plus faciles était bien moins forte que la proportion qui, lorsqu'on leur a demandé quelle serait leur attitude en période

de restriction, ont répondu qu'ils réduiraient leurs achats. Pourtant, nous n'avons aucun doute que la plus grande abondance et les termes plus favorables du crédit à la consommation dans la période d'après-guerre a eu un effet considérable sur les achats de biens de consommation.

LES EFFETS INTERNATIONAUX DES CHANGEMENTS DANS LES CONDITIONS DE CRÉDIT

La discussion jusqu'ici s'est limitée à la réaction directe de la dépense nationale aux variations dans les conditions de crédit. C'est là le rapport qui importe pour les pays qui ont un régime de taux fixe du change. Si les capitaux circulent librement sous l'influence d'écart dans les taux d'intérêt sans ce régime, un changement dans les mouvements de capitaux affectera surtout les réserves de devises plutôt que le taux du change. Par contre, dans un régime de taux libre du change, si les capitaux circulent sur une haute échelle—(c'était la situation au Canada pendant les années '50)—les changements dans les conditions de crédit peuvent aussi influencer indirectement la dépense par le truchement de leur influence sur le taux du change.

Dans ce régime de taux libre, un changement dans les conditions de crédit au Canada qui haussait les taux d'intérêt relativement à ceux des autres marchés de capitaux tendait directement à diminuer la dépense nationale et donc à réduire les importations dans une certaine mesure¹³. L'amélioration initiale de notre balance des comptes—qui dans un régime de taux fixe se serait traduite par une addition aux réserves de devises—avait tendance dans notre régime de taux libre à accroître le cours du dollar canadien sur les marchés de devises. S'il n'y avait eu ni mouvements de capitaux ni variations dans les réserves officielles, il aurait fallu que ce changement dans le taux du change soit tel qu'il provoque suffisamment d'autres changements dans

le commerce international pour rétablir l'équilibre original de la balance des comptes, c'est-à-dire que d'autres importations auraient dû augmenter ou les exportations diminuer, ce qui aurait comprimé davantage la dépense au Canada. Puisqu'au départ les effets intérieurs d'une restriction du crédit ne sont pas considérables, l'ajustement dans le taux du change en de telles conditions n'aurait pas eu normalement besoin d'être très considérable non plus. Cependant, au cours de cette période, les capitaux affluaient librement au Canada, et les restrictions du crédit qui augmentaient l'écart entre nos taux d'intérêt et ceux de l'extérieur encourageaient de plus grandes entrées de capitaux et portaient le cours du dollar canadien à un plus haut niveau encore. Ce renforcement du stimulant aux importations et du freinage des exportations eut donc un effet considérable pour amortir l'activité économique, ce qui ne se serait pas produit dans un régime de taux fixe du change.

L'importance de cet effet sur la dépense intérieure tient, entre autres causes, à l'amplitude des mouvements de capitaux que déclenchent les écarts de taux d'intérêt et à l'intensité de la réaction du commerce international aux changements dans le taux du change. Les témoignages que nous avons reçus indiquent que, si certains mouvements de capitaux répondent sans délai aux fluctuations des conditions de crédit, des variations du taux du change qui sont faibles et temporaires sont peu susceptibles d'affecter grandement le commerce. Comme nous l'indiquerons plus loin, il y a d'autres facteurs d'équilibre en courte période, y compris l'effet stabilisant des capitaux spéculatifs. Cependant, si les changements du taux du change sont plus considérables et paraissent durables, ils exerceront un effet majeur sur le commerce. Ainsi, dans un régime de taux libre du change, si les changements des conditions de crédit modifient l'écart des taux d'intérêt entre le Canada et d'autres pays, ils entraîneront des effets internationaux, avec d'importantes répercussions sur notre commerce étranger et donc sur la conjoncture intérieure s'ils se prolongent au-delà d'une courte période.

¹³ Les exportations pourraient aussi s'accroître dans une situation où, par suite d'une forte demande intérieure, la production s'était antérieurement consacrée à la satisfaire.

LES RETARDS DANS LA RÉACTION DE LA DÉPENSE AUX CONDITIONS DE CRÉDIT

Dans toute évaluation de l'efficacité de la politique monétaire et de la gestion de la dette, il faut connaître non seulement l'ampleur mais aussi le moment d'apparition de leurs effets sur la dépense et sur la production, particulièrement si on veut faire varier les conditions de crédit fréquemment. On admet depuis longtemps que la lenteur de l'économie à réagir à un changement de politique soulève des problèmes; mais on ne s'en était pas préoccupé sérieusement durant les deux décennies antérieures à 1950. Plusieurs grands pays ont maintenu des conditions de crédit constamment faciles dans les années '30 et '40; lorsque les instruments de la politique ne changent pas de direction, le moment de leurs effets n'a pas beaucoup d'importance. Ainsi, on ne peut tout de même pas dire que le taux élevé du chômage dont souffrait l'économie canadienne dans les dernières des années '30 était imputable à des retards dans l'effet des mesures monétaires. En fait, ce ne fut qu'en 1950, alors que la flexibilité de la politique monétaire fut rétablie et que l'on commença à renverser la politique à tous les deux ou trois ans, que le facteur temps prit une importance considérable. Nous nous occupons ici du retard qui se produit entre un changement dans les conditions de crédit et les changements qui en résultent dans la production et l'emploi, car sans une certaine connaissance de ces retards on ne peut juger si même la promptitude des autorités à intervenir produira son effet assez tôt pour stabiliser l'économie au lieu de la déstabiliser.

Il semble que les dirigeants financiers des gouvernements et des entreprises mettent peu de temps à se rendre compte d'un changement important dans les conditions de crédit. Ils peuvent bien ne pas tous disséquer le rapport hebdomadaire de la Banque du Canada, mais ils transigent régulièrement sur les marchés financiers. Ils ont ainsi rapidement connaissance de tout changement majeur concernant les taux d'intérêt du marché et l'abondance des capitaux. Cela ne veut pas dire que les dépenses sont beaucoup

affectées par une politique de restriction ou de facilité dès les premiers moments. En certaines périodes du passé, les taux d'intérêt à court et à long terme se sont élevés pendant plusieurs mois avant que l'on puisse déceler un changement d'attitude notable chez ceux qui décident des questions d'immobilisations. Il ressort de notre enquête qu'il faut quelques mois, quand le changement dans les conditions de crédit est graduel, pour amener le système financier au point où ce changement exercera une influence restrictive sur les dépenses. Une exception à cette tendance générale s'est produite en 1962, alors que le changement dans les conditions de crédit a été dramatique. Le fait qu'il y avait d'autres facteurs d'incertitude à ce moment là—y compris une crise du change—et que le changement de politique monétaire arrivait après une longue période d'expansion du crédit bancaire permet de considérer ce cas comme plutôt spécial. Il indique, néanmoins, qu'un changement décisif des taux d'intérêt et des politiques des banques en matière de prêts peut réagir rapidement sur les décisions d'investissement.

Un changement dans la décision d'entreprendre ou de ne pas entreprendre un projet d'immobilisations n'aura naturellement pas un effet immédiat sur l'emploi et la production. La plupart des dépenses de capital en cours à un moment donné découlent de projets commencés antérieurement, tandis que la plupart des décisions prises à ce moment commandent des dépenses à faire plus tard. La durée du retard dépend de la nature du projet. Cela peut s'illustrer par une série d'exemples tirés de la période de restriction du crédit du milieu de 1962. Une compagnie pétrolière qui décida de réduire son programme de postes de service pour 1962 aurait complété ce programme dans l'été et l'automne de cette année-là. La construction d'un navire qui fut différée en 1962 aurait été complétée au printemps de 1963, de sorte que les effets directs sur l'embauchage auraient été ressentis durant la période allant de la mi-1962 au début de 1963. Une certaine construction d'entrepôt qui fut différée, faute d'obtenir un crédit bancaire, aurait été entreprise à l'été et à l'automne. Une dépense de remplace-

ment de \$600,000 inscrite au programme d'un entrepreneur en construction mécanique aurait été faite au cours de l'automne. Un établissement de matériaux de construction qui différa l'achat de voitures et de camions réduisit d'autant les ventes de véhicules-moteurs en 1962. Une petite maison de matériaux de construction qui négociait avec une institution de prêt au moment du resserrement du crédit fut incapable d'obtenir des fonds pour financer son expansion et remit à plus tard des dépenses qu'elle aurait faites en grande partie dans la même année. Une manufacture de produits industriels, modeste mais qui progressait rapidement, projetait de moderniser son outillage: inquiétée par ce qu'on disait sur la rareté du crédit, elle renonça à son plan et ne fit pas son achat en 1962. Une compagnie pétrolière de moyenne importance ajourna d'une année l'installation d'une pipeline qu'elle devait construire en 1962.

Certains des effets directs et indirects des ajournements ou abandons qui viennent d'être énumérés—lesquels, quoique nombreux, ne représentaient pas une forte proportion des dépenses d'investissement des entreprises—se seraient prolongés jusqu'en 1963 et au delà, mais il est évident qu'une bonne partie de l'effet se serait fait sentir assez rapidement. Nous avons trouvé d'autres cas où les délais furent beaucoup plus longs. Une papeterie qui n'avait pas fait l'achat d'une machine à papier estimait que cet investissement aurait fourni de l'emploi pendant une période de deux ans et demi. Le nouvel édifice qui aurait abrité cette machine se serait construit en partie en 1962, mais la construction de la machine elle-même aurait pris une période beaucoup plus longue et aurait pu se faire dans un autre pays. Une compagnie pétrolière qui réagit aux changements dans les conditions de crédit en 1962 déclara qu'elle se proposait de réduire ses dépenses de l'année suivante également. Une compagnie hydroélectrique qui ajourna la mise en marche d'un projet fut en mesure de fournir des informations assez précises à l'effet que le résultat se traduirait par une diminution de ses dépenses en 1962 et 1963 et une augmentation

subséquente en 1964 et en 1965, le gros de l'effet restrictif se produisant en 1963.

Les délais dans la construction d'habitations offrent beaucoup moins de complexité que ceux qui concernent les dépenses des gouvernements et les investissements des entreprises. Il y a eu parfois un intervalle considérable avant que se modifie l'écart de rendement entre les prêts hypothécaires de la L.N.H. et d'autres sortes de placements, et, par conséquent, avant que les prêts institutionnels ne soient affectés de façon importante, mais une fois que cela s'est produit—ou qu'on a décidé de modifier le volume de prêts directs de la S.C.H.L.—les mises en chantier de maisons peuvent être influencées très rapidement. Notre travail économétrique fait voir que le délai est en moyenne d'environ trois mois, et peut être occasionnellement aussi court que quelques semaines. Le mémoire de la Société centrale d'hypothèques et de logement indique que les pointes dans les dépenses de construction d'habitations sont susceptibles de retarder jusqu'à quatre mois sur les pointes dans les mises en chantier, ce qui reflète la durée de la période de construction et la distribution du travail exécuté au cours de cette période.

Nous avons déjà mentionné que l'effet principal des fluctuations du taux du change induites par des changements dans les conditions de crédit est ressenti après un délai considérable. Certains mouvements de capitaux internationaux réagissent rapidement, mais il peut y avoir des mouvements compensatoires qui en réduisent l'effet immédiat sur le taux du change; de plus, les mouvements de capitaux à long terme réagissent moins rapidement. Cependant, même si la réaction sur le taux même se produit dans l'espace de quelques mois, il faut du temps pour que les producteurs s'y ajustent, et ces ajustements seront limités si l'on a raison de croire que, de toute façon, le changement ne sera que temporaire.

En résumé, il y a une variation considérable dans les retards entre le moment où les conditions de crédit sont amenées au point où elles peuvent influencer sur différentes catégories de dépenses et le moment où cette influence est ressentie dans l'économie. Pour certaines catégories de dépenses,

telles que la construction d'habitations, les retards sont variables mais assez courts et assez faciles à prévoir. Dans d'autres secteurs de l'économie, les retards varient selon la nature des dépenses, mais une grande partie des effets directs sur l'emploi et la production se fera sentir en deçà d'une période pouvant varier entre quelques semaines et 6 ou 9 mois, quoique d'autres effets — tant directs qu'indirects — se feront sentir plus tard. Notre dossier indique de plus que ces retards peuvent être abrégés considérablement si les changements dans les conditions de crédit sont assez frappants, spécialement si le climat des affaires et les perspectives sont considérablement affectés par les mesures de politique elles-mêmes ou par d'autres événements dans l'économie. Les faits recueillis semblent établir enfin que pour tous les cycles de la conjoncture sauf ceux de très courte durée, l'action des autorités peut jouer un rôle utile de stabilisation, quoique la nature variable de quelques-uns des retards crée le risque que les effets de politiques antérieures persistent alors qu'un changement de la conjoncture commanderait des effets contraires. Ces effets peuvent être surtout dommageables si l'on poursuit trop longtemps des politiques restrictives inappropriées.

UNE ÉTUDE DE CAS: LA RESTRICTION DU CRÉDIT DE 1958-1960

La nature complexe du problème d'évaluer l'étendue et le moment de la réaction à court terme de l'économie aux changements dans les conditions de crédit peut être illustrée en étudiant la période de restrictions de 1958-1960. Le taux annuel désaisonnalisé de la dépense nationale brute durant le quatrième trimestre de 1959 et les premier et deuxième trimestres de 1960 (la pointe de l'expansion) était de 35.4 milliards, 36 milliards et 35.6 milliards respectivement. Comme question de fait, le niveau de l'activité économique au cours de ces trois trimestres était bien au-dessous de la capacité de production de l'économie, mais l'à-propos des politiques n'est

pas ici notre sujet. Nous pouvons constater ce qui s'est produit en fait; mais ce n'est que par déductions que nous pouvons estimer ce qui serait arrivé en d'autres conditions de crédit, ce qu'il faut faire si l'on veut évaluer les effets attribuables aux changements dans les conditions de crédit qui ont effectivement eut lieu au cours de cette période.

Il serait erroné de prétendre que les techniques de mesure employées permettent de définir avec précision les conditions de crédit alternatives qui servent de point de comparaison. Nous avons cependant pris comme guide les conditions de crédit qu'aurait pu déterminer une politique de relâchement aussi accentuée que l'aurait permis le souci de ne pas provoquer une forte dépréciation du taux du change. Nous prenons pour acquis que ces conditions auraient été caractérisées par une augmentation très modérée des taux d'intérêt et par peu de restriction des prêts bancaires. A partir de cette hypothèse, nous avons estimé l'effet sur la dépense du changement qui a effectivement eu lieu dans les conditions de crédit, c'est-à-dire l'augmentation du taux des bons du Trésor à partir d'environ 1 p. 100 au milieu de 1958 à plus de 6 p. 100 au mois d'août 1959, l'augmentation du rendement des obligations à long terme du gouvernement d'environ 4 p. 100 à 5.6 p. 100, et une restriction importante des prêts bancaires.

Nous n'avons pu estimer l'effet direct sur la consommation du changement dans les conditions de crédit qui s'est produit en 1958-1960. La consommation est un élément important de la dépense, et même une réaction modérée de ce poste à une hausse des taux d'intérêt ou à une limitation du volume disponible du crédit serait quantitativement significative. Le crédit en cours à la consommation a passé d'environ 3.2 milliards à la fin de 1958 à 3.6 milliards à la fin de 1959, quoique les prêts des banques à charte aux particuliers contre la garantie de valeurs mobilières s'abaissèrent de 287 millions en 1958 à 282 millions en 1959 — probablement à cause des restrictions sur les prêts pour fins spéculatives. Les autres prêts bancaires aux particuliers restèrent stationnaires pendant quelques mois en 1959. Des prêts furent refusés au cours de cette période à certains particuliers;

une partie de ceux-ci eurent effectivement à diminuer leurs achats de biens durables, mais notre impression—appuyée par les résultats de notre enquête sur les consommateurs—est que cela n'est pas arrivé fréquemment¹⁴.

En vue d'obtenir plus d'informations sur la réaction des consommateurs aux changements dans les conditions de crédit, certaines questions hypothétiques furent posées au cours de notre enquête sur les consommateurs. Les résultats ont indiqué une réaction beaucoup plus forte que nos autres renseignements et la statistique globale sur la dépense des consommateurs la laissaient supposer; mais il y a raison de croire que ces résultats sont trompeurs. Par exemple, des 388 consommateurs qui ont acheté des voitures-automobiles à crédit dans la période 1957-1962 et à qui l'on a demandé ce qu'ils auraient fait si de plus hauts frais de financement les avaient obligés de payer 5 p. 100 de plus par mois—c'est-à-dire \$3 à \$4 de plus par mois sur le contrat d'achat d'une voiture neuve—pas moins de 48 p. 100 ont répondu qu'ils auraient différé leur achat ou auraient acheté une voiture moins coûteuse. De plus, 41 p. 100 ont répondu dans le même sens lorsqu'on leur a demandé quelle aurait été leur réaction probable si le raccourcissement de la durée du prêt avait augmenté les versements mensuels de 10 p. 100¹⁵. Pour l'habitation, les réponses de 543 familles furent tout aussi catégoriques, 46 p. 100 indiquant qu'elles auraient réduit ou différé leurs achats si leurs versements mensuels sur hypothèque avaient été de 10 p. 100 plus élevés en raison de l'augmentation des taux d'intérêt, et 37 p. 100 déclarant qu'ils auraient agi de même dans le cas d'une augmentation correspondante due au raccourcissement de la durée de leur prêt. Il est intéressant cependant de noter que seulement 2 p. 100 à 8 p. 100 des consommateurs

répondirent qu'ils auraient fait des achats plus coûteux dans des circonstances inverses¹⁶.

Ces résultats nous laissent sceptiques pour un certain nombre de raisons. Tout d'abord, il est toujours risqué de poser des questions hypothétiques, et les réponses inspirent beaucoup moins de confiance que si elles se rapportaient à des décisions effectivement prises. C'est surtout le cas lorsqu'il n'est pas possible de donner suite à l'enquête et de comparer les réponses avec le comportement réel de ceux qui les ont données. En deuxième lieu, les questions étaient difficiles, et il ressort des commentaires des participants et des enquêteurs qu'elles n'ont pas toujours été bien comprises. En troisième lieu, de nombreuses réponses indiquaient que les participants s'objectaient fortement au niveau des frais qu'ils avaient effectivement payés et qu'ils se sentaient obligés en logique de déclarer qu'ils auraient différé leurs achats si ces frais avaient été le moins possible plus élevés.

Notre scepticisme s'appuie sur les faits que notre enquête a recueillis quant aux décisions réelles en matière de dépenses. On demanda à tous s'ils avaient différé d'acheter une maison ou une voiture dans les cinq années 1957-1962 après en avoir sérieusement considéré la possibilité (au point de vérifier les prix, termes de crédit et autres détails). Pour les maisons et les voitures, 10 p. 100 et 8 p. 100 respectivement de ceux que l'on questionna dirent avoir différé un achat, mais ils donnèrent comme raison la plus fréquente que l'achat était trop dispendieux. En 10 p. 100 seulement de ces cas, on a fourni comme raison des difficultés de financement d'une sorte ou d'une autre; de ceux-ci, il y en avait qui s'objectaient apparemment à payer tout taux d'intérêt de l'ordre de ceux qui ont eu cours ces récentes années¹⁷. Ceux qui ne différèrent pas leurs achats ont ajouté fréquemment en commentaire que les changements des taux d'intérêt ou des termes de financement n'avaient pas été un

¹⁴ 4 p. 100 des familles ont mentionné qu'un prêt bancaire leur avait été refusé dans la période 1957-1962, mais seulement un quart des réponses indiquaient que les conditions serrées du crédit avaient été données comme raison du refus, et tous ces cas ne s'étaient pas produits en 1959-1960.

¹⁵ Une augmentation de 5 p. 100 dans les paiements mensuels implique un accroissement des taux d'intérêt de 18 p. 100 à 24 p. 100 sur un contrat de deux ans; si les versements mensuels sont de 10 p. 100 plus élevés, tous autres facteurs demeurant inchangés, le terme du prêt est abrégé de 2½ mois.

¹⁶ Les questions et réponses sont présentées en tableau dans le volume des annexes.

¹⁷ Cependant, un nombre considérable de personnes intéressées à l'achat d'une maison ont indiqué qu'ils avaient trouvé que le terme des prêts hypothécaires était trop long, ou les montants trop élevés, pour leurs besoins.

facteur dans leur décision, ou—s'ils l'avaient été—que d'autres considérations spéciales avaient prédominé.

L'effet modéré des changements dans les conditions de crédit sur les décisions réelles d'acheter des maisons et des voitures au cours de cette période concorde sensiblement avec les statistiques globales et les autres renseignements. En même temps, les résultats hypothétiques ne sont pas entièrement sans valeur pour apprécier le comportement des consommateurs au cas où il y aurait des changements plus radicaux dans les conditions de crédit. Par exemple, les changements impliqués dans les questions concernant l'habitation équivalaient à une augmentation de 1½ p. 100 dans le taux d'intérêt d'une hypothèque de 20 ans à 6½ p. 100 ou à un raccourcissement d'échéance d'environ 3½ ans. La proportion des réponses—environ 25 p. 100¹⁸—à l'effet que l'achat d'une maison aurait été différé en de telles conditions peut être comparée avec la réduction de 20 p. 100 ou 25 p. 100 dans les dépenses projetées pour l'habitation qui se produisit en 1956-1957 quand les fonds de la L.N.H. furent moins abondants. (On doit tenir compte du fait que certaines de ces réductions dans les dépenses d'habitation auraient porté sur des maisons existantes et n'auraient pas par conséquent affecté directement la dépense nationale brute, et que les résultats de l'enquête ne concernent que ceux qui ont financé leurs achats à crédit.)

La réaction hypothétique quant aux voitures-automobiles semble moins pertinente pour aider à prévoir l'avenir, quoiqu'elle puisse fournir une indication de l'effet de contrôles directs. Les contrôles rigides sur la consommation pendant la période de la guerre de Corée ne semblent pas avoir eu d'effets aussi marqués que ceux que l'enquête suggère; mais cela peut provenir de ce que la satisfaction des demandes accumulées, l'usage plus répandu du crédit à la consommation, l'importance des versements sur emprunts qui grèvent bien des budgets, et l'absence de craintes

d'inflation ont augmenté la sensibilité des consommateurs à de tels contrôles. En bref, bien que nous ayons raison de croire que les réponses aux questions hypothétiques de l'enquête sur les consommateurs surestiment la réaction des consommateurs aux changements, même très marqués, des conditions de crédit, nous pensons qu'elles sont pertinentes jusqu'à un certain point. Une étude plus poussée du comportement des consommateurs pourrait apporter des résultats fructueux sur l'efficacité de le politique monétaire et de la gestion de la dette.

Revenant à la réaction effective des dépenses de consommation aux changements dans les conditions de crédit qui se produisirent en 1959-1960, il semble improbable que la hausse des taux d'intérêt ou la réduction du crédit disponible aient eu des effets d'une importance majeure sur la consommation au cours de la période, étant donné surtout qu'une faible proportion seulement de la consommation totale (excluant l'habitation) est financée à crédit. Tel que noté précédemment, nous n'avons pas de renseignements directs sur la réaction de l'épargne des particuliers aux changements dans les conditions de crédit. L'épargne des particuliers a décliné en 1959, mais c'est là un poste résiduel des comptes nationaux, et il est dangereux d'en tirer une déduction. Cependant, il est important de noter que même si l'effet *direct* immédiat sur la consommation d'un changement dans les conditions de crédit n'est pas considérable, toute diminution des revenus découlant d'une chute de la dépense ailleurs dans l'économie amènera indirectement un certain déclin dans la consommation.

Les dépenses des gouvernements en biens et services (excluant les dépenses des entreprises de l'État qui tirent principalement leurs revenus de la vente de biens et de services au public) s'élevaient à 6.5 milliards en 1959. De ce montant, 2.85 milliards étaient dépensés directement par le gouvernement fédéral en biens et services, tandis que les dépenses des provinces et des municipalités—ainsi que des commissions scolaires et des hôpitaux de district sous leur juridiction—formaient un total de 3.65 milliards. Nous avons déjà fait état à ce sujet du témoignage des provinces et des municipalités et de la conclusion générale à

¹⁸ 9 p. 100 de ceux qui ont répondu ont indiqué qu'ils différeraient un achat de maison si la mise de fonds initiale était de 10 p. 100 plus élevée.

laquelle nous en sommes venus après étude de tous les renseignements. Dans le cas des provinces, ces renseignements ont été complétés par une correspondance, qui a porté particulièrement sur les dépenses d'immobilisations pour la période de 1958-1960. On a constaté que, dans la mesure où l'on peut porter un jugement valable, les dépenses d'immobilisations des provinces sont peu sensibles à la restriction du crédit. Il a été presque aussi difficile de trouver des indices d'une réaction significative de la part des municipalités, des districts scolaires et des hôpitaux. Certaines municipalités qui ont éprouvé des difficultés à obtenir des crédits bancaires dans la dernière moitié de 1959 ont placé plus tôt que projeté des émissions d'obligations sur le marché mais n'ont pas ajourné leurs projets de dépenses de capital. En confrontant les témoignages obtenus au cours d'entrevues avec les représentants des provinces et des municipalités avec l'analyse directe des dépenses provinciales et municipales au cours de la période, nous concluons que le montant des dépenses différées s'établit entre 10 et 25 millions. Ces dépenses, pour une partie, auraient été faites pendant les trimestres de pointe mais il n'est pas possible de déterminer avec la moindre exactitude la date de l'impact des restrictions sur les dépenses.

En dépit du fait que la construction de maisons est sensible aux conditions changeantes du crédit, les déboursés relatifs aux maisons nouvelles ne furent pas grandement affectés dans cette période particulière. Les prêts consentis par les prêteurs autorisés de la L.N.H. diminuèrent brusquement dans la dernière moitié de 1959; et pour l'année complète, ils s'établirent à 280 millions à rapprocher de 510 millions en 1958. Toutefois, la S.C.H.L. agit comme prêteuse résiduelle durant presque toute l'année¹⁹. Elle engagea plus de 340 millions dans les premiers dix mois de 1959, et elle avait épuisé ses fonds disponibles vers novembre. Cependant, ce déclin se produisit trop tard pour abaisser le niveau de l'activité économique avant le deuxième trimestre de 1960. Bref, l'effet considérable des conditions de crédit sur les prêts privés de la L.N.H. et, par conséquent, sur la

¹⁹ Elle n'a pas consenti de prêts aux constructeurs durant une partie de l'année.

construction de maisons fut presque complètement contrebalancé par les prêts publics directs. L'effet net sur la construction d'habitations fut, par conséquent, très faible pendant les deux premiers trimestres de pointe, n'excédant presque certainement pas 50 millions au taux annuel, à rapprocher des dépenses aux fins d'habitations d'environ 1,675 millions au taux annuel enregistrées dans la même période.

Les dépenses pour la construction commerciale et industrielle ainsi que pour la machinerie et l'outillage se maintinrent à des niveaux variant de 5 milliards à 5.4 milliards au taux annuel dans les trois trimestres de pointe. Pour toute l'année 1959, les dépenses d'investissements des entreprises non financières privées et publiques totalisèrent 4 milliards, tandis que celles des 80 plus grandes entreprises privées et publiques atteignirent 2 milliards. D'après les résultats de notre enquête sur les entreprises, on a estimé que les dépenses d'immobilisation de ces dernières pour le dernier trimestre de 1959 et les deux premiers trimestres de 1960 auraient été de 20 à 25 millions plus élevées si les conditions de crédit avaient été sensiblement plus faciles²⁰. Pour les firmes de moindre importance, l'estimé est basé sur des renseignements moins complets, mais il semble que les effets des changements dans les conditions de crédit furent de l'ordre de 30 à 40 millions dans les trois trimestres de pointe. Ce dernier estimé comprend une marge pour tenir compte des changements dans les dépenses des sociétés et affaires non constituées en compagnies dans les secteurs de la fabrication, des services commerciaux et du commerce.

Les effets estimés ci-dessus, bien qu'étonnamment faibles étaient distribués dans toutes les catégories d'établissements par ordre d'importance. Quand de grandes entreprises différaient leurs dépenses, c'était généralement parce qu'elles n'étaient pas disposées à emprunter aux taux courants. Quelques-unes s'abstinrent à cause de doutes quant à l'à-propos de s'agrandir au cours

²⁰ Ceci, comme nos autres estimations, est une estimation de l'effet direct de conditions de crédit plus faciles. Il n'y a pas de moyen sûr d'en mesurer les effets indirects sur chaque élément de la dépense.

d'une période de restriction du crédit; et il y a eu quelques cas de grandes entreprises qui éprouvèrent des difficultés à obtenir les fonds requis. Presque sans exception, cependant, les ajustements dans leurs programmes de dépenses furent de nature marginale. Parmi les firmes de moindre importance, il y eut généralement peu de réaction aux changements dans les taux d'intérêt; il s'agit plutôt, dans leur cas, de l'incapacité dans laquelle elles se trouvèrent d'obtenir une augmentation de crédit de leurs sources ordinaires. Dans certains cas, ces limitations furent suffisantes pour retarder les dépenses, mais, dans d'autres cas, les firmes trouvèrent des sources alternatives de financement, souvent à un coût plus élevé. La proportion de petites firmes qui modifièrent leurs dépenses d'immobilisations ne fut pas plus élevée que celle des grandes entreprises, mais leurs modifications furent proportionnellement plus importantes; la différence des effets ne fut pas considérable.

Le petit nombre des firmes qui ont déclaré avoir réagi aux conditions de crédit rend difficile de conclure grand-chose au sujet de la distribution de ces réactions par régions ou secteurs économiques. On peut dire, cependant, que ces effets n'ont pas été concentrés dans des régions ou des industries particulières, une conclusion qui confirme celle à laquelle ont abouti d'autres études²¹.

Il est d'autres éléments des immobilisations brutes des affaires que notre enquête sur les entreprises n'a pas touchés. Ils comprennent l'agriculture et les pêcheries dont les dépenses de capital ont été de plus de 500 millions en 1959; la finance, l'assurance et la propriété immobilière avec des dépenses de plus de 250 millions; et les hôpitaux, les écoles privées, les églises et les universités avec des dépenses de 200 millions. Les études et les interviews de notre personnel ont apporté quelque lumière sur le degré de réaction aux conditions de crédit dans ces secteurs de la dépense.

Les dépenses d'immobilisation dans l'agriculture et les pêcheries semblent être moins affectées, si tant est qu'elles le soient, par les changements dans les conditions de crédit que les investisse-

ments des entreprises non agricoles. Les immobilisations dans la finance, l'assurance et l'immeuble incluent la construction et l'équipement de bureaux des institutions financières et la construction d'édifices pour d'autres fins que l'habitation par des firmes qui louent ou vendent ces immeubles plutôt que de les utiliser pour leurs propres opérations. Les dépenses de cette dernière nature comptent pour une large part de ce poste; elles sont considérablement affectées tant par la disponibilité des fonds hypothécaires que par celle du crédit bancaire intermédiaire durant la construction. Les dépenses de cette catégorie ont peut-être été affectées jusqu'à concurrence de 5 p. 100 durant la fin de 1959 et le début de 1960, quoique les conséquences de la plupart des décisions prises à ce moment-là ne seraient apparues que plus tard dans le montant des dépenses. Les renseignements sont très limités au sujet du troisième poste, comprenant les hôpitaux, les écoles privées, les églises et les universités. Même s'ils ont éprouvé quelques difficultés de financement en raison de la restriction du crédit, il y a peu d'indication qu'un volume important de construction ait été différé.

Les stocks non agricoles se sont accrus de 300 millions, 700 millions et 400 millions dans les trois trimestres de pointe. Les taux d'intérêt ne sont que l'un des éléments du coût total du maintien des stocks, et même les entreprises qui ont récemment introduit de nouvelles techniques de contrôle des stocks ne tiennent généralement pas compte des changements dans les taux d'intérêt du marché pour déterminer le niveau de leurs stocks. Quelques firmes ont cependant réagi à la restriction du crédit en 1959 et réduit leurs stocks au-dessous du niveau qu'il aurait eu si les conditions de crédit avaient été plus faciles. Dans certains cas, cela résultait d'une disponibilité limitée de fonds et, dans un cas important, il s'agissait d'une réaction à l'effet anticipé de la restriction du crédit sur les ventes. On estime que les stocks dans les trois trimestres de pointe peuvent avoir été réduits de quelque chose comme 10 à 25 millions.

Tel que mentionné précédemment, l'effet des conditions de crédit sur les exportations et importations de biens et de services dans un régime de taux variable du change est très complexe.

²¹ Voir, par exemple, le rapport du professeur A. K. Cairncross aux provinces de l'Atlantique, Atlantic Provinces Research Board, 1961.

Durant cette période, la différence des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis s'élargit beaucoup et exerça une influence sur les mouvements de capitaux qui augmenta les effets causés sur le taux du change par la réduction des dépenses d'importation. La valeur moyenne du dollar canadien s'éleva d'environ 2½ p. 100, de \$1.025 É.-U. à \$1.05 É.-U. de février à novembre 1959. Dans le cadre des conditions alternatives de crédit que nous avons supposées, la valeur du dollar canadien aurait baissé à \$1.00 É.-U. à l'automne de 1959. Ce n'est qu'une conjecture, mais si elle est plausible, l'ensemble des renseignements dont nous disposons—tirés de l'arithmétique économique, de l'économétrie et des enquêtes—semblent indiquer que ce taux de change aurait eu des effets limités sur les courants du commerce; ces effets auraient pu être de l'ordre de 150 à 250 millions dans les trois trimestres. En même temps, le volume des importations aurait eu tendance à s'accroître à cause des effets directs de la hausse de la dépense intérieure en raison des conditions de crédit plus faciles. Cette estimation de l'effet global de la restriction du crédit sur notre balance commerciale est nécessairement approximative, et comme les erreurs possibles se multiplient à chaque étape du processus d'estimation, ce chiffre devrait être reçu sous réserves.

Tous ces effets des conditions de crédit sur la dépense formeront un total plus élevé que la somme des éléments qui le composent. Tout déclin dans l'investissement public et privé, dans la consommation ou la production pour l'exportation, ou dans la production intérieure déplacée par des importations, tend à réduire les revenus et donc à affecter davantage la consommation et l'investissement. Certaines personnes qui auraient été employées à l'automne de 1959 et dans les premiers mois de 1960 chômaient en raison des effets directs et indirects de la restriction du crédit. Même si l'assurance-chômage et les épargnes accumulées permettaient jusqu'à un certain point de soutenir la dépense, il se produisait une diminution dans la consommation. De même, on a fait moins de dépenses de capital

au cours de cette période que si la demande avait été plus forte. Évaluer tous ces effets de façon satisfaisante exigerait plus de renseignements que ce dont nous disposons et que ce dont, en vérité, on ne disposera jamais.

Tenant compte des limites inhérentes à toute tentative de mesurer l'impact des conditions de crédit sur la dépense, nous pouvons cependant tenter de résumer nos conclusions quant à l'effet combiné de la modification des conditions de crédit en 1958-1960. Notre enquête sur les entreprises a permis de déceler des effets de 50 à 65 millions sur l'investissement dans les trois trimestres de pointe, un chiffre probablement sous-estimé à cause de l'impossibilité de déterminer les effets inconscients que des conditions de crédit resserrées peuvent avoir eus sur les décisions de dépenses. Les réponses que nous avons d'abord reçues indiquaient une réaction plus considérable, mais les entretiens qui ont suivi nous ont permis de nous rendre compte que certaines des raisons d'ajourner des travaux ne se rattachaient pas principalement aux changements dans les conditions de crédit. Les entreprises institutionnelles, financières et immobilières combinées, principalement ces dernières, semblent avoir réduit leurs investissements de 10 millions à 20 millions dans les trois trimestres de pointe, tandis que l'impact sur les dépenses des entreprises agricoles et des pêcheries, au sujet desquelles notre enquête n'a pas été aussi complète que pour les autres catégories mentionnées, n'excédait pas 10 millions et peut fort bien avoir été pratiquement nul. Nous estimons que les dépenses d'habitation furent réduites d'environ 30 à 50 millions durant cette période, l'effet s'en faisant surtout sentir vers la fin; les effets auraient naturellement été plus considérables sans les prêts directs de la S.C.H.L. Si à ces chiffres, nous joignons nos résultats d'enquête et autres quant au changement dans les stocks non agricoles dû aux conditions de crédit changées, nous en arrivons à des effets mesurables de l'ordre de 110 millions à 195 millions. Si l'on convertit les données de ces trois trimestres en taux annuels, nous arrivons à 150-250 millions, chiffres qui peuvent se com-

parer au taux moyen annuel du P.N.B. de 35½ milliards pour la période.

A ces chiffres, il faut ajouter une certaine marge pour les effets des changements des conditions de crédit sur la consommation, pour laquelle il faut admettre que nos données sont sommaires. Cependant, l'allure des statistiques globales indique que les dépenses de consommation en voitures neuves et autres biens durables, qui se tenaient en moyenne un peu au-dessous de 2.7 milliards, au taux annuel, durant la période, peuvent difficilement avoir été affectées de plus de 2 ou 3 p. 100.

Finalement, ces dépenses différées auraient eu des répercussions secondaires sur le revenu. Bien que nous n'en puissions déterminer l'importance, le comportement de l'économie et d'autres indications permettent de croire qu'elles n'ont probablement pas été assez prononcées pour modifier considérablement les totaux. Il est impossible d'imaginer, par exemple, que ces répercussions pouvaient avoir triplé—ni même doublé—les effets directs des conditions de crédit sur la dépense. Si nous adoptons un chiffre de moins de 50 p. 100 comme correspondant le mieux à l'ordre de grandeur de leur amplitude, les effets directs et indirects, au total, pourraient former un total variant de 275 millions à 450 millions. Afin de calculer les résultats affectant seulement l'activité économique au Canada, il faut faire une déduction pour la partie de ces dépenses qui auraient été affectées aux importations. Avec cette correction, les effets directs et indirects de la restriction du crédit sur la dépense intérieure seraient de l'ordre de 200 à 300 millions ou plus, au taux annuel, c'est-à-dire entre ¼ et 1 p. 100 à peine du P.N.B. Dans un régime de taux variable du change, il faudrait ajouter à ces totaux 150 millions à 250 millions.

Nous désirons souligner de nouveau la difficulté de mesurer la réaction de l'économie aux conditions de crédit—spécialement dans le secteur de la consommation—et attirer l'attention sur la marge d'erreur que comporte l'estimation de leurs effets indirects. Néanmoins, nous croyons que nos estimations donnent une indication raisonnable des ordres de grandeur; elles confirment

que les effets sont suffisamment importants pour qu'il vaille la peine de s'efforcer de les faire jouer au bon moment. C'était spécialement le cas dans un régime de taux variable du change, car la politique du crédit avait beaucoup plus d'efficacité dans un tel régime. Nous avons tenté d'évaluer la portée de l'influence subtile et insaisissable des changements de conditions de crédit sur le climat général des affaires, mais cela s'est avéré plus difficile. Par exemple, certains nouveaux projets—spécialement ceux d'un caractère de promotion—peuvent n'avoir pas été considérés sérieusement à cause du resserrement des conditions de crédit. Dans la mesure où nous n'avons pu pleinement tenir compte de cet effet, nos résultats tendent à pécher par défaut et à sous-estimer la contribution que la politique monétaire et la gestion de la dette peuvent apporter à la stabilité à court terme de l'économie.

LES IMPLICATIONS DES EXPÉRIENCES DE 1958-1960 ET AUTRES

L'expérience de 1958-1960 peut être comparée à celle d'autres périodes récentes de resserrement du crédit. En 1956-1957, la première occasion dans la période d'après-guerre où on utilisa sérieusement les taux d'intérêt comme instrument de restriction, on avait une répugnance compréhensible à pousser trop loin l'application des politiques usuelles touchant la monnaie et la dette. Pour cette raison, et parce que la conjoncture et l'optimisme étaient particulièrement puissants, et partiellement aussi peut-être parce que cette période est bien éloignée, les effets restrictionnistes que nous avons pu déceler dans le secteur des entreprises durant cette période sont plus faibles que ceux de 1958-1960 et du milieu de 1962. D'autre part, les effets des conditions de crédit sur la construction d'habitations furent alors plus sensibles, peut-être de l'ordre de 200 à 300 millions, car la Société centrale d'hypothèques et de logement ne les compensa pas par des prêts directs²². Les effets internationaux furent importants aussi, sauf qu'il n'est pas facile

²² La Société ne devint un prêteur direct important qu'en septembre 1957.

d'estimer quel aurait été le taux du change en l'absence d'une restriction du crédit; en fait, le dollar canadien s'apprécia de plus de quatre cents de mars 1956 à mars 1957. Étant donné que l'effet de la restriction du crédit sur la construction d'habitations en 1956-1957 a correspondu à peu près au total des effets subis par le reste de la conjoncture intérieure en 1958-1960, et que les effets internationaux ne furent probablement pas moindres, l'impact total de la restriction du crédit en 1956-1957 a dépassé celui de 1958-1960.

L'augmentation brusque des taux d'intérêt provoquée par les autorités au milieu de 1962 avait pour objet d'arrêter une perte de devises plutôt que de contenir un boom excessif. L'action prise fut toutefois très vigoureuse, et ses effets sur les investissements des entreprises que nous avons pu identifier sont du même ordre d'amplitude qu'en 1958-1960. Ses effets sur la construction d'habitations furent moins prononcés, car la Société centrale d'hypothèques et de logement continua d'agir comme prêteur résiduel et les taux des hypothèques ordinaires changèrent à peine. Les mesures de 1962 furent efficaces pour influencer les courants de capitaux, mais nous avons alors un taux fixe du change, et les entrées massives de capitaux affectèrent principalement nos réserves officielles; leur effet sur le taux du change, et par conséquent sur les courants commerciaux, fut peu important. L'absence d'effets internationaux notables sur la dépense et la faible réaction sur la construction d'habitations eurent pour effet que l'impact total de la restriction du crédit du milieu de 1962 fut considérablement moindre que celui des deux périodes précédentes.

Les résultats de notre recherche peuvent aussi se comparer à ceux d'enquêtes semblables aux États-Unis et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, la Commission on Money and Credit (C.M.C.) n'a pas cherché à faire d'estimations globales, quoiqu'elle ait traité des conséquences quantitatives des changements des conditions de crédit dans quelques secteurs particuliers. Elle a fait remarquer que «les estimations du pourcentage des dépenses des États et des autorités locales variaient de 2 à 5 p. 100 entre les dernières

phases d'un boom et la récession suivante»²³. Nos estimations se situent vers le plus bas de ces chiffres. Elle a aussi constaté des effets sur la construction d'habitations en 1955-1957 et en 1959, lesquels se traduisirent d'après elle par des diminutions d'environ 15 à 20 p. 100; cela est comparable à ce qui s'est produit au Canada quand la construction d'habitations fut durement frappée par un déclin dans les prêts de la L.N.H. en 1956-1957. Pour le reste, son analyse était exposée en termes très généraux. On signalait que les investissements spéculatifs financés en grande partie par emprunts tel que la propriété immobilière, seraient très sensibles à la politique monétaire—ce dont aussi nous avons trouvé des indices—et que les investissements en biens qui se déprécient lentement de même que les investissements pour fins de mécanisation et de réduction de coûts seraient aussi affectés. Elle a aussi soutenu que, sauf le cas de hausses de prix prévisibles, l'investissement en stocks «semble susceptible d'une certaine sensibilité aux taux d'intérêt et aux termes de crédit»²⁴. Ses renseignements indiquaient que les changements dans les termes de crédit avaient «un certain effet direct, mais très léger, sur les dépenses de consommation pour autres fins que l'habitation»²⁴. L'impression générale qui se dégage de la lecture de l'ensemble de ce rapport est que l'on attribue aux changements des conditions de crédit des effets intérieurs plus prononcés que ceux qui paraissent susceptibles de se produire au Canada, sauf dans le cas de l'habitation.

Le Committee on the Working of the Monetary System in the United Kingdom (le Comité Radcliffe) n'a pas cherché à faire d'évaluation quantitative des effets de la politique monétaire, quoique son rapport assemble une grande quantité de renseignements sur le sujet. Il lui a paru impossible que l'effet «rapide» des taux d'intérêt sur l'épargne des particuliers soit suffisant pour «mériter qu'il en soit tenu compte lorsqu'il faut ajuster rapidement le niveau de la demande». Il a aussi conclu qu'il «n'existait aucun signe que

²³ *Money and Credit—The Report of the Commission on Money and Credit, 1961, Prentice-Hall Inc., page 51.*

²⁴ *Ibid.*, page 52.

les dépenses des consommateurs étaient comprimées» par une restriction des prêts bancaires et que les «stocks de marchandises sont extrêmement insensibles aux taux d'intérêt». En général, ses renseignements sur l'absence de réaction des investissements des entreprises sont à peu près semblables aux nôtres. Dans son évaluation de l'efficacité de mesures monétaires particulières, il a adopté le point de vue qu'un effet minimum de 100 millions de livres en une année pouvait servir de critère pratique qu'une mesure modifie la dépense pour la peine, et il a ajouté:

«... nous trouvons difficile, selon les renseignements que nous avons obtenus, de croire qu'aucun des changements dans les taux d'intérêt aient par eux-mêmes un impact de cette ampleur. Le resserrement des avances bancaires en 1955-1956 satisfait peut-être à ce critère si l'impact pouvait en être mesuré. Presque certainement, le changement dans le contrôle des ventes à tempérament, lorsqu'il a été prononcé, a eu des effets de cet ordre»²⁵.

Étant donné le chiffre de la production nationale brute au Canada dans les récentes années, un effet de 150 à 200 millions de dollars en une année correspond à peu près à 100 millions de livres dans l'économie britannique dans les années 1950. Ainsi, bien que la C.M.C. ait conclu que la politique monétaire était «un instrument valable et efficace de politique économique», le Comité Radcliffe a conclu que les mesures monétaires «sont incapables, par elles-mêmes, de produire un effet suffisamment prompt et étendu, à moins d'être appliquées avec une vigueur qui elle-même créerait une situation d'urgence majeure».

Les deux comités ont cependant des doutes quant à l'efficacité d'un relâchement du crédit pour stimuler la dépense. La C.M.C. a prétendu que «bien que les processus d'opération des mesures monétaires soit le même pour une politique de détente que pour une politique de restriction, une politique expansionniste peut être moins efficace qu'une politique restrictive»²⁶. Le Comité

Radcliffe avait peu à dire au sujet des effets du relâchement du crédit durant les périodes de récession peu sévères; mais en discutant d'une crise catastrophique, il a mentionné qu'«il découle de ce qui a déjà été dit des effets des mesures monétaires qu'on ne peut s'attendre à ce qu'elles agissent seules ni assez rapidement pour amener même une lente reprise complète des affaires»²⁷.

Les estimations résumées précédemment et comparées avec les conclusions de comités semblables au nôtre dans d'autres pays s'appliquent essentiellement aux effets de variations à court terme des conditions de crédit du genre de celles que nous avons connues au Canada. Ainsi que nous l'avons indiqué plus tôt, ce sont des variations de cet ordre qu'il faut ordinairement considérer, étant donnés les rapports étroits qui existent entre les marchés de capitaux au Canada et aux États-Unis. Des conditions de crédit complètement différentes ne pourraient être mises en vigueur que si des changements à peu près semblables se produisaient aux États-Unis, bien que cela ne signifie pas nécessairement que le Canada n'aura pas de liberté d'action pour faire varier les conditions de crédit à l'avenir. Quoi qu'il en soit, des conditions de crédit différentes de celles que nous avons connues et qui auraient été maintenues avec persistance depuis le milieu de 1958 auraient probablement eu des effets considérables sur l'emploi et la production. Avec des conditions de crédit plus faciles, le cours du change du dollar canadien se serait abaissé. Si ces cours avaient été maintenus ainsi pendant assez longtemps, ils auraient eu un effet considérable sur les courants du commerce international en marchandises et en services et donc des effets directs et indirects sur la conjoncture. En outre, des taux d'intérêt à court et à long terme qui se seraient tenus à un niveau moins élevé pendant une période prolongée auraient créé un climat de sécurité plus grande, ce qui aurait encouragé la mise sur pied de nouveaux projets en accordant aux particuliers, aux entreprises et aux gouvernements le temps d'ajuster leurs plans à un ensemble différent de conditions de crédit. Il y

²⁵ *Report of the Committee on the Working of the Monetary System*, H.M.S.O. Cmnd, 827, paragraphe 471.

²⁶ *Op. cit.*, page 54.

²⁷ *Op. cit.*, paragraphe 521.

aurait eu sans doute des facteurs intérieurs et internationaux qui n'auraient pas permis de laisser le taux du change se déprécier radicalement, ce qui aurait imposé des limites à la mesure dans laquelle on aurait pu laisser les conditions de crédit au Canada s'écarter de celles qui existaient à l'extérieur. Même en dedans de ces limitations, les effets sur la conjoncture intérieure auraient cependant été considérables.

Notre analyse a jusqu'ici porté sur le passé, mais nos résultats sont d'intérêt en raison surtout de la lumière qu'ils jettent sur l'efficacité future des changements dans la politique monétaire et la gestion de la dette. Les effets de changements dans les conditions de crédit sur les dépenses d'habitation seront probablement amoindris par l'affaiblissement relatif de la demande de logements et par des améliorations dans le marché des hypothèques ordinaires. Et les effets d'une réduction éventuelle des fonds hypothécaires disponibles pour la construction d'habitations seront atténués encore davantage si nos propositions au sujet des prêts de la L.N.H. et ordinaires sont adoptées. D'autre part, ces effets pourront être quand même plus importants que ceux qu'on a vus en 1958-1960 et en 1962 si le gouvernement ne les neutralise pas en augmentant ses prêts directs. Le coût des emprunts demeurera une considération importante pour les gouvernements provinciaux et municipaux, mais il y a peu de raison de supposer que ces gouvernements réagiront différemment à l'avenir aux changements dans les conditions de crédit aussi longtemps que leur situation financière demeurera forte.

Il y a peu d'indication également que ceux qui décident des investissements et des stocks des entreprises deviendront plus sensibles à des variations dans les conditions de crédit de l'ordre de celles que nous avons connues dans les années récentes, quoique des marges de profit plus modestes et l'importance croissante du capital dans leurs coûts totaux peuvent avoir de faibles effets en ce sens. S'ils n'ont pas réagi dans le passé, ce n'est pas que les changements dans les conditions de crédit n'attiraient pas leur attention, car ils y ajustaient souvent leurs opérations financières. Cependant, leurs décisions d'acheter

des marchandises ou des services resteront probablement peu affectées, à cause de l'importance de l'auto-financement, de la nécessité de faire des investissements pour protéger leur position concurrentielle, et du rôle négligeable des coûts d'intérêt sur la rentabilité de leurs nouveaux projets. Des changements plus considérables dans les conditions de crédit pourraient sans doute avoir plus d'influence; mais en l'absence de tels changements, il semble improbable qu'il y ait beaucoup plus de réaction des consommateurs, des gouvernements ou des entreprises que ce dont nous avons été témoins dans le passé. Finalement, la possibilité de voir les changements dans les conditions de crédit affecter le taux du change et influencer ainsi la dépense est probablement chose du passé.

CONCLUSION

Quiconque cherche sérieusement à déterminer l'efficacité de la politique monétaire et de la gestion de la dette ne peut s'attendre à obtenir une simple réponse par «oui» ou «non». Nous avons constaté que les politiques concernant la monnaie et la dette possèdent une efficacité réelle pour influencer la dépense; mais nous avons aussi découvert que si les variations dans les conditions de crédit ne dépassent pas l'ampleur que nous leur avons vue dans les années récentes—alors que ces variations n'ont pas du tout été sans importance—cette efficacité est limitée. En l'absence de facteurs spéciaux qui accroîtraient l'influence particulière des conditions de crédit sur les dépenses d'habitation et le commerce international, l'effet possible de la politique monétaire et de la gestion de la dette sur la dépense sera diminué. Cela est aussi vrai à long qu'à court terme: avec un taux fixe du change, un changement durable dans les conditions de crédit ne peut pas avoir un effet aussi utile—ni aussi dommageable—sur la dépense que cela a été le cas dans le passé.

Il ne s'ensuit pas cependant que la politique monétaire et la gestion de la dette sont sans valeur ou à délaissier. Les effets que nous avons constatés, inférieurs peut-être à ce que plusieurs escomptaient, sont cependant notables lorsqu'on les com-

pare aux fluctuations dans la dépense que la politique publique s'efforce d'atténuer. On doit aussi reconnaître que l'impact de changements dans les conditions de crédit sur la dépense n'est pas indépendant du climat ambiant ou de la sagesse des politiques poursuivies; une variation des taux à court terme, de 2 p. 100 à 6 p. 100 par exemple, aura plus d'effet sur la dépense lors d'une expansion assez modérée que durant un boom, surtout si ce changement de taux est maintenu. Dans de telles circonstances, bien des décisions d'agrandir une usine peuvent simplement n'être pas considérées du tout à cause de l'atmosphère financière défavorable. De même, le maintien de conditions de crédit extrêmement faciles dans une période de boom est très susceptible d'entraîner des excès qui auront des effets sérieux sur l'activité économique réelle, quoiqu'une telle politique aurait des effets beaucoup plus limités pour stimuler la conjoncture durant une régression.

Quelque doute qu'on puisse entretenir sur l'importance des effets de changements importants dans les conditions de crédit sur la dépense intérieure en telles ou telles circonstances, il n'y a pas de doute que les réactions promptes et immédiates des marchés financiers à ces changements exercent une influence puissante sur les courants internationaux de capitaux financiers. Dans un régime de taux variable du change, cette influence se traduira par des effets sur le cours du change qui auront un impact additionnel sur la dépense intérieure. Mais même si on n'a pas ce genre d'effet dans un régime de taux fixe, la politique monétaire et la gestion de la dette jouent encore un rôle important pour régler les problèmes de réserves de devises causés par des courants internationaux de capitaux. L'effet rapide de ces politiques sur ces mouvements internationaux—même s'il limite parfois la liberté d'employer les politiques de crédit pour des objectifs purement intérieurs—met au moins à la disposition des autorités un instrument qui sauvegarde raisonnablement leur liberté d'utiliser les autres instruments de politique à des fins intérieures. En bref, la politique monétaire et la gestion de la dette peuvent remplir un rôle utile pour le maintien d'une position financière internationale équilibrée et pour prévenir les

crises qui pourraient être déclenchées autrement par une évolution défavorable des courants de capitaux entre le Canada et les autres pays.

Enfin, la politique monétaire et la gestion de la dette ont à remplir une fonction importante dans la stabilisation de l'économie, simplement parce que la monnaie ne s'administre pas toute seule. Ce n'est pas la moindre contribution apportée à la réalisation des objectifs économiques que celle que de judicieuses politiques monétaires fournissent en empêchant les conditions de crédit de fluctuer à l'extrême, avec toutes les perturbations et les crises que cela comporterait. L'absence de telles perturbations monétaires, qui constituaient autrefois un trait dominant de la finance et une cause importante des soubresauts de la conjoncture, fait maintenant tellement partie du décor des affaires et des prévisions que l'on a tendance à la prendre pour acquise. Mais en évaluant l'importance des politiques concernant la monnaie et la dette, il est bon de reconnaître que le fait d'éviter des catastrophes majeures—avec leurs alternances d'optimisme et de pessimisme excessifs qui affectaient si dramatiquement les décisions de dépenses—et la création d'un climat fondamentalement stable sont extrêmement utiles pour promouvoir les objectifs économiques nationaux.

Aussi sommes nous convaincus que «la monnaie a de l'importance» même si les effets intérieurs directs des changements dans les conditions de crédit—notamment ceux de changements mineurs—ne sont pas aussi considérables que certaines discussions récentes le laissent entendre. De plus, si on ne veille pas à ce que les politiques relatives à la monnaie et à la dette soient, au moins en gros, appropriées aux circonstances, les effets peuvent en être dommageables pour le rendement de l'économie. Nous aurions désiré constater que la modification des conditions de crédit a des effets de stabilisation plus prononcés; les effets que nous avons constatés, croyons-nous, indiquent cependant que la politique monétaire et la gestion de la dette ont un rôle constructif à jouer pour stabiliser la conjoncture. Nous espérons que ces conclusions constitueront pour d'autres un encouragement à étudier davantage l'ampleur et la vitesse des changements dans la dé-

pense entraînés par la variation des conditions de crédit, car nous sommes les premiers à reconnaître que nos propres résultats ne sauraient être acceptés sans examen et qu'un environnement différent dans l'avenir amènera de toute façon des réactions différentes.

Prenant pour acquis que nous pouvons compter que les autorités préviendront toute crise financière majeure ou autre perturbation évitable qui affecterait l'économie, le problème reste entier de déterminer comment la politique monétaire et la gestion de la dette peuvent exercer une influence suffisante sur la dépense pour en adoucir notablement les fluctuations qui ne manqueront pas de se produire de temps à autre. Bien qu'il y ait possibilité d'élargir la portée des variations dans les conditions générales de crédit au delà de ses limites récentes sans disloquer indûment ni les marchés financiers ni la conjoncture intérieure, des facteurs internationaux rendront la chose probablement impraticable à moins que des variations d'aussi grande ampleur ne se produisent dans d'autres pays, particulièrement aux États-Unis. Sinon, les conséquences sur nos réserves de devises seraient sérieuses, et il faudrait abandonner une telle politique tôt ou tard. Il peut y avoir des occasions où des contrôles sélectifs sur le crédit

et la création ou le maintien d'imperfections dans les marchés financiers aideront à atténuer ces complications internationales ou à augmenter l'efficacité de la politique, comme nous l'indiquerons dans le chapitre suivant. Mais en temps normal, nous sommes opposés à ce genre de mesures à cause de leurs effets adverses sur l'efficacité et sur le développement de marchés financiers compétitifs et souples. Cependant, même si les circonstances futures permettent de faire varier davantage les conditions intérieures de crédit, la politique monétaire et la gestion de la dette auront des effets plus faibles sur la dépense nationale dans un régime de taux fixe du change.

Notre enquête nous amène par conséquent à la conclusion que la politique monétaire et la gestion de la dette doivent être conjuguées avec d'autres instruments si l'on veut que l'économie atteigne toutes ses possibilités. Une politique monétaire sérieusement mauvaise peut avoir des effets désastreux, mais la contribution positive que des conditions appropriées de crédit peuvent apporter aux objectifs économiques est insuffisante pour attendre de la politique monétaire qu'elle stabilise à elle seule la conjoncture; elle doit être fortement appuyée par des politiques fiscales et autres.

LES ASPECTS TECHNIQUES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE DE GESTION DE LA DETTE DE L'ÉTAT

Nous avons conclu que les changements de courte durée dans les conditions de crédit sont susceptibles de n'affecter qu'assez faiblement la dépense réelle, et avec beaucoup de délai dans certains cas. Nous examinerons maintenant les techniques employées par les autorités monétaires et les administrateurs de la dette pour modifier les conditions de crédit, l'entendue des variations possibles des conditions de crédit dans l'immédiat ou au cours de longues périodes (gardant à l'esprit qu'un changement durable de ces conditions peut exercer une influence considérable sur la dépense), et, finalement, les mesures qui peuvent être prises pour reculer les limites de ces variations.

Nous traitons des techniques de politique monétaire et de gestion de la dette dans un même chapitre parce que ces instruments agissent ensemble pour influencer la conjoncture, en se combinant pour affecter les termes et conditions qui règnent dans les marchés financiers. Bien qu'au Canada, il y ait formellement au sein du gouvernement un partage des responsabilités quant à la monnaie et à la gestion de la dette, la Banque du Canada détenant l'autorité immédiate pour conduire les opérations monétaires et le ministre des Finances exerçant la responsabilité du gouvernement en ce qui concerne la gestion de la dette et la politique du change, il n'en reste pas moins vrai que tout essai d'établir une ligne de démarcation précise entre la politique monétaire et celle de la dette est d'une utilité limitée¹. Les

autorités ne peuvent pas considérer les politiques affectant la masse monétaire et la structure de la dette fédérale comme si elles n'étaient pas reliées; elles influent toutes les deux sur les conditions de crédit et sur la dépense, et elles doivent être harmonieusement conjuguées.

Comme question de fait, tous les instruments de la politique financière et leur effet combiné sur les conditions financières et la dépense doivent être considérés comme un tout cohérent. Ainsi, par exemple, si l'on a décidé que la conjoncture appelle des mesures expansionnistes qui entraînent un déficit, il sera nécessaire de financer ce dernier. La manière dont il le sera aura une influence sur les conditions de crédit, et le besoin de faire ce financement doit entrer en ligne de compte lorsqu'on choisit les mesures requises pour influencer sur les conditions de crédit dans la direction et dans la mesure que les circonstances semblent demander. Il suffira peut-être d'affecter les réserves d'encaisse du système bancaire; mais il faudra peut-être que la Banque du Canada ou les portefeuilles de l'État conduisent des opérations sur le marché dans le but de modifier la répartition des échéances de la dette entre les mains du public sans exercer d'influence nette sur les réserves d'encaisse. Toutes ces techniques concourent à un objectif commun. Plus elles seront considérées comme un tout coordonné, plus il sera possible de varier l'emploi de différentes techniques de façon à les adapter aux circonstances particulières du moment; plus grande aussi sera la possibilité pour les autorités d'influer sur les conditions de

¹ La position de la Banque du Canada au sein du gouvernement est traitée au long dans le chapitre 26.

crédit avec un minimum de difficultés et de perturbations.

L'unité essentielle des opérations monétaires et de la gestion de la dette a été fortement soulignée dans le *Report of the Committee on the Working of the Monetary System* soumis au Royaume-Uni en 1959. Le Comité Radcliffe y a défini la dette publique comme étant le passif net du secteur gouvernemental dans son ensemble; ceci inclut le passif-dépôts et les billets de la banque centrale aussi bien que la dette portant intérêt du gouvernement, mais exclut les valeurs et l'encaisse détenues dans les portefeuilles du gouvernement ou de la banque centrale. Cette façon de voir souligne que toute action gouvernementale qui affecte le volume et les échéances de l'avoir du public en numéraire et en valeurs de l'État a des effets semblables. Quoique nous soyons d'accord sur ce point avec le Comité Radcliffe, nous avons trouvé plus commode, à cause des structures institutionnelles quelque peu différentes du Canada, de suivre la pratique habituelle de définir la dette fédérale comme incluant toutes les valeurs de l'État en circulation, où qu'elles soient détenues, afin de simplifier l'exposition. Par conséquent, nous traiterons séparément des techniques de gestion de la dette dans leurs rapports avec les autres aspects de la politique financière. Cependant, la nature de la dette aux mains du public peut changer aussi bien à cause de ventes et d'achats de valeurs par la Banque du Canada qu'à cause d'émissions, de remboursements ou de transactions sur le marché effectuées pour le compte du gouvernement; cet aspect des opérations de la banque centrale est traité comme une partie intégrante de la gestion de la dette, et nous en discuterons dans la prochaine section de ce chapitre.

Les autorités monétaires et les administrateurs de la dette peuvent recourir à une grande variété de techniques opératoires pour influencer les marchés financiers et les décisions relatives à la dépense. L'emploi d'une technique plutôt que d'une autre n'a qu'une importance secondaire comparée à celle d'établir un juste équilibre des politiques; mais tel ou tel choix de techniques peut quand même avoir d'importantes implications pour l'économie ou pour les marchés financiers.

Quelques-unes des mesures analysées dans ce chapitre, comme de modifier les réserves d'encaisse ou la structure de la dette publique, agissent sur le coût et l'abondance du crédit d'une manière globale. Même si certains secteurs de l'économie en seront affectés plus durement que d'autres en raison d'imperfections du marché, de la plus ou moins grande dépendance de chacun à égard de l'emprunt, ou de la diversité des réactions au climat financier, ces mesures n'agissent qu'indirectement sur l'économie en influençant l'ensemble des marchés financiers. Aussi diffèrent-elles en principe des mesures qui visent à frapper directement le volume et les conditions de catégories particulières du crédit, en tirant parti d'imperfections des marchés ou en en créant.

Un recours intensif à des mesures directes peut causer des distortions dans le système financier et abaisser son efficacité, tout en suscitant la propagation de pratiques pour les éluder. Les bénéfices immédiats de telles techniques doivent être attentivement pesés en regard des injustices et des dommages durables qu'elles peuvent causer. Les instruments généraux ne présentent pas ces problèmes, mais il faut aussi les utiliser habilement si l'on veut que l'action du gouvernement soit efficace. Des opérations mal choisies et mal conduites bouleverseront sans nécessité les marchés financiers, et elles créeront un climat d'incertitude qui limitera peut-être la liberté d'action des autorités et leur pouvoir d'influencer la conjoncture. En outre, si leurs effets n'agissent pas tous dans le même sens, l'influence de l'ensemble des politiques gouvernementales sur les conditions de crédit et sur la dépense pourra être réduite.

LA GESTION DE LA DETTE FÉDÉRALE

(1) *Principes de gestion de la dette*

A cause de ses dimensions, du rôle important qu'elle joue dans les portefeuilles, et de la position centrale des marchés où elle se négocie, la dette du gouvernement fédéral constitue l'un des grands facteurs des conditions financières. Malgré l'accroissement beaucoup plus rapide des autres sortes de dettes depuis la guerre, la dette fédérale

TABLEAU 22-1
 DETTE FÉDÉRALE EN COURS—DIRECTE ET GARANTIE
 (au 31 décembre)

—	Bons du Trésor, billets et certificats de dépôt ^a	Autres titres négociables				Total, dette négociable	Dette non négociable ^d	Total	Echéance moyenne de la dette négociable			
		2 ans et moins ^b	2-5 ans	5-10 ans	Plus de 10 ans ^c				Total		Au public ^e	
									années	mois	années	mois
(millions de dollars)												
1940	785	484	642	468	2,834	5,213	26	5,239	10	5	—	—
1945	1,796	1,049	1,676	2,200	10,071	16,792	692	17,484	10	6	—	—
1950	1,500	1,300	1,498	4,983	5,393	14,674	1,218	15,892	8	1	—	—
1952	1,400	2,109	2,548	3,894	3,985	13,936	1,250	15,186	6	9	—	—
1954	1,530	1,749	2,302	4,292	3,503	13,376	2,090	15,466	7	2	9	6
1956	1,575	2,197	2,150	4,800	1,971	12,693	2,541	15,234	6	7	7	6
1958	1,495	2,334	2,006	1,947	5,739	13,521	2,895	16,416	10	4	13	4
1960	1,985	2,251	2,806	1,160	5,950	14,153	3,594	17,747	9	5	11	6
1962	2,165	2,545	2,443	2,472	5,103	14,729	4,719	19,448	8	5	10	9
(pourcentage)												
1940	15.0	9.2	12.3	8.9	54.1	99.5	0.5	100.0	—	—	—	—
1945	10.3	6.0	9.6	12.6	57.6	96.0	4.0	100.0	—	—	—	—
1950	9.4	8.2	9.4	31.4	33.9	92.3	7.7	100.0	—	—	—	—
1952	9.2	13.9	16.8	25.6	26.2	91.8	8.2	100.0	—	—	—	—
1954	9.9	11.3	14.9	27.8	22.7	86.5	13.5	100.0	—	—	—	—
1956	10.3	14.4	14.1	31.5	12.9	83.3	16.7	100.0	—	—	—	—
1958	9.1	14.2	12.2	11.9	35.0	82.4	17.6	100.0	—	—	—	—
1960	11.2	12.7	15.8	6.5	33.5	79.7	20.3	100.0	—	—	—	—
1962	11.1	13.1	12.6	12.7	26.2	75.7	24.3	100.0	—	—	—	—

^a Le gouvernement a remboursé les derniers 200 millions de dollars de certificats de dépôt en 1952 et le dernier 500 millions de dollars de billets du Trésor en 1956.

^b Comprend les obligations échues et encore en circulation.

^c Comprend les obligations sans date d'échéance (perpétuelles).

^d Comprend les certificats de remboursement d'impôt et d'épargne de guerre pour les premières années; depuis 1954, les obligations d'épargne du Canada seulement, sauf pour 1962 qui comprend 100 millions de dollars d'obligations non négociables détenues par la Caisse d'assurance-chômage.

^e Par «public» l'on entend tous les détenteurs autres que les portefeuilles de l'État, la Banque du Canada et les banques à charte.

formait encore la plus grosse catégorie parmi les dettes primaires en cours en 1962, soit presque 27 p. 100 du total. Les fluctuations du volume, de la répartition des échéances et de la composition de la dette fédérale sont tracées dans le tableau 22-1. Ces fluctuations agissent en interaction avec d'autres forces en présence dans les marchés financiers pour affecter les courants de capitaux et l'état des conditions de crédit. Aussi, les principes qui inspirent l'administration de la dette au cours des cycles de la conjoncture ont d'importantes implications pour les politiques monétaires et financières en général.

Ceux qui adoptent une opinion dogmatique sur cette question se divisent en deux camps principaux—ceux qui favorisent une gestion anti-cyclique de la dette et ceux qui préconisent une politique visant à tenir au minimum en tout temps les intérêts et les autres frais des emprunts du gouvernement. Étant donné la nature des titres négociables émis par le gouvernement, l'échéance moyenne de la dette diminue continuellement et l'on doit de temps en temps émettre des titres à plus longue échéance. Les tenants d'une gestion anti-cyclique de la dette soutiennent qu'on devrait allonger l'échéance moyenne des titres détenus

par le public durant les périodes de restriction du crédit, en émettant de nouveaux titres à long terme et en échangeant des titres de longue échéance détenus dans les portefeuilles de l'État—y compris ceux de la Banque du Canada—pour des titres d'échéances plus courtes détenus par le public. Ces opérations tendraient à hausser toute l'échelle des taux d'intérêt sur le marché et à exercer une pression particulière à la hausse sur les taux à long terme auxquels la dépense est censée être spécialement sensible. La gestion de la dette renforcerait ainsi les effets que la politique monétaire exerce par l'intermédiaire d'opérations sur les encaisses des institutions bancaires. Au cours des périodes de crédit facile, par contre, les tenants de cette opinion soutiennent que le gouvernement devrait combler tous ses besoins de trésorerie en émettant de nouveaux titres à court terme tout en rachetant des titres à long terme. Par ces opérations, il raccourcirait l'échéance des titres détenus par le public et aiderait ainsi à relâcher les conditions de crédit.

Ceux qui s'opposent à une gestion anti-cyclique de la dette soutiennent qu'on devrait régler exactement à l'opposé le temps de lancer les émissions à long terme. Ils soutiennent qu'il n'est pas nécessaire d'émettre des valeurs à longue échéance en période de restriction du crédit. Le contrôle des réserves d'encaisse suffit à élever ou abaisser les taux d'intérêt autant que le permet la liberté d'action de la politique, et qu'il est superflu de faire varier beaucoup l'échéance moyenne de la dette entre les mains du public. De plus, en obligeant le gouvernement à emprunter ses fonds à long terme à des taux élevés d'intérêt, une gestion anti-cyclique de la dette augmente notablement le coût du service de la dette. Ainsi, l'on prétend que les administrateurs de la dette devraient s'efforcer d'en diminuer le coût en émettant des titres à long terme durant les périodes de récession, alors que les taux d'intérêt à long terme sont près de leurs creux cycliques, et en s'abstenant d'émettre des valeurs à longue échéance quand les taux sont près de leurs sommets cycliques. Dans l'esprit de cette ligne de conduite, les portefeuilles de la Banque du Canada et de l'État devraient être

gérés en visant à réaliser autant de profits que possible, en vendant leurs obligations à longue échéance lorsque les prix sont élevés, et en les rachetant quand les prix sont bas².

Ce ne sont pas là les seules règles d'après lesquelles la dette pourrait être administrée. Certains vont dire que, comme les opérations concernant la dette sont forcément très considérables par rapport à l'importance de nos marchés financiers, elles peuvent causer de sérieuses perturbations dont les dommages dépassent tout avantage à espérer de cette gestion. Comme ils prétendent aussi que cette gestion ne peut avoir en soi d'effets importants sur le niveau et la distribution des taux, ils recommandent aux autorités de s'en tenir à un plan tout tracé, selon lequel elles placeraient et rembourseraient leurs émissions à intervalles réguliers de manière à maintenir une répartition uniforme des échéances de la dette. Cette politique permettrait d'établir le coût moyen de la dette au niveau de la moyenne cyclique des taux d'intérêt, et même plus bas, car on soutient de plus que la connaissance possédée par les acheteurs des futures émissions du gouvernement—qu'elles soient lancées pour lever de nouveaux fonds ou pour rembourser une émission échue—procurerait aux marchés la certitude et la stabilité qui suffiraient peut-être à abaisser les coûts moyens des emprunts du gouvernement³.

Les politiques suivies au Canada depuis la guerre ne relèvent clairement d'aucune de ces thèses. Cependant, elles se sont rapprochées davantage, durant cette période, de celle qui préconise des économies de coûts d'intérêt que de celle qui prône des techniques anti-cycliques.

² L'opinion selon laquelle le gouvernement ne devrait pas payer d'intérêt sur sa dette, finançant ses besoins exclusivement par l'émission de monnaie, est la réduction à l'absurde de cette thèse. Une telle politique, conjuguée avec des déficits gouvernementaux, conduirait inévitablement à une facilité extrême du crédit dans tout le système, à une crise du change et, finalement, à une inflation incontrôlable. Plusieurs de ceux qui proposent cette idée ignorent les limites physiques de la capacité de production, prenant pour acquis que ce que l'on peut payer peut être produit aux prix courants du marché.

³ Une présentation énergique de ce point de vue se trouve dans *Techniques of Treasury Debt Management* par Tilford C. Gaines, Free Press of Glencoe, 1962.

Pendant les premières années de l'après-guerre, la pratique de maintenir la fixité des prix des obligations et de rembourser la dette grâce à des surplus de trésorerie traduisait la volonté de ne pas conduire d'opérations touchant la dette (ou, quant à cela, d'opérations de contrôle des encaisses) dans un but de stabilisation. Lorsqu'on abandonna cette politique, on fit peu d'efforts pour compenser le raccourcissement de l'échéance moyenne de la dette jusqu'à l'année de récession 1954⁴. On laissa l'échéance de la dette détenue par le public se raccourcir encore en 1955 et 1956; et les achats de valeurs à long terme de la Banque du Canada et des portefeuilles de l'État contribuèrent beaucoup à modérer l'augmentation des rendements à long terme à un moment où l'on pratiquait une politique monétaire restrictive. On lança une longue échéance en septembre 1956, celle de 3½, 1996-1998, mais ce fut la seule tentative d'allonger l'échéance de la dette détenue par le public durant la période restrictionniste de 1955-1957. Le prix de cette émission était trop élevé pour en faire réussir la distribution, et les autorités furent obligées d'en garder une bonne partie. Au cours de cette période, le désir apparent de ne pas laisser les taux à long terme dépasser 4 p. 100 contrecarra tout effort pour allonger le terme de la dette, et l'effet net fut de rendre la politique monétaire restrictive que l'on poursuivait alors moins efficace qu'elle aurait pu l'être.

L'échéance de la dette continua de raccourcir durant la plus grande partie de l'année 1957. Cependant, au début de 1958, alors qu'on pratiquait une politique monétaire expansionniste pour combattre une récession, on changea de direction. Quelques efforts furent alors accomplis en vue d'allonger le terme de la dette, mais qui devinrent insignifiants en comparaison de l'énorme opération de conversion poursuivie entre juillet et septembre qui, d'un seul coup, augmenta l'échéance moyenne des titres du public de 96 mois au 30 juin 1958 à 178 mois au 30 septembre de la même année. Depuis l'emprunt de

conversion, (on a traversé dans l'intervalle deux périodes restrictionnistes et deux périodes plus ou moins expansionnistes) l'échéance des portefeuilles du public s'est continuellement abrégée à la seule exception du quatrième trimestre de 1962. En tout cela, il y a peu d'indication que les politiques touchant la monnaie et la dette aient été souvent agencées durant l'après-guerre de façon à réaliser des objectifs communs—ni même vraiment qu'une politique cohérente quelconque ait été poursuivie en ce qui concerne la dette. Au cours des dernières années, cependant, l'expérimentation poussée de nouvelles techniques et un plus grand soin à coordonner la politique de la dette avec la politique monétaire ont amoindri les perturbations causées par la gestion de la dette et accru son utilité comme instrument de politique.

Entre les principes différents qui peuvent inspirer la gestion de la dette, le choix dépend de la balance des avantages et des désavantages de chacun, lorsqu'on les pèse au regard de l'ensemble de la politique économique du gouvernement. Considérant d'abord la thèse qui préconise de diminuer le coût de la dette, cet avantage recherché de réduire les charges du gouvernement permettrait, soit de réduire les impôts, soit d'augmenter les dépenses du gouvernement dans des directions plus utiles. Malgré la réapparition récente sous une forme subtile de la controverse du « fardeau de la dette »⁵, il est généralement admis que les paiements d'intérêt faits à l'intérieur du pays sont assimilables à des paiements de transfert, et qu'ils affectent la distribution des revenus et de la richesse et imposent certains frais administratifs mais n'imposent pas d'autres fardeaux tangibles à l'ensemble de la collectivité. Puisque la dette du gouvernement fédéral est pratiquement toute détenue au Canada, ce point de vue s'applique à notre cas. Aussi, les effets réels d'une réduction quelconque du montant actuel des paiements nets d'intérêt sur la dette fédérale—qui représente quelque 750 millions—dépendraient de la différence entre les habitudes de dépense et d'épargne des contribuables et celles des acheteurs d'obliga-

⁴ Voir le graphique 9 au chapitre 20 qui montre les changements dans l'échéance moyenne de la dette.

⁵ Voir, par exemple, «Is the National Debt a Burden?» par E. J. Mishan, *The Banker*, septembre 1963.

tions du gouvernement (dans la mesure où les avantages se traduiraient par des réductions d'impôts) et de la différence entre la nature des dépenses des acheteurs d'obligations et celles du gouvernement (dans la mesure où les autres dépenses du gouvernement seraient augmentées). Quel que soit le résultat, il est sûrement à présumer que l'effet net sur l'économie serait beaucoup inférieur au montant de la réduction dans les paiements d'intérêt du gouvernement.

Il faut aussi reconnaître qu'il n'y a pas de guide précis pour déterminer le moment opportun d'offrir une émission d'obligation à long terme. Quand les taux sont favorables, les autorités n'ont jamais la certitude qu'ils ne s'abaisseront pas davantage. Pas plus qu'elles ne sont certaines qu'une émission d'obligations à un an, renouvelable chaque année pendant cinq ans à des taux inconnus, serait plus avantageuse qu'une émission à échéance de cinq ans aux taux courants. De plus, si l'on tente de façon répétée de vendre des obligations à long terme aux creux des cycles d'intérêt, les acheteurs deviendront désillusionnés et exigeront des rendements plus élevés, ce qui annulera une bonne partie des bénéfices possibles si l'on poursuit à l'extrême l'objectif de réduire le coût des intérêts.

Pendant, la principale objection à poursuivre cette politique en tout temps ne vient pas de ce que ses avantages réels soient faibles ou qu'il soit difficile de savoir comment procéder en pratique pour réduire les coûts, mais bien de ce qu'une règle aussi rigide compliquerait la tâche des autorités d'établir des conditions appropriées de crédit en les privant de se servir de la dette pour appuyer leurs autres instruments de stabilisation⁶.

Nous avons examiné les points forts et les points faibles d'une politique de gestion anticyclique de la dette avec plusieurs des témoins

⁶ Les ventes d'obligations à long terme au creux du cycle des intérêts (la pointe dans les prix des obligations) peut aider les autorités pendant la période de taux plus élevés qui suivra, les acheteurs étant «emprisonnés»—c'est-à-dire peu disposés à vendre à un prix moindre que celui qu'ils ont payé—et réduisant ainsi peut-être leur dépense au-dessous de ce qu'elle aurait été autrement. Le même effet peut être obtenu—de manière peut-être mieux appropriée—par la vente d'obligations à long terme au début d'une période de restriction.

qui ont comparu devant nous. Quelques-uns ont soutenu que des modifications dans la distribution des échéances de la dette peuvent avoir de puissants effets sur le niveau et la gamme des taux d'intérêt, et qu'on devrait se servir de cette technique énergiquement pour obtenir ces résultats⁷. Une opinion plus répandue était que la gestion de la dette peut n'avoir des effets indépendants sur les taux d'intérêt qu'à un degré limité. Avec quelques variations dans l'accent, cette opinion a été exprimée par Sir Dennis Robertson d'après son analyse des événements au Royaume-Uni⁸, par M. Bernstein sur la base de l'expérience des États-Unis⁹ et par d'autres témoins. On semblait concourir dans l'opinion que si la gestion de la dette peut utilement donner un coup de coude sur la structure des taux, on ne peut en attendre des effets puissants.

Les différences dans les vues exprimées reflètent l'expérience différente de chaque pays et l'ampleur des opérations envisagées. Ainsi, pour ce qui est des États-Unis, les commentaires reflètent les changements plutôt limités dans la structure de la dette qu'a effectués la politique récente du Trésor et de la Réserve fédérale, désignée sous le nom d'«operation nudge». Depuis le début de 1961, les autorités des É.-U. ont pris des mesures pour modifier la répartition des échéances des portefeuilles du public, en vue de relever les taux d'intérêt à court terme pour des raisons internationales sans trop affecter les taux à long terme¹⁰. A cette fin, le Trésor leva les fonds nouveaux dont il avait besoin en augmentant ses émissions de bons, en même temps que le Système fédéral de réserve ajoutait aux réserves bancaires en achetant des titres à long terme. Pour ce qui est du Royaume-Uni, Lord Cobbold dans son témoignage devant nous a souligné le pressant besoin qu'il y avait, durant son mandat comme gouverneur de la Banque d'Angleterre, d'allonger

⁷ Voir, par exemple, le mémoire du professeur Clarence Barber et Témoignages, pages 880 à 896.

⁸ Témoignages, page 5132.

⁹ Témoignages, page 4487.

¹⁰ Le niveau des taux à long terme devint, néanmoins, plus élevé que ce qu'il aurait été si les considérations internationales avaient permis aux autorités des É.-U. de poursuivre une politique de facilité dans toute la structure des rendements.

autant que possible le terme de la dette; et il a donc attaché moins d'importance aux politiques anticycliques¹¹.

L'appréciation de l'expérience canadienne est dominée jusqu'à un certain point par l'allongement radical du terme de la dette lors de l'emprunt de conversion en 1958. Dans la première moitié de 1958, beaucoup d'incertitude régnait sur les marchés de valeurs par suite d'une spéculation intensive dans une émission à long terme du C.N.R. lancée plus tôt dans l'année apparemment d'abord avec succès. Cela aboutit à la faillite de deux émissions à long terme livrées le 1^{er} mai¹². Dans le but de refinancer la masse considérable des obligations de la Victoire dont l'échéance approchait (947 millions devaient échoir en janvier 1959 et 1,165 millions en juin 1960, sans compter 4,304 millions en trois autres émissions de la Victoire échéant en 1962, 1963 et 1966) et de restaurer la confiance dans les titres de l'État, il fut décidé de convertir toutes les obligations de la Victoire en obligations à plus long terme. Au cours d'une campagne de deux mois de la mi-juillet à mi-septembre qui rappelait celles des émissions du temps de guerre, on émit 5,806 millions en quatre émissions de conversion, représentant 45 p. 100 de la dette négociable en cours, en échange d'obligations de la Victoire. Il ne peut y avoir le moindre doute qu'une substitution d'obligations à court terme pour des obligations à longue échéance, sur une échelle telle que l'échéance moyenne des portefeuilles du public fut portée de 8 à presque 15 ans, contribua beaucoup à la hausse des taux à ce moment-là et à leur maintien à un niveau assez élevé depuis.

¹¹ Témoignages, pages 4045-49.

¹² On pourrait noter que certaines des pressions spéculatives qui ont contribué à la perturbation des marchés au début de 1958 auraient pu être évitées si la politique financière du gouvernement avait été plus claire et si la Banque du Canada avait appliqué la technique employée plus tard d'offrir des montants supplémentaires, des nouvelles émissions lorsqu'une forte demande se dessine. Cette technique tend à empêcher toute augmentation brusque des prix et à tempérer les excès d'enthousiasme spéculatif des négociants et de leurs clients. Cependant, il faut souligner que les pressions spéculatives étaient alors puissantes sur les marchés d'obligations de l'Amérique du Nord, comme l'effondrement du marché d'obligations des É.-U. au milieu de 1958 l'a montré très clairement.

Toutefois, il est maintenant généralement reconnu que cette opération massive a subsciemment créé des difficultés considérables et compliqué la tâche des autorités. La principale difficulté fut que la liquidité de l'économie se trouva grandement réduite à un moment où au fond, et en dépit de signes d'une reprise économique, la conjoncture restait faible. En outre, une opération de cette ampleur dans la gestion de la dette devait à peu près sûrement entraîner quelque bouleversement dans les marchés. L'objectif déclaré était de convertir toutes les obligations de la Victoire, y compris l'émission échéant en 1966 et qui n'était pas rappelable avant 1961. Et pour atteindre cet objectif, on offrit des termes extrêmement attrayants, et on présenta l'opération comme une entreprise patriotique méritant un appui unanime. De plus, on haussa et maintint les prix des obligations de la Victoire à des niveaux très attrayants¹³, de sorte que pour toute la durée de l'opération et pour quelques semaines ensuite, la Banque du Canada eut à soutenir les prix des obligations à l'encontre d'une correction rapide à la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Ainsi, partiellement à cause de problèmes techniques qui auraient pu être évités, la gestion de la dette contrecarra la politique monétaire en un moment crucial. Quand on cessa de soutenir le marché et que les cours tombèrent, les acheteurs eurent l'impression d'avoir été trompés.

Même sans ces complications, une opération de refinancement de cette importance ne pouvait manquer de créer des conditions dans lesquelles il serait difficile de réduire les taux d'intérêt lorsque cela deviendrait désirable. Après cette grande secousse, le marché ne serait plus de sitôt prêt à accepter les valeurs de l'État à des taux beaucoup plus bas, même si l'on s'efforçait de renverser l'opération en remplaçant les obligations à long terme par des obligations de courte échéance dans les portefeuilles privés. Effectivement, les autorités s'engagèrent à voir les taux assez hauts pour une longue période, une décision qui s'est avérée mauvaise à la lumière des événements subséquents.

¹³ Comme on avait fixé une échelle de marges entre les prix des obligations de la Victoire et ceux des nouvelles émissions de conversion, les prix de ces dernières furent aussi fixés en fait.

Une opération de moindre envergure, conduite avec plus de souplesse et présentée comme une option au lieu d'un devoir, n'aurait pas entraîné toutes ces difficultés.

Il faut noter que l'emprunt de conversion de 1958 révéla l'existence de conflits fondamentaux entre les politiques. Le budget présenté le 17 juin soulignait le besoin de mesures expansionnistes et prévoyait un déficit record en temps de paix de 1.4 milliard. Vendre des titres à long terme ne pouvait pas être considéré comme un geste expansionniste, bien que l'on prétendit que l'emprunt de conversion permettrait aux autres emprunteurs de se financer plus facilement à long terme. Comme question de fait, les conditions de crédit se resserrèrent d'une façon marquée malgré la grande expansion monétaire qui s'ensuivit, et les entreprises, les provinces et les municipalités se tournèrent vers les marchés financiers américains pour se procurer des fonds. Une pression à la hausse s'exerça donc sur la valeur du dollar canadien, ce qui, pour dire le moins, n'était pas un stimulant positif pour la conjoncture intérieure. Quand il faut modifier rapidement les taux pour des raisons intérieures ou internationales, on peut y arriver par des mesures monétaires agissant sur les réserves d'encaisse du système financier. Un soutien massif par des opérations de gestion de la dette n'est pas nécessaire. Vu ce fait, et vu les perturbations qui peuvent résulter d'opérations trop ambitieuses sur la dette, on devrait éviter de se lancer dans des programmes aussi radicaux.

Cela, toutefois, laisse sans réponse la question de savoir si des politiques anti-cycliques plus limitées de gestion de la dette devraient être adoptées. L'emprunt de conversion peut ne pas avoir été entrepris pour des fins anti-cycliques, mais il affecta beaucoup les taux d'intérêt. Il est raisonnable d'en déduire que des opérations plus limitées auraient produit des effets moindres mais significatifs. Cette déduction trouve quelque corroboration en d'autres expériences canadiennes. Par exemple, les achats d'obligations à long terme par les portefeuilles de l'État en 1956 tendaient

indiscutablement à amortir l'augmentation des taux à long terme, si mal guidée que cette politique ait pu être. Un cas plus heureux a été celui des mesures prises après le budget de juin 1961; l'établissement d'un Fonds d'achat en vue de soutenir les émissions à long terme, les opérations d'échanges de la Banque du Canada et l'annonce qu'on cesserait temporairement de lancer de nouvelles émissions à long terme furent autant de gestes qui aidèrent à soulager la pression sur les prix dans ce secteur du marché. L'annulation de tous les titres négociables détenus par la Caisse d'assurance-chômage, dont une forte proportion étaient à longue échéance, contribua aussi à rassurer le marché en supprimant une menace de grosses mises en vente. Ces opérations—ou annonces qu'on ne ferait pas telle ou telle opération—concernant la dette apportèrent un appui utile à l'établissement de conditions plus faciles dans les marchés financiers.

En 1962 également, des transactions originales portant sur la dette aidèrent à faire évoluer rapidement les marchés pour faire face à la crise du change. On employa surtout les instruments de la politique monétaire: à cause de l'augmentation rapide de leurs prêts et de la pression sur leurs positions d'encaisse, les banques procédèrent à des ventes massives de valeurs en juin, juillet et août, lesquelles firent hausser les taux de manière à freiner les pertes de devises. Cependant, afin de réduire les réserves d'encaisse, la Banque du Canada conduisit ses opérations dans toutes les classes d'échéances, vendant d'abord des bons du Trésor afin de forcer surtout les taux à court terme à monter rapidement, mais transférant bientôt la pression sur le secteur à long terme du marché. En août, on fit une émission de 120 millions échéant en 1980 pour accroître la pression sur les taux à long terme; et en août et septembre, la Banque vendit pour 140 millions de titres à long terme. L'effet des opérations de la Banque sur les encaisses fut adouci par le transfert temporaire de soldes d'encaisses du gouvernement et par des opérations du portefeuille de placements de

l'État¹⁴. L'opération dans son ensemble, qui comportait aussi de gros échanges dans le portefeuille de la Banque, a démontré comment des opérations coordonnées portant sur la monnaie et la dette peuvent amener sans heurt des ajustements rapides dans les conditions de crédit. On peut prétendre néanmoins qu'on aurait pu s'appuyer davantage sur la gestion de la dette. De plus grosses ventes d'obligations à moyen et à long terme par les autorités (accompagnées d'achats compensatoires d'obligations à court terme en ce qui concerne les ventes de la Banque du Canada) auraient pu forcer les taux à la hausse sans obliger autant les banques à vendre des obligations. De cette manière, les banques n'auraient pas vu leur liquidité diminuer aussi fortement et auraient conservé la capacité de poursuivre d'assez libres politiques de prêt, comme il convenait pour la conjoncture intérieure au cours de cette crise du change. Mais ce n'est qu'une ombre sur une opération conduite avec succès en des circonstances qui ne permettaient aucun délai.

Ces quelques incidents fournissent des exemples du tort ou du bien que la gestion de la dette peut apporter à la politique financière du gouvernement. S'ils nous apprennent quelque chose, c'est qu'il faut faire preuve de souplesse. A notre avis, il n'est pas souhaitable de tenter d'obéir à des principes rigides en matière de gestion de la dette. Si l'on adhère strictement à l'objectif de minimiser les coûts d'intérêt, ou à l'objectif « neutre » de maintenir toujours la même répartition des échéances de la dette par un calendrier régulier d'émissions et de rachats, on devrait renoncer à l'assistance qu'une gestion habile de la dette peut fournir pour ajuster les conditions de crédit, à seule fin de poursuivre des objectifs secondaires. De plus, on ne pourrait pas facilement rester « neutre » tout en s'ajustant aux varia-

tions dans les besoins financiers du gouvernement et à l'évolution cyclique ou autre des goûts des acheteurs; et une telle politique de neutralité pourrait avoir de très mauvaises conséquences sur les taux d'intérêts. Par contre, conduire à temps et à contretemps une politique anti-cyclique pourrait également engager les autorités dans des opérations qui bouleverseraient les marchés. Par exemple, il est difficile de vendre des émissions à long terme quand les prix des obligations sont à la baisse, et lancer une émission à un prix qui n'est pas suffisamment attrayant peut entraîner un grand désordre sur le marché. En tout cas, on doit offrir aux acheteurs un rendement assez attrayant pour les persuader de faire des placements durables en titres de l'État; quelle que soit la politique adoptée, les coûts d'intérêt pourraient bien ne pas être beaucoup différents à la longue. Dans le même ordre d'idées, même si l'abaissement des coûts n'est pas le premier objectif de la politique, le gouvernement doit offrir des émissions au meilleur coût possible dans le contexte de la politique adoptée: une émission vendue trop bon marché et qui entraîne une spéculation subséquente peut être aussi perturbatrice pour les marchés et à la longue pour le crédit du gouvernement qu'une émission à trop fort prix dont les acheteurs se détournent.

Les autorités monétaires et les administrateurs de la dette ont le devoir d'assurer le financement du gouvernement. Mais ils ont aussi le devoir, dans le cadre des autres politiques poursuivies, de chercher à créer un ensemble de conditions de crédit qui conduise à la réalisation des grands objectifs de la politique économique. S'ils réussissent à influencer sur les conditions de crédit dans le sens et le degré requis, ils auront atteint leurs objectifs majeurs. A certains moments, comme à l'été de 1962, il peut être désirable d'avoir beaucoup recours à des opérations sur la dette, pour augmenter les taux d'intérêt d'une autre manière qu'en forçant les banques à vendre leurs titres de façon massive, parce qu'il n'est pas désirable alors de trop restreindre les prêts bancaires. Pour un ensemble différent de circonstances intérieures et

¹⁴ Voir le *Rapport de la Banque du Canada pour 1962*, pages 52-53. Il n'est pas possible de retracer les opérations officielles dans les chiffres publiés parce que les détails des portefeuilles de la Banque et du gouvernement ne sont pas dévoilés; les changements dans les classes d'échéances publiées reflètent le passage du temps aussi bien que les opérations effectuées. Nous croyons qu'une publication détaillée, après délai raisonnable, comme aux États-Unis, contribuerait beaucoup à une discussion informée sans exposer d'aucune façon la position des autorités.

internationales, un autre dosage de mesures de politique peut mieux convenir à obtenir un état quelque peu différent des conditions de crédit.

Une technique additionnelle qu'on a proposée pour servir à l'application d'une politique anti-cyclique de gestion de la dette et pour aider à faire varier les conditions de crédit consiste à faire fluctuer les encaisses du gouvernement en dépôt dans les banques à charte. On nous a représenté que dans les périodes de prospérité économique, quand le gouvernement dispose de surplus de trésorerie, il devrait les déposer dans les banques à charte plutôt que de les employer au remboursement de la dette. Dans une période subséquente de récession, il utiliserait ces dépôts pour combler ses déficits de trésorerie. L'objection à utiliser les soldes d'encaisse de manière cyclique est purement de nature politique. Lorsque la demande sur les ressources de l'économie devient excessive, le ministre des Finances pourrait trouver extrêmement difficile de persuader ses collègues du cabinet et le Parlement que les sommes qui dorment dans ses comptes ne doivent pas servir à augmenter les dépenses. Cependant, s'il y avait de bonnes raisons de supposer que les autorités ne pourraient varier suffisamment les conditions de crédit sans s'aider de cette technique, les mérites de cette proposition justifieraient le ministre de courir le risque¹⁵. A certains moments dans le passé, la façon timide avec laquelle les autorités exerçaient leur influence sur les conditions de crédit suggérerait qu'un supplément de cette nature eût été précieux. Il n'est pas certain que ce soit encore le cas. Si on a besoin de combiner des surplus de trésorerie, des remboursements sur la dette et une restriction du crédit, on peut réaliser cette combinaison par les techniques actuelles sans avoir besoin de faire beaucoup varier les soldes d'encaisse du gouverne-

¹⁵ Lors de la crise du change en 1962, par exemple, le ministre annonça que le produit en dollars canadiens des ventes de devises serait mis de côté et non utilisé pour des dépenses internes. A la fin de 1963 et au début de 1964, le gouvernement accumulait de nouveau des encaisses importantes, en prévision, peut-être, d'une accumulation future de réserves de devises.

ment¹⁶. Bien qu'il n'y ait pas de raison de condamner cette technique, nous ne croyons pas qu'il y ait lieu d'en faire un instrument indispensable ou habituel de la politique.

Tout en faisant preuve de souplesse, les autorités ne peuvent se permettre de négliger le fait que l'échéance de la dette se raccourcit continuellement à mesure que le temps passe. L'oublier serait s'exposer à des situations où les besoins immédiats de la gestion de la dette limiteraient sérieusement toute liberté d'action. Il n'y a pas de règle précise qui indique jusqu'à quel point on peut laisser le terme de la dette se raccourcir avant d'agir, mais si l'on a trop recours au financement à court terme, on aura finalement à faire face à des problèmes de refinancements continuels. Inévitablement, les marchés financiers seront presque constamment dérangés par les ventes et les livraisons de nouvelles émissions, ce qui pourra sérieusement nuire aux efforts pour influencer sur les conditions de crédit. Le problème deviendrait encore plus sérieux si le gouvernement n'était pas disposé à payer le prix voulu pour réussir à placer ses émissions—c'est-à-dire, le prix conforme à la politique monétaire en cours. Par conséquent, lorsqu'il se présente des occasions d'allonger le terme de la dette sans nuire aux conditions de crédit que l'on cherche à établir, il y a avantage à en profiter afin d'éviter des sources de conflits futurs entre les objectifs. Lorsque les autorités se voient incapables, année après année, de vendre des obligations à long terme, c'est un indice que le niveau moyen des taux à long terme est tenu trop bas.

La pratique établie en ces dernières années de retirer graduellement par tranches les émissions dont l'échéance se rapproche en les échangeant

¹⁶ Si le gouvernement accumulait des encaisses afin de réaliser un état donné des conditions de crédit, l'effet initial serait de laisser entre les mains du public des obligations plutôt que des dépôts en banque. Les taux d'intérêt seraient ainsi plus élevés que si les obligations étaient retirées. Il y aurait ainsi moins de pression directe à exercer sur les banques, qui seraient donc un peu plus libres de prêter que si le niveau désiré dans les taux d'intérêt avait été obtenu en restreignant les réserves d'encaisse du système et en obligeant les banques et les autres institutions à vendre des valeurs.

contre des titres à plus long terme—à l'occasion d'une nouvelle émission, ou au moyen d'opérations de refinancement anticipé conduites par la Banque du Canada ou par les portefeuilles du gouvernement—a permis aux autorités de traiter ce problème d'une façon ordonnée. Cette technique, une variante du «tap system» pratiqué au Royaume-Uni, permet aux autorités d'écouler leurs émissions à long terme sans courir le risque de perturber les marchés par de nouvelles émissions à long terme de grandes dimensions. Cependant, il y a des moments, comme en 1962, où la vente d'une nouvelle longue émission peut utilement influencer sur les marchés; et il se présente aussi des occasions où l'annonce d'une grosse émission attirera plus d'acheteurs.

Nous avons examiné au chapitre 16 les mérites de différentes techniques d'émission, et nous y avons conclu que les méthodes qu'on a mises au point semblent satisfaisantes. A ce sujet, comme à celui des principes fondamentaux de gestion de la dette, nous croyons que les autorités ne devraient pas se lier par des règles ou des usages rigides. Elles ont élaboré de nouvelles techniques, et elles continueront sans doute d'adapter leurs méthodes à l'évolution des circonstances et au développement des marchés de manière à assurer efficacement le placement ordonné de nouvelles émissions. En procédant ainsi, elles devraient fuir la tentation des expériences superflues; il y a grand avantage à assurer une certaine continuité dans les méthodes du gouvernement pour aborder le marché. Si le prix de la marchandise est convenable et si elle est conçue en fonction des besoins des acheteurs en perspective, elle se vendra; sinon, les innovations techniques les mieux imaginées n'amèneront pas les clients.

Cela ne signifie pas que des émissions ne puissent être conçues spécialement pour attirer certaines catégories d'acheteurs, telles les obligations vendues à escompte, ou pour répondre à des situations particulières du marché, comme en 1959 et 1960 quand on vendit cinq émissions à court terme convertibles en valeurs à long terme afin d'attirer des fonds à long terme dans un marché

réfractaire¹⁷. Des caractéristiques imaginées pour répondre aux préférences du marché—tel, par exemple, l'engagement de ne pas rembourser avant échéance—ont pour effet d'accroître la disponibilité de fonds, quoique leurs effets ultimes sur les coûts bruts d'intérêt soient difficiles à évaluer¹⁸. Des ventes d'émissions à l'étranger peuvent aussi être utiles, particulièrement comme moyen de se procurer des devises quand une pression s'exerce sur nos réserves.

Il y a cependant des limites à notre éclectisme, Même si l'idée n'a peut-être pas été sérieusement entretenue dans ce pays, nous pensons qu'il vaut la peine d'enregistrer notre opposition à la vente de titres dont la valeur est liée de quelque façon aux changements dans les prix des marchandises et des services—dites obligations «indexées». Ces obligations sont en réalité une admission par le gouvernement de sa faillite à réaliser l'un de ses objectifs économiques principaux; et la mise en vente de tels titres ne peut qu'ajouter aux difficultés de le réaliser. Dans une conjoncture inflationnaire, ces titres entraîneraient probablement d'autres ajustements majeurs dans le système et compromettraient la position des autres emprunteurs qui sont incapables d'offrir des termes semblables pour se procurer les fonds dont ils ont besoin. Additionnellement, cela peut rendre le public moins disposé à accepter des mesures restrictives et permettre simplement à certains groupes économiques de transférer une plus grande part du fardeau de l'inflation à d'autres. Un désavantage mineur est que ces obligations feraient inutilement concurrence aux titres

¹⁷ Toute future émission convertible devrait, cependant, comporter une clause raisonnable de remboursement avant échéance à l'option du gouvernement. Les émissions en cours ne sont normalement pas converties avant la dernière date possible, même si leurs détenteurs avaient avantage à le faire: leur prix reflète de toute façon la prime sur l'émission à long terme en laquelle elles sont convertibles. Si la conversion devient subséquemment sans attrait, toutes les obligations doivent être remboursées en tant que titres à courte échéance.

¹⁸ A la fin de 1962, 1,631 millions de dollars de titres des Chemins de fer nationaux, garantis par le gouvernement étaient en cours. Ces valeurs se sont généralement vendues et négociées à des rendements un peu plus élevés que les émissions comparables du gouvernement. Le gouvernement devrait examiner quel avantage il a à financer séparément cette société de la couronne.

de participation et réduiraient les courants de capitaux de risque dont l'économie a besoin.

Comme nous l'avons noté au chapitre 4, le gouvernement fédéral a compté fortement sur la vente d'obligations d'épargne du Canada pour remplir ses besoins de fonds. Présentement, ces obligations représentent 37 p. 100 de la dette fédérale détenue ailleurs que dans les portefeuilles de l'État et dans les banques à charte, et 50 p. 100 des portefeuilles des particuliers et des entreprises non financières. Bien qu'en certaines années, elles aient été offertes presque tout le long de l'année, l'usage s'est établi de concentrer les ventes sur une courte période à l'automne, et une forte proportion des ventes s'effectue au cours de cette campagne annuelle. Ces obligations, qui sont rachetables en tout temps à leur valeur nominale plus l'intérêt couru, comportent des taux d'intérêt attrayants¹⁹; et elles ont concurrencé avec beaucoup de succès les créances des institutions et les autres instruments financiers pour trouver place dans les portefeuilles des particuliers. Tel que le montre le tableau 2 du chapitre 7, les 4,620 millions d'obligations d'épargne en cours à la fin de 1962 représentaient plus du quart des principales catégories de créances liquides à valeur fixe détenues par des particuliers, et cette proportion continue de s'accroître.

Quoique ces obligations fassent concurrence aux autres obligations du gouvernement fédéral aussi bien qu'à d'autres instruments d'épargne, il est indiscutable qu'elles permettent au gouvernement de trouver sur le marché des fonds qu'il ne pourrait pas se procurer sur la même échelle au moyen de titres négociables ordinaires. Des données préparées à notre intention par le ministre des Finances indique que le coût moyen de ces fonds, y compris les frais administratifs et autres de la campagne annuelle aussi bien que les paiements d'intérêt, a été un peu plus élevé que celui des autres emprunts du gouvernement. Ce-

¹⁹ Pour toutes les émissions depuis 1956, le taux du coupon augmente durant le terme des obligations, ce qui encourage les détenteurs à les conserver jusqu'à l'échéance finale. Les obligations d'épargne peuvent être encaissées sur demande; à l'expérience, le rachat entre les campagnes annuelles s'avère modéré, mais des montants considérables sont échangés contre de nouvelles obligations lorsque le taux de la nouvelle émission est sensiblement plus élevé.

pendant, les coûts n'ont pas été excessifs, et de toute façon il est impossible d'estimer ce qu'aurait été l'augmentation des rendements sur le reste de la dette si les autorités avaient dû obtenir plus de fonds sur les marchés financiers sans modifier davantage leur politique de crédit. On soutient, de plus, qu'il est désirable que le gouvernement encourage l'épargne individuelle en offrant des obligations d'épargne payables par déductions sur les salaires ou à tempérament.

C'est notre opinion, toutefois, que le gouvernement a mis un accent exagéré sur les obligations d'épargne du Canada. Du moment que l'on presse vigoureusement les ventes et que l'on offre des rendements attrayants, on peut se procurer des montants considérables. L'habitude prise, il est facile de se leurrer en prétendant que le gouvernement éprouverait de grandes difficultés à satisfaire autrement ses besoins. Il faut se rappeler, toutefois, que si la concurrence des obligations d'épargne était réduite, il y aurait accroissement des courants de fonds vers d'autres sortes de placements, incluant non seulement les autres valeurs fédérales mais aussi les dépôts et autres créances des institutions financières privées. Ces institutions placeraient sans doute une partie de leurs fonds accrus en obligations du gouvernement; chose plus importante, peut-être, elles seraient en mesure d'activer le mouvement des fonds privés dans la direction des prêts hypothécaires et autres formes de dette privée. Comme nous l'avons noté au chapitre 14, une augmentation des fonds hypothécaires privés permettrait à la S.C.H.L. de se retirer graduellement du domaine des prêts directs, qui ces dernières années ont représenté une charge assez importante pour la trésorerie de l'État. Ces deux importants facteurs compensatoires à une diminution des ventes d'obligations d'épargne—plus grosses ventes d'autres titres fédéraux et réduction nette importante des besoins de fonds du gouvernement pour financer les hypothèques de la L.N.H.—doivent entrer en ligne de compte dans l'examen des avantages possibles d'un certain retrait du marché des obligations d'épargne.

Une action en ce sens freinerait aussi la tendance des avoirs privés de titres du gouvernement

à prendre de plus en plus la forme de valeurs fixes qui échappent ainsi aux conséquences des changements de prix et de rendement des valeurs mobilières. (Nous n'appuyons pas trop sur cet argument parce qu'il est improbable que des changements dans la valeur des titres détenus par les particuliers aident beaucoup la politique financière à affecter leurs décisions à l'égard de la dépense. D'ailleurs, s'il n'y avait pas d'obligations d'épargne, une partie du public opérerait sans doute pour les dépôts des institutions financières qui sont aussi liquides.) Finalement, il existe maintenant une grande variété de moyens d'épargner pour les particuliers, et il est de plus en plus difficile de prétendre que les coûts quelque peu plus élevés des emprunts d'épargne se justifient parce qu'il serait socialement désirable d'encourager l'épargne sous cette forme particulière. Nous recommandons, par conséquent, que le gouvernement examine la possibilité de pousser moins vigoureusement les ventes d'obligations d'épargne. Il pourrait s'avérer opportun de réduire le montant maximum qu'il est permis d'acheter, qui est actuellement de \$10,000, afin que ces achats entrent moins en concurrence avec les autres valeurs du gouvernement²⁰. En outre, les taux pourraient être rendus un peu moins attrayants.

(ii) *Organismes de gestion de la dette*

Étant donné le rapport étroit qui existe entre la politique monétaire et celle de la dette, il est vital que la Banque du Canada et le ministère des Finances se tiennent en relations très étroites. Informations et opinions doivent circuler librement entre eux, car faute de rapports francs entre les deux, ni l'un ni l'autre ne peut bien remplir ses fonctions.

Puisque nous adoptons l'opinion que la gestion de la dette devrait faire partie intégrante d'un programme coordonné de politiques gouvernementales, nous ne voyons aucun avantage à instituer une commission de la gestion de la dette au sein des structures du gouvernement. En fait,

cela pourrait être un geste dangereux et susceptible de soulever des conflits parfaitement inutiles entre les opérations du secteur gouvernemental sur les marchés financiers. Nous ne croyons pas non plus qu'il soit désirable d'établir un comité officiel de négociants en placement ou autres membres des marchés financiers pour agir comme conseiller du gouvernement concernant le calendrier et les prix de ses nouvelles émissions²¹. Les hauts fonctionnaires de la Banque du Canada et du ministère des Finances doivent naturellement se tenir en relations étroites avec les marchés dans le cours de leur travail quotidien. Il n'y a rien qui empêche les négociants ou autres d'exprimer leurs opinions ou de faire des suggestions, sollicitées ou non; et des comités officiels, à notre avis, n'amélioreraient pas sensiblement la qualité de l'information se rapportant aux questions de nouvelles émissions.

TECHNIQUES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La gestion de la dette a sa place—quelquefois importante—comme instrument accessoire pour modifier les conditions de crédit. Cependant, l'instrument sur lequel on doit principalement s'appuyer demeure la politique monétaire, c'est-à-dire les opérations par lesquelles la banque centrale fait varier l'importance de son passif, en particulier celle des réserves d'encaisse du système bancaire.

Les techniques employées par la Banque du Canada pour contrôler le volume des encaisses ultimes du système sont décrites en détail dans le mémoire que nous a soumis la Banque. Les réserves des banques à charte consistent en dépôts à la banque centrale et en une partie du numéraire émis par la banque centrale. Les changements dans ces réserves résultent de changements dans l'un ou l'autre des éléments de l'actif ou du passif de la Banque du Canada et ne peuvent avoir d'autre cause. Aussi, si la Banque du Canada modifie son actif total, les réserves des banques en seront affectées à moins

²⁰ On se rappellera que notre enquête sur les consommateurs, au chapitre 2, montrait que 56 p. 100 des obligations d'épargne étaient concentrées chez un nombre assez faible de familles qui en possédaient \$10,000 ou plus chacune.

²¹ Des arrangements de cette sorte existent aux États-Unis; voir Témoignages, page 3811 et suivantes, pour une description par M. Thomas de la manière dont fonctionnent ces comités.

d'un changement compensatoire dans un autre élément de son passif. La Banque observe les fluctuations dans les postes sur lesquels elle n'a pas de contrôle quotidien, tel que le numéraire en circulation²² et les sorties et rentrées de fonds dans le dépôt que le gouvernement tient chez elle, et elle agit sur les postes qu'elle peut contrôler journellement de manière à déterminer le niveau des réserves bancaires. En variant les prix auxquels elle est prête à acheter ou vendre des titres de l'État, la banque centrale peut augmenter ou diminuer son portefeuille, ce qui produit des effets correspondants sur les réserves d'encaisse. Ces opérations d'«open market», avec les fluctuations de son portefeuille de bons du Trésor lors des enchères hebdomadaires, sont les principales techniques de gestion des encaisses²³.

Ces encaisses peuvent aussi être affectées par des transferts de soldes entre les dépôts du gouvernement à la banque centrale et aux banques à charte: une réduction dans son compte à la Banque du Canada augmente les réserves d'encaisse des banques et vice versa. La Banque fait faire de tels transferts chaque jour comme opération d'équilibre final pour déterminer le niveau des encaisses qu'elle désire pour le lendemain. Elle fait des recommandations au sujet de la direction et de l'importance de ces transferts dans l'exercice de ses responsabilités à l'égard

²² Le volume du numéraire en circulation active est déterminé par la préférence du public. Selon la formule présentement en vigueur pour le calcul du minimum statutaire des réserves bancaires, le montant du numéraire que les banques comptent dans leurs réserves légales chaque mois est établi sur la base d'une moyenne récente de leur numéraire en caisse. Pour cette raison, les changements dans le volume du numéraire détenu par le public ne modifient pas les réserves légales au cours d'un mois, sauf dans la mesure où les banques comblent leurs pertes ou disposent de leurs excédents de numéraire par des retraits ou des dépôts dans leurs comptes à la Banque du Canada. La Banque du Canada, normalement, ne laisse pas les variations du numéraire en circulation affecter les conditions de crédit, et elle prend à cet effet les mesures compensatoires nécessaires.

²³ On a émis l'opinion que la Banque du Canada devrait être «neutre» aux enchères, remplaçant simplement ses bons échus par de nouveaux au prix moyen, et ne modifiant le volume de ses bons que par des opérations d'«open market» avant ou après l'enchère. Eu égard à la commodité de faire des changements lors d'une enchère du point de vue de la gestion de la dette, et vu que l'on peut éviter parfois des perturbations du marché de cette manière, nous ne voyons aucun avantage à adopter une telle règle.

BILAN DE LA BANQUE DU CANADA

31 décembre 1962—millions de dollars

ACTIF		PASSIF	
Bons du Trésor.....	455	Envers les banques à charte:	
Autres titres de l'État..	2,427	numéraire.....	417
Acceptations bancaires.....	3	dépôts.....	746
Placement dans la B.E.I.....	158	Envers les autres:	
Actif en devises.....	73	numéraire.....	1,817
Tout autre actif*.....	114	dépôts de l'État.....	43
		autres dépôts.....	38
		Passif en devises.....	61
		Tout autre passif*.....	110
	3,231		3,231

*Les principaux éléments variables de ces catégories sont les effets en voie de règlement—y compris le transit dans le compte du gouvernement—et les profits de la Banque, qui constituent un passif de celle-ci envers le ministre des Finances.

des encaisses, mais les transferts sont effectués sous la responsabilité du ministre des Finances et avec son accord. Dans la pratique, le compte du gouvernement ne sert normalement qu'à aplanir les fluctuations journalières, et la plupart des transferts n'ont pour objet que d'empêcher le dépôt du gouvernement à la Banque du Canada de trop fluctuer; ils servent ainsi à prévenir les effets perturbateurs que les oscillations des recettes et déboursés du gouvernement auraient autrement sur les réserves bancaires. Les opérations effectuées pour le compte du gouvernement dans ses portefeuilles de titres ou dans ses réserves de devises n'affectent pas les réserves d'encaisse tant que le dépôt du gouvernement à la Banque du Canada est maintenu stable par des transferts appropriés dans un sens ou dans l'autre à même ses dépôts dans les banques à charte. De son côté aussi, la Banque du Canada maintient normalement stable la position nette de son actif et de son passif en devises, de sorte que ses transactions en monnaies étrangères affectent rarement les réserves.

La Banque du Canada agit comme agent du ministre des Finances pour toutes les transactions des portefeuilles de titres du gouvernement et pour celles du Fonds du change. Elle a aussi le

pouvoir d'agir comme agent financier de tout gouvernement provincial, et il lui est loisible d'acquérir des valeurs provinciales, mais ces pouvoirs n'ont pas été utilisés. En pratique, la Banque trouverait extrêmement difficile d'agir pour les gouvernements provinciaux et de négocier dans leurs valeurs à cause des problèmes quasi insolubles de traitement équitable des divers gouvernements qui ne manqueraient pas de se soulever. (Comme le portefeuille de valeurs de la Banque n'augmente pas beaucoup chaque année, celle-ci ne pourrait de toute façon apporter qu'une contribution limitée au financement des provinces.) Nous ne voyons pas les mêmes difficultés politiques à inclure les valeurs provinciales parmi celles qui sont éligibles à l'escompte à la Banque du Canada, mais il y aurait peu d'avantage à le faire; comme question pratique, cela réduirait de bien peu les coûts d'emprunt des gouvernements provinciaux.

Il y a deux façons pour le système financier d'obtenir temporairement des encaisses de la Banque du Canada. Chaque banque à charte a une ouverture de crédit à même laquelle elle peut emprunter pour une semaine au minimum lorsqu'elle se trouve à court d'encaisse pour ses besoins. Le premier prêt fait à une banque au cours d'un mois porte le taux officiel d'escompte; mais la Banque du Canada peut exiger à sa discrétion un taux plus élevé pour une extension ou un deuxième prêt au cours du même mois. Les banques n'empruntent pas fréquemment, car elles ne considèrent pas cela comme un moyen acceptable d'obtenir de l'encaisse, sauf en cas d'urgence. D'ordinaire, les banques obtiennent de l'encaisse du système financier en rappelant leurs prêts aux négociants du marché monétaire, ce qui oblige ces derniers à s'adresser à la banque centrale. Comme on l'a noté au chapitre 16, les négociants reconnus du marché monétaire ont le droit d'obtenir des fonds (qui viennent grossir les réserves d'encaisse bancaires) en vendant à la Banque du Canada des valeurs qu'ils s'engagent à racheter en-dedans de 30 jours²⁴. Ces trans-

actions comportent des prix qui se traduisent pour le négociant par un taux de financement d'environ $\frac{1}{4}$ de 1 p. 100 plus élevé que le taux des bons du Trésor²⁵. Comme cette source de fonds est comparativement coûteuse, le négociant est fortement enclin à se financer ailleurs ou à réduire ses stocks de titres. Rien, donc, n'incite le système à emprunter continuellement de la Banque du Canada. Les ouvertures de crédit des négociants sont revisées de temps à autre afin de s'assurer qu'elles sont suffisantes; mais il semble qu'on tienne les ouvertures de crédit des banques délibérément basses afin de dissuader les banques d'emprunter directement à la Banque²⁶.

Il est important pour la banque centrale de pouvoir faire évoluer rapidement et sans heurts le système financier; et l'on prétend souvent que les délais du système à réagir aux opérations de la banque centrale tiennent en partie à des faiblesses du mécanisme de contrôle. Deux de ces prétendues faiblesses sont que seules les banques à charte sont assujetties à des coefficients de réserves d'encaisse, et que le calcul de ces réserves est fait sur la base du passif des banques au cours d'une période antérieure. Le premier point a été complètement couvert en d'autres chapitres: nous sommes d'accord avec la Banque du Canada que les autres institutions bancaires sont à peu près aussi sensibles aux mesures de la banque centrale qu'elles le seraient si elles étaient soumises à des exigences de réserves spécifiques. La recommandation que nous avons faite au chapitre 19 d'étendre à toutes les mêmes exigences de réserves s'appuie principalement sur d'autres considérations.

La Loi sur les banques établit présentement que les réserves statutaires doivent être calculées pour chaque mois sur la base de la moyenne du passif-dépôts de chaque banque pour les quatre mercredis qui précèdent le dernier mercredi du

²⁵ Le régime actuel de taux double de la Banque est étudié ci-après.

²⁶ Voir le mémoire III de la Banque du Canada, paragraphe 54; voir aussi témoignages, pages 7615-23, où la Banque du Canada explique clairement que dans des circonstances extraordinaires le crédit qu'une banque pourrait obtenir ne dépendrait pas de l'importance de son ouverture de crédit.

²⁴ A la fin de 1963, 15 négociants avaient accès à cette facilité.

mois précédent, et que le numéraire en caisse qui fait partie des réserves requises doit être calculé de la même façon. Ainsi, les banques savent au commencement de chaque mois quel est le montant du dépôt qu'elles devront maintenir en moyenne à la Banque du Canada. Les fluctuations de leur passif ne modifient pas le montant requis de réserves avant le mois suivant, pour lequel elles modifieront alors les résultats de la formule. De plus, le fait que les banques ne soient tenues à maintenir au minimum requis que la moyenne de leur encaisse pour les jours d'affaires du mois signifie que leur encaisse peut tomber en bas du minimum à certains jours, quitte à être compensée par de plus hautes réserves les autres jours du mois. Citant le mémoire de la banque centrale: «La Banque du Canada est actuellement d'avis que la formule utilisée présentement donne lieu à trop de lenteur en ce qui a trait aux effets d'une variation de réserves, et à des changements trop brusques en ce qui concerne le niveau exigible des réserves de caisse»²⁷.

Pour considérer d'abord en principe le décalage du calcul, on admettra que peu importe la manière d'établir le chiffre minimum des réserves requises, la banque centrale est généralement capable de faire varier en tout temps les réserves réelles par rapport aux exigences statutaires. Si l'actif et le passif des banques s'élèvent au cours d'un mois, leurs réserves requises n'augmentent pas en même temps, mais la Banque du Canada peut, néanmoins, abaisser leurs réserves actuelles par rapport aux montants requis si elle désire restreindre ou renverser un mouvement d'expansion. Que les montants requis augmentent automatiquement et que les réserves soient maintenues stables, ou que le minimum statutaire soit constant tandis que les encaisses sont réduites, le coefficient de réserve s'abaisse sans retard et les banques sentent la pression sur leurs réserves. Elles ne peuvent remettre leur réaction à plus tard, car elles doivent satisfaire aux exigences du mois courant; et il n'est pas certain qu'elles réagiraient plus rapidement avec l'une ou l'autre formule.

Pourvu qu'elle soit informée à temps des activités des banques, la banque centrale peut

²⁷ Mémoire III, paragraphe 46.

influencer sur celles-ci dans la direction qu'elle juge à propos²⁸. Si les banques à charte achètent des obligations plus rapidement qu'il serait désirable, et si la Banque du Canada hésite à freiner leur allure ou à la renverser, il s'agit en réalité d'un problème de conflit entre les objectifs à court terme de la Banque, qui doit peut-être choisir entre stabiliser les rendements sur le marché ou stabiliser le volume de tel ou tel élément du système financier; aucune méthode de calcul des encaisses ne peut résoudre ce genre de conflit. Que le calcul soit décalé ou simultané, les facteurs cruciaux de la situation sont, chez les institutions bancaires, leurs prévisions quant à la difficulté ou la facilité que la banque centrale leur fera pour obtenir leurs encaisses statutaires présentes et futures, et chez la banque centrale, sa disposition à accepter les conséquences sur les taux d'intérêt de comprimer les dimensions quantitatives du système.

Aussi soutiendrons-nous qu'en soi un calcul décalé des encaisses requises ne permet pas aux banques d'échapper au contrôle de la banque centrale. Étant donné la grande difficulté qu'auraient les institutions bancaires à compiler les chiffres courants de leurs dépôts, et les avantages de connaître avec certitude l'étendue de leurs obligations (car les fluctuations de leur encaisse surviennent en regard d'un minimum toujours connu), nous croyons qu'on devrait conserver le décalage de la méthode de calcul. Comme nous l'avons mentionné au chapitre 19, l'encaisse minimum requise devrait être supérieure à celle que les institutions bancaires maintiendraient normalement dans le cours de leurs affaires, afin qu'elles soient fortement incitées à se tenir tout près du minimum et qu'elles réagissent donc rapidement aux changements dans les réserves mises à leur disposition. En même temps, le minimum statutaire ne devrait pas trop dépasser ce niveau normal, car il n'y a pas de raison d'obliger les institutions à conserver inutilement

²⁸ Le fait que la Banque du Canada n'obtient pas de renseignements immédiats sur la participation des banques aux nouvelles émissions crée des problèmes; mais c'est le retard à être informée plutôt que le décalage du calcul des réserves qui est à la source de la difficulté. Voir témoignages, page 7604.

des actifs non productifs²⁹. Nous croyons que les coefficients recommandés au chapitre 19 représentent un juste milieu.

La Banque du Canada a soutenu que la réaction du système serait plus précise si les encaisses requises devaient être maintenues en moyenne sur une période plus courte, parce que les banques auraient moins de chances de compenser une faible encaisse à certains jours par une encaisse élevée les autres jours. Elles auraient tendance à se tenir de jour en jour plus près du niveau requis qu'elles ne le font présentement³⁰. D'autre part, les banques à charte ont exprimé l'opinion que si la période durant laquelle s'établissent les moyennes était plus courte, elles seraient obligées de tenir une encaisse plus élevée dans la pratique parce qu'elles disposeraient de moins de temps pour s'assurer qu'elles atteignent le niveau moyen requis. Comme résultat, leurs réactions seraient peut-être moins constantes que présentement. Il est aussi à propos de mentionner qu'il existe un cycle mensuel de paiements pour une multitude de transactions, de sorte que chaque banque connaît des mouvements d'encaisse qui commencent et se terminent en dedans de chaque mois. Si la période de calcul de la réserve était plus courte, les solutions de continuité entre deux périodes consécutives pourraient bien être plus marquées que présentement³¹.

Les changements de mois en mois du montant minimum des dépôts que les banques doivent maintenir à la Banque du Canada ont varié de 1 million à 45 millions ces dernières années; les changements les plus importants se produisent normalement en février et mars par suite d'une fluctuation saisonnière du numéraire en circulation au cours de la période des achats de la Noël. La Banque a passé des ventes réversibles d'un mois avec le gouvernement, de manière à faire face à ces grands changements prévisibles du minimum requis. Cette technique, ou des

transferts temporaires de dépôts du gouvernement entre les banques à charte et la Banque du Canada, ou des variations par la Banque de son portefeuille de bons du Trésor lors des enchères hebdomadaires, peuvent tous servir à modifier le niveau des encaisses, de sorte que la Banque dispose toujours au moins de quelques jours pour exécuter les opérations d'«open market» nécessaires. Aussi, la Banque a-t-elle le moyen d'assurer que même d'assez grands changements du minimum statutaire mensuel peuvent survenir sans disloquer les marchés de valeurs. Puisque la Banque du Canada convient que tout problème dû à la longueur de la période n'est pas sérieux avec la formule actuelle³², et puisque, si cette période était abrégée, cela pourrait entraîner des complications additionnelles, nous ne sommes pas enclins à en recommander le changement.

Les coefficients d'encaisse que nous avons recommandés précédemment devraient s'appliquer, comme présentement, à la somme du numéraire en caisse et du dépôt à la Banque du Canada. Les banques à charte ont tendance à garder environ les deux tiers de leurs réserves sous forme de dépôts et un tiers en numéraire, mais nous n'avons pas d'information comparable pour les autres institutions. Si les coefficients ne portaient que sur les dépôts à la banque centrale, la variation mensuelle du volume des encaisses requises serait quelque peu moindre qu'avec la formule actuelle. Cependant, faute d'information pour déterminer des coefficients approximativement équitables qui excluraient le numéraire en caisse, et comme les variations mensuelles avec la présente formule ne sont pas considérables au point de créer des ennuis, nous avons préféré recommander d'inclure le numéraire avec les dépôts dans les réserves minima. De plus, le fait de ne pas accepter le numéraire pour constituer les réserves requises pourrait être injuste à l'endroit des institutions moins importantes ou plus éloignées qui seraient obligées de garder proportionnellement plus d'actifs non productifs

²⁹ Le pouvoir de faire varier le coefficient d'encaisse est traité plus loin dans ce chapitre.

³⁰ Témoignages, pages 7597-7599.

³¹ Témoignages, page 8065.

³² Témoignages, page 7958.

que les plus grandes institutions ou celles qui sont établies dans des centres importants³³.

Nous concluons, par conséquent, que le pouvoir de la Banque du Canada de faire rapidement et extensivement changer les conditions financières n'a pas été affaibli à un degré significatif par des insuffisances dans le mécanisme du contrôle des encaisses. Notre opinion à ce sujet pourrait être différente si nous avions l'impression qu'il est vitalemment important pour la banque centrale d'exercer un contrôle précis au jour le jour sur tel ou tel volume de valeurs financières comme celui de l'actif liquide des institutions bancaires ou celui de leur passif-dépôts. Cependant, nous sommes persuadés qu'en s'efforçant chaque jour d'influencer les conditions de crédit, la banque centrale devrait chercher plutôt à orienter les mouvements des taux d'intérêt dans une direction appropriée, et à prévenir les hasards de soudaines girations dans la structure des taux, qu'à provoquer certains changements déterminés à court terme dans les montants en cours de telle ou telle catégorie de valeurs ou de créances.

Il va de soi que prix et quantités sont interdépendants, et il n'est pas facile de faire une distinction précise entre les deux en tant que cible immédiate de la politique. Néanmoins, d'importantes conséquences peuvent résulter du choix de la cible qui concentrera l'attention. Le système financier doit être capable d'absorber des revirements soudains des sentiments du marché, et si les ajustements se traduisaient invariablement par des oscillations des taux d'intérêt, cela conduirait à la confusion et à l'incertitude dans les marchés financiers intérieurs et à une sérieuse perturbation des courants internationaux de capitaux. Par exemple, en octobre 1960, la banque centrale, en réponse à l'insuccès apparent d'une émission à long terme, exerça une forte pression sur le système en vue de freiner l'expansion de l'actif des banques. Comme résultat, les taux d'intérêt s'élevèrent très brusquement à un moment inopportun et ne retrouvèrent pas

leur niveau de septembre 1960 avant environ un an. Et malgré tout, l'objectif apparent de la politique adoptée en octobre 1960 ne fut pas réalisé car l'actif des banques continua d'augmenter. En octobre 1962, des circonstances différentes placèrent les autorités en face d'un choix semblable dans l'immédiat entre contrôler les prix ou contrôler les quantités. A cette occasion, la banque centrale supporta le marché en achetant quelque 111 millions de titres en trois jours, et cette action empêcha que la soudaine éruption de la crise de Cuba ne provoquât une semblable distorsion des conditions de crédit. Un excédent considérable de réserves d'encaisse afflua temporairement vers les banques, mais la banque centrale put renverser cette giration de l'élément le plus important du système en revendant des valeurs presque aussitôt après. Une semaine ou deux après la crise, il restait à peine une trace de son passage.

Ce furent là deux événements dramatiques, mais il est également vrai que dans des circonstances plus normales la banque centrale peut faciliter sa tâche quotidienne et éviter de semer la confusion inutilement en concentrant son attention surtout sur les cours du marché. Cela l'oblige de surveiller ce qu'il advient des quantités par suite de ses propres actions et de la réaction de toutes les autres forces en jeu, plutôt que de placer l'accent sur les quantités et surveiller quelles en ont été les conséquences sur les taux d'intérêt.

Le jeu des taux auxquels la banque centrale se tient prête à prêter en dernier ressort aux banques et aux négociants du marché monétaire peut contribuer tantôt au maintien de conditions stables dans le marché et tantôt à des changements sans heurts et décisifs selon que l'occasion l'exige. Depuis juin 1962, la Banque du Canada a instauré un régime de double taux officiel d'escompte. Le taux « officiel » de la Banque, auquel se font les prêts aux banques, est fixé de temps à autre, tandis que les négociants du marché monétaire peuvent obtenir des fonds par ventes réversibles au moindre de ce taux ou de celui du marché monétaire, lequel s'établit à $\frac{1}{4}$ de 1 p. 100 au-dessus du taux moyen des en-

³³ Cela pourrait aussi avoir pour effet d'encourager les institutions à réduire excessivement le numéraire en caisse, avec des résultats adverses possibles quoique cela soit plutôt invraisemblable.

chères acceptées lors de la dernière vente de bons du Trésor. Avant 1956, il n'y avait qu'un taux fixe d'escompte; de 1956 à 1962, le taux d'escompte unique «flottait» à 4 p. 100 au-dessus du taux des bons du Trésor. Les différences pratiques entre ces diverses techniques ne sont pas très importantes, car la banque centrale exerce un contrôle très étroit sur les taux des bons du Trésor; ils ne fluctuent pas beaucoup sans que les autorités ne provoquent le changement ou n'y acquiescent. Les changements dans un taux d'escompte flottant fournissent donc une indication de la politique de la banque centrale tout comme le font les modifications d'un taux fixe⁸⁴. D'autre part, ni les uns ni les autres ne peuvent être invariablement reçus comme un signal non ambigu de la politique qui suivra.

En décrivant l'usage qu'elle a fait de son taux fixe au cours des derniers dix-huit mois, la Banque du Canada a fait une distinction entre les occasions où le taux officiel d'escompte peut être considéré comme un clair signal d'intention—quand, par exemple, le taux fut d'abord fixé à 6 p. 100 durant la crise du change en 1962—et les circonstances plus normales où les changements dans le taux de la Banque reflètent «des ajustements graduels et explorateurs de l'accent de la politique, plutôt qu'un grand point tournant dans la politique avec des implications non ambiguës pour l'avenir»⁸⁵. Ces ajustements graduels peuvent n'avoir guère plus d'effet comme signal que les fluctuations des taux des bons du Trésor et des autres taux à court terme qui les ont déjà précédées à cause des opérations de la banque centrale. Cependant, la Banque du Canada ajoutait que l'usage d'un taux fixe peut aider à stabiliser et à contrôler les développements du marché en plaçant un «plafond d'essai» sur les taux à court terme⁸⁶. Ce point de vue nous semble définir le rôle du taux officiel d'escompte de façon pratique, sans contredire celui qu'il peut jouer

à l'occasion pour souligner dramatiquement un renversement de politique, ce qui peut être précieux parfois pour secouer les sentiments du marché. En même temps, il tient compte du fait que des changements trop fréquents dans le taux officiel d'escompte sont susceptibles d'en diminuer l'efficacité en semant la confusion dans les marchés financiers ou en les laissant indifférents.

De quelque manière qu'ils soient effectués, les changements dans le taux officiel d'escompte devraient s'accompagner d'une déclaration aussi claire que possible pour exposer les raisons qui les motivent. Comme plusieurs de nos témoins l'ont signalé, y compris le gouverneur, il n'y a aucun mérite à ce que la banque centrale ne communique que par un «curious system of flashes»⁸⁷ quand des moyens plus directs et plus intelligibles sont à sa disposition. Cela est particulièrement le cas parce qu'il n'y a pas au Canada les mêmes réactions traditionnelles ou conventionnelles du public aux changements du taux de la Banque que l'on trouve au Royaume-Uni⁸⁸.

En soulignant l'importance pour la Banque de concentrer son attention sur l'évolution des taux d'intérêt, nous ne voulons pas donner à entendre qu'elle peut oublier les quantités; les deux facteurs réagissent l'un sur l'autre et exercent une influence combinée sur les conditions de crédit et sur la dépense. Nous ne prétendons pas non plus que le maintien de marchés ordonnés exige de la banque centrale qu'elle détermine l'échelle complète des taux par ses opérations sur le marché, même s'il n'y a aucune raison d'interdire à la Banque d'opérer dans n'importe quelle partie du marché à l'occasion afin de hâter les ajustements qu'elle désire voir se produire. Nous avons suffisamment traité de ce point en discutant de la gestion de la dette pour rendre claires les raisons

⁸⁴ Nous sommes redevables à feu Sir Dennis Robertson pour cette expression. Il ajoutait «ce système ne fonctionne pas à moins que quelqu'un vous dise ce que signifient ces leurs.» *Témoignages*, pages 5164-65.

⁸⁵ Plusieurs taux de prêts et d'emprunts des institutions sont liés au taux officiel d'escompte dans ce pays. Des traditions de cette sorte peuvent être utiles, mais elles peuvent aussi créer des rigidités indésirables dans la structure des taux, et provoquer des ajustements de taux qui sont inopportuns quand les autorités veulent prendre des mesures temporaires pour n'affecter que le secteur à court terme du marché. Tout considéré, nous les croyons indésirables.

⁸⁶ Dans les circonstances extrêmes de 1959, le contrôle des autorités sur le taux des bons fut dramatiquement démontré par la décision de ne pas accepter les soumissions pour tous les bons offerts. Le résultat fut un ajustement immédiat des expectatives du marché et des taux d'intérêt.

⁸⁷ *Témoignages*, pages 7475-76.

⁸⁸ *Témoignages*, page 7656.

de notre opposition à une politique d'«open market» confinée aux «bons seulement». Cependant, une intervention excessive de la banque centrale dans toute l'étendue du marché peut être dommageable. Les marchés d'obligations à moyen et à long terme ne sont pas aussi actifs que le marché à court terme; cela peut être un avantage quand les autorités désirent agir rapidement sur la structure d'ensemble des taux d'intérêt, mais cela signifie aussi que des opérations continues dans ces marchés plus étroits les troublent davantage que des opérations à la même échelle sur les bons ou sur les obligations à court terme³⁹.

Si la banque centrale faisait tous les jours des achats et des ventes de titres à long terme, les négociants seraient probablement moins disposés à coter leurs propres prix de manière effective, et ils passeraient probablement leur temps à tenter de deviner le prochain geste de la Banque. Dans ces circonstances, l'utilité du marché pour canaliser efficacement les fonds des prêteurs vers les emprunteurs serait amoindrie, et les autorités seraient privées jusqu'à un certain point d'un moyen de jauger les pressions latentes de la conjoncture et les effets de leurs propres mesures, ce qu'un bon marché de valeurs pourrait leur fournir. Il ne faut pas exagérer la portée de ce point, car la banque centrale, quelles que soient ses méthodes d'opération, tient une place prépondérante dans le marché, et les autres participants sont nécessairement influencés par ce qu'ils estiment être la direction de sa politique. Néanmoins, nous croyons que la banque centrale peut efficacement remplir ses fonctions dans le cours normal des choses au moyen d'opérations sur le marché à court terme, et qu'elle ne devrait agir avec force dans le marché à long terme que lorsque des raisons majeures l'y obligent.

Nous concluons qu'il n'existe pas de facteurs techniques, comme les détails du calcul des réserves d'encaisse ou la manière d'établir le taux officiel d'escompte, qui aient entravé la conduite d'une politique monétaire efficace.

³⁹ Voir, par exemple, les remarques de M. Thomas, témoignage, page 3786.

LE PROBLÈME DE POLITIQUE

Des difficultés plus fondamentales se présentent aux autorités. Leur première tâche, dont dépend tout le reste, consiste naturellement à décider de l'action qu'il convient de prendre dans des circonstances données. Elles doivent, pour cela, analyser la situation économique courante, comprendre la nature et la puissance des forces en jeu et prévoir avec une exactitude raisonnable l'intensité et la durée des mouvements futurs de la conjoncture. Même l'analyse de la situation présente est assez difficile parce que l'information statistique essentielle n'est disponible qu'après un certain délai. Ainsi, les résultats des relevés sur la main-d'œuvre ne sont connus des autorités qu'avec un retard de près d'un mois, et il y a un délai semblable dans la préparation de l'indice des prix aux consommateurs. Un délai d'environ le double s'écoule avant que l'on obtienne des renseignements sur des facteurs aussi importants que l'allure de la production industrielle, des nouvelles commandes et des stocks, du commerce international, etc, malgré que les autorités aient accès à quelques-unes de ces données un peu avant qu'elles ne soient publiées. Nous ne voulons pas que ces commentaires soient reçus comme une critique de l'excellent travail du personnel du Bureau fédéral de la statistique, lequel sait bien que la production rapide de statistiques moins exactes ne donnerait rien de bon. Toute réduction du temps requis pour préparer des données dignes de confiance serait utile, mais il reste toujours qu'on doit décider aujourd'hui sur la base d'une information qui porte sur le comportement passé de l'économie.

Si le fait de connaître l'évolution récente des conditions économiques pouvait servir de guide infaillible quant à la durée et à la force d'une expansion ou d'une contraction, le travail des autorités serait encore comparativement simple en dépit des délais à obtenir des renseignements courants: Malheureusement, le monde offre moins de certitude que cela, et les autorités peuvent manquer d'agir non pas parce qu'elles ne sont pas au courant du changement en cours de la conjoncture, non pas, non plus, à cause de délais

administratifs comme ceux qui caractérisent les budgets largement espacés de l'autorité fiscale, mais plutôt parce qu'il est difficile de prévoir les conditions économiques avec une exactitude suffisante pour permettre de juger quelles actions précisément s'imposent. En fait, c'est la seule raison de tout retard à agir, car on peut modifier la direction des opérations sur le marché aussitôt qu'on en a pris la décision. Que l'on décrive ces délais à instaurer une politique comme un retard des autorités à réagir ou comme le résultat inévitable de l'incertitude au sujet des événements qui se préparent, il est clair qu'ils existeront toujours à un certain degré. En dépit de grandes améliorations dans l'information statistique et dans les méthodes d'analyse, prévoir est encore un art qui repose pour beaucoup sur un jugement éclairé. Il n'est pas nécessaire que les prévisions soient précises, mais elles doivent fournir un juste aperçu de la direction et de la puissance des développements économiques pour permettre aux autorités de réussir dans leur tâche principale qui est de formuler l'ensemble approprié des politiques.

Comme elles ne possèdent pas de certitude, les autorités doivent choisir dans quel sens elles préfèrent errer, compte tenu de l'arrière-plan général sur lequel elles travaillent. Ainsi, lorsque le climat général est optimiste et inflationniste, elles peuvent décider qu'il vaut mieux errer dans le sens de la restriction pour quelques mois, quitte à s'apercevoir subséquemment que les conditions sont plus faibles qu'on avait pensé. Inversement, s'il règne un climat général où la demande est faible et la capacité de production n'est pas toute employée, elles pourront pencher du côté de la facilité jusqu'à ce que la situation s'éclaircisse, tout en sachant fort bien qu'elles risquent assez d'être dans l'erreur. Ces situations ne sont pas de celles où le choix doit s'exercer entre des politiques extrêmes mais plutôt entre des accents différents du ton de la politique qu'il convient d'établir.

Même avec la meilleure analyse économique possible, les autorités ne peuvent arrêter une politique appropriée aux événements que si elles connaissent bien les effets que leur action est susceptible de produire. Cela veut dire que la

banque centrale doit avoir une certaine idée de l'ampleur et de la durée des effets qu'un changement des conditions de crédit et l'ensemble des autres instruments de politique auront sur la conjoncture réelle, un sujet que nous avons traité dans le chapitre précédent. Les autorités doivent aussi connaître les effets de leurs propres actions sur les conditions de crédit.

Les autorités peuvent, bien sûr, observer directement plusieurs des facteurs clefs des conditions de crédit. D'abord, elles disposent d'une information courante presque complète sur le niveau et l'échelle des taux d'intérêt. En plus, la Banque reçoit, chaque mardi, des rapports à jour sur les titres du gouvernement et autres valeurs liquides détenus par les banques à charte, ainsi qu'une information complète sur l'actif et le passif de ces dernières avec une semaine de retard. A ces principaux éléments d'information statistique, qui sont publiés immédiatement, s'ajoutent d'autres informations également courantes, comme des rapports sur les prêts aux négociants en valeurs consentis par les «country banks»⁴⁰. En même temps, la Banque du Canada, grâce à ses relations continues avec les négociants en valeurs, recueille beaucoup de renseignements additionnels sur le comportement des principaux marchés et sur les opinions de ceux qui y participent. Tout cela permet à la Banque de voir et de sentir la réaction du marché monétaire, des marchés d'obligations et des banques à charte à ses propres actions dans le contexte des autres forces qui les influencent. Ces réactions sont rapides, et rapidement connues des autorités, ce qui permet à celles-ci de réajuster promptement leur action afin d'atteindre leur objectif.

La description des opérations de banque centrale comme étant une technique d'«approximations successives»⁴¹ ou—comme les dirigeants de la Réserve fédérale la désignent—un procédé de sondage des marchés financiers⁴², convient le

⁴⁰ Tel que mentionné au chapitre 16, les chiffres des «country banks» devraient être publiés chaque semaine.

⁴¹ Voir, par exemple, le mémoire II de la Banque du Canada, paragraphe 49, le mémoire III, paragraphe 36, et témoignages, page 7564 et suivantes.

⁴² Mémoire de M. Allan Sproul, page 4, et témoignages, page 5633 et suivantes.

mieux au comportement de ces principaux marchés. C'est le secteur du système le plus immédiatement affecté par les opérations des autorités et au sujet duquel l'on dispose des renseignements courants les plus complets. Ce secteur permet à la Banque de s'essayer, de reconnaître rapidement ses erreurs, et de conserver assez de temps pour s'essayer de nouveau.

Cependant, les liens entre l'action de la banque centrale et les développements dans d'autres parties du système financier sont beaucoup plus ténus, tant parce que l'information sur les changements concernant d'autres éléments importants des conditions de crédit est beaucoup moins complète, que parce que les effets de l'action de la banque centrale y sont plus lents et plus diffus. Malgré l'excellence des relevés statistiques, la connaissance qu'ont les autorités des prêts des banques à charte ne peut pas être complète ni à jour, parce que beaucoup dépend des politiques adoptées par les sièges sociaux et de la manière dont les gérants locaux et les contrôleurs des crédits les appliquent. En raison des rapports étroits et continus entre la banque centrale et les banques à charte, le problème est ici beaucoup moins sérieux que dans d'autres domaines, quoique l'on nous ait mentionné, par exemple, que la Banque du Canada trouve parfois que même les courts délais que les banques à charte prennent à faire rapport sur leurs achats de nouvelles émissions compliquent sa tâche d'évaluer les développements financiers. L'information statistique courante sur les opérations des autres institutions financières est beaucoup plus restreinte; des données mensuelles sur les créances à recevoir des compagnies de finance et de petits prêts et sur les placements des grandes compagnies d'assurance-vie sont compliées assez rapidement depuis quelques années, mais ce n'est que depuis récemment que des bilans trimestriels sont disponibles concernant les compagnies de fiducie et de prêts hypothécaires, tandis que pour les caisses populaires et les credit unions, on ne dispose encore que de données annuelles publiées avec un délai considérable.

Pour les marchés de valeurs mobilières, la statistique portant sur les nouvelles émissions d'obli-

gations et d'actions est généralement bonne, mais on ne dispose pas d'information complète au sujet du marché important, et qui croît rapidement, du papier des entreprises. Notre propre relevé apporte une contribution pour combler ce vide, et il devrait être tenu à jour et rendu plus utile par la compilation de renseignements courants sur une base mensuelle. De même, le travail présentement en préparation au Bureau fédéral de la statistique en vue de publier les bilans trimestriels des entreprises financières et non financières ajoutera grandement à notre connaissance de l'évolution des marchés financiers⁴³.

Faute de statistiques suffisantes et de relations suivies en dehors de la sphère des banques à charte et des principaux négociants en valeurs, la banque centrale n'est pas aussi complètement renseignée sur les développements dans tout le système financier qu'elle aurait besoin de l'être idéalement. Même si elle disposait de plus d'information, elle aurait encore le problème d'orienter sa propre action. Indépendamment du fait que les changements dans les conditions de crédit produisent des effets incertains et avec retard, la réaction du système financier lui-même à l'action de la banque centrale est en réalité un faisceau de réactions qui s'étendent au cours d'une période de temps. En ce qui concerne quelques éléments cruciaux des conditions de crédit, les délais sont mal connus et peuvent être très prolongés. L'«approximation successive» a ainsi une signification tout à fait différente si on l'applique à l'ensemble des conditions de crédit intérieures, de celle qu'elle a à l'égard des marchés monétaires et d'obligations qui sont actifs et mobiles, qui réagissent rapidement et pour lesquels on dispose de bons renseignements. Dans cette sphère plus limitée, les autorités peuvent observer l'effet de leurs actions et se guider sur cet effet pour augmenter ou diminuer la pression de manière à obtenir les résultats qu'elles ont en vue. Ce procédé est loin d'avoir une précision mécanique, mais l'influence des

⁴³ La préparation de rapports statistiques au gouvernement est déjà un fardeau coûteux pour toutes les entreprises financières et autres qui doivent fournir les renseignements essentiels aux fins d'analyse. On devrait s'efforcer d'éviter les demandes non nécessaires et la duplication des rapports à présenter à différentes branches du gouvernement.

autorités est encore moins précise quand il s'agit du «ton» des politiques de prêts bancaires, de la disponibilité et du coût des fonds hypothécaires, de l'état des marchés des valeurs provinciales, municipales et industrielles, de la facilité et des termes du financement des dépenses de consommation, et des nombreuses autres voies par lesquelles les conditions financières peuvent influencer sur l'activité économique. Les conditions du moment sont, pour une bonne part, le résultat d'actions antérieures et, à plusieurs égards, ne peuvent être modifiées rapidement ni, à plus forte raison, avec précision. L'analyse qui suit des changements récents dans la politique monétaire et dans les conditions de crédit illustre les phénomènes complexes et variés qui se déroulent.

LA SUCCESSION DES CHANGEMENTS DANS LES CONDITIONS DE CRÉDIT

En retournant en arrière, on peut mesurer le temps qui s'est écoulé depuis le commencement d'une période de restriction jusqu'au moment où les différents éléments des conditions de crédit se sont modifiés. Si l'on prend comme exemple la période de 1955-1957, le taux des bons du Trésor commença d'augmenter en février 1955, bien qu'il ne passa pas au-dessus de 2 p. 100 avant la fin de l'année malgré l'accélération rapide du rythme des affaires. Les taux à moyen terme et à long terme commencèrent à s'élever au cours du deuxième trimestre; le taux d'accroissement de la masse monétaire ajusté saisonnièrement ralentit en août et le rapport de la Banque du Canada publié quelques mois plus tard indiqua que l'adoption d'une politique monétaire restrictive remontait à peu près à cette date. La Banque du Canada discuta de la situation avec les banques à charte en novembre 1955, et les banques prirent alors de sérieuses mesures pour mettre en vigueur une politique de prêts plus restrictive. En dépit d'une pression persistante sur les banques (y compris l'imposition d'un coefficient de liquidité de 15 p. 100) et du resserrement de leurs politiques de prêts au cours du printemps, les prêts bancaires, saisonnièrement ajustés, continuèrent de s'élever rapidement jusqu'au milieu de 1956 et

ne cessèrent pas de monter avant 1957 quand la conjoncture toucha son sommet.

Pendant ce temps-là le taux de la L.N.H., qui avait été réduit de 5½ p. 100 à 5¼ p. 100 en février 1955, était reporté à 5½ p. 100 en mars 1956 et finalement à 6 p. 100 presque un an plus tard, et les taux de base des prêts hypothécaires ordinaires passèrent graduellement d'environ 5¾ p. 100 à l'été de 1955 à un sommet de 7 p. 100 à la fin de 1957. Le taux assez peu attrayant de la L.N.H. et l'arrêt effectué par les banques de prêter sur hypothèques déterminèrent une forte réduction du courant des fonds privés vers le financement de l'habitation au cours de 1956. Tout le long de cette période assez prolongée, des changements semblables survinrent dans les différents secteurs du marché des capitaux à mesure que la politique restrictive était graduellement imposée.

Dans la période suivante de restriction, la croissance de la demande de fonds commença à faire monter les taux en mai et juin 1958. Le taux d'accroissement de la masse monétaire saisonnièrement ajusté tomba en octobre avec la cessation du soutien de l'emprunt de conversion. Lorsque leurs ressources cessèrent d'augmenter, les banques à charte commencèrent à écouler rapidement leurs obligations et leurs autres valeurs liquides, et au printemps et à l'été de 1959, elles adoptèrent des politiques de prêts restrictives qui résultèrent dans l'arrêt de l'augmentation de leurs prêts en septembre. Encore une fois, tout le long de cette période de 15 mois, on assista à des hausses de taux et au resserrement des politiques de crédit ailleurs dans le système financier.

En dépit du fait que le taux des obligations eut augmenté régulièrement du milieu de 1958 jusqu'à octobre 1959, le taux de base sur hypothèques ordinaires se maintint stable à environ 6¾ p. 100 jusqu'au milieu de 1959, alors qu'il augmenta rapidement pour atteindre 7¼ p. 100 ou un peu plus en septembre; le taux de la L.N.H. demeura inchangé à 6 p. 100 jusqu'à décembre 1959 alors qu'il fut porté à 6¾ p. 100. L'offre de fonds privés pour l'habitation diminua de façon marquée en 1959 et de nouveau en 1960, mais la S.C.H.L. continua de prêter libéralement jusque

vers la fin de 1959; durant presque toute l'année suivante, le volume des prêts approuvés par celle-ci demeura peu élevé en dépit du retour hésitant à une politique monétaire plus facile en 1960.

Dans les circonstances spéciales de 1962, la politique fut plus décisive et les événements se succédèrent plus rapidement. L'actif liquide des banques à charte n'augmenta pas après la fin de 1961; en mars, les banques commencèrent à liquider des bons du Trésor, et au début de mai, les taux d'intérêt commencèrent à monter. Après le début de juin, les banques vendirent des montants considérables d'obligations tout en continuant de liquider des bons du Trésor, ce qui entraîna rapidement à la hausse toute la structure des taux. Tard en juin, la banque centrale annonça qu'elle fixait son taux d'escompte à 6 p. 100. Les difficultés extérieures qui avaient amené ce changement dramatique dans la politique s'aplanirent rapidement avec la reprise des entrées de capitaux au pays, et les autorités furent en mesure—à partir du mois d'août—d'abaisser les taux d'intérêt et de diminuer la pression sur les ressources des banques. La restriction du crédit et l'augmentation des taux d'intérêt n'ayant duré que peu de temps, quelques-uns des éléments des conditions de crédit qui ne réagissent pas rapidement ne furent pas sensiblement affectés par les événements de 1962 comme ils l'avaient été lors des périodes précédentes de restriction plus longues quoique plus graduelles. Ainsi, certaines catégories de prêts bancaires furent peu affectées, et il n'y eut pas de changement important dans le coût ou l'abondance des fonds hypothécaires. Dans les circonstances inverses d'une courte période de crédit facile, on trouverait également que certains éléments des conditions de crédit seraient peu ou pas affectés.

L'allure du mouvement de retour à des conditions de crédit plus faciles ne fut pas la même lors des deux occasions antérieures où la restriction avait duré plus longtemps et envahi tout le système financier. A la fin de 1957 et au début de 1958, les taux d'intérêt baissèrent rapidement du sommet qu'ils avaient touché en août 1957, la S.C.H.L. consentit pour plus de 160 millions de prêts dans le dernier trimestre de 1957, et le

relâchement des restrictions sur les prêts bancaires semble avoir commencé tôt en 1958, stimulé par la liquidité croissante des banques. Un changement rapide dans les conditions de crédit se produisit donc dans les quatre derniers mois de 1957 par suite de la diminution de la demande de capitaux et grâce aux mesures expansionnistes des autorités. En 1959 et 1960, le mouvement de relâchement du crédit fut plus lent et moins tranché. Les rendements des bons du Trésor diminuèrent à compter du mois d'août 1959 après avoir touché 6 p. 100, mais ils étaient encore à plus de 5 p. 100 à la fin de l'année et ils ne baissèrent pas considérablement avant mars 1960. Les rendements à long terme se stabilisèrent dans la dernière partie de 1959 mais ne diminuèrent pas avant le début de 1960. Pendant ce temps-là les coefficients de liquidité des banques qui avaient touché un creux d'après-guerre lors de l'expansion précédente de leurs prêts, remontaient moins rapidement qu'ils ne l'avaient fait deux ans plus tôt, et leur actif total ne recommença à s'accroître pour la peine que vers le milieu de l'année. Dans ces circonstances, leur retour à une politique de prêts plus facile fut plus prudent qu'en 1958.

L'action monétaire hésitante des autorités contribua à semer l'incertitude dans les marchés des valeurs, ce qui aboutit à l'échec d'une émission à long terme des C.N.R. livrée en octobre 1960. Un certain essor de caractère spéculatif dans les prix des obligations avait précédé cette malheureuse tentative d'émission; et lorsque le marché faiblit, l'absence de support des autorités accentua le brusque ajustement à la hausse des taux sur le marché auquel nous référerions tantôt. Les taux des hypothèques ordinaires diminuèrent modérément d'avril à octobre, mais le taux de la L.N.H. fut maintenu ferme à 6½ p. 100 jusque vers la fin de 1961. Finalement, comme nous le disions ci-haut, la disponibilité de nouveaux fonds pour l'habitation diminua en fait en 1960, parce que l'État coupa ses prêts directs à la fin du boom antérieur. Ainsi, le mouvement vers des conditions de crédit faciles se fit lentement et avec confusion dans cette période, ce qui reflétait le caractère contradictoire des actions prises par les autorités.

Il ressort clairement de ce résumé des événements récents que la rapidité et l'étendue des changements dans les conditions de crédit dépendent en partie du caractère décisif de l'action des autorités et de la nature de la situation qui se présente à elles. La vigueur des changements de politique dépend à son tour de l'opinion des autorités sur les perspectives de l'économie. Quand toutes les autres considérations disparaissent devant la nécessité d'une action pressante pour résoudre un problème grave, tel que la crise du change en 1962, on peut prendre une action ferme. Dans cet épisode, l'expérience a démontré que les changements nécessaires des taux d'intérêt et des courants de capitaux peuvent être provoqués extrêmement rapidement, spécialement si le système bancaire n'a déjà plus beaucoup de corde lorsque l'on commence à appliquer vigoureusement la restriction. D'un autre côté, si la crise ne saisit pas le pays à la gorge, si la politique vise plutôt à affecter le rythme de la dépense intérieure et si la puissance et la durée probables de l'expansion ou de la contraction ne sont pas clairement apparents aux autorités, celles-ci peuvent décider d'agir plus graduellement, en surveillant l'évolution de la situation et en augmentant ou diminuant la vigueur de leur politique à mesure que les faits se dessinent. C'est l'attitude normalement adoptée par les banques centrales: «Si l'on savait d'avance... ce que serait la situation dans six mois d'aujourd'hui, on pourrait peut-être suivre d'autres méthodes; mais on ne la connaît pas; il faut se laisser influencer par le développement de la situation»⁴⁴.

Cependant, le caractère incertain des prévisions économiques ne signifie pas que les autorités ne sauraient avoir d'opinion sur le climat économique sous-jacent et sur la direction appropriée de la politique. Il leur faut choisir le sens vers lequel il vaut mieux pour eux qu'ils aient erré lorsque l'avenir sera connu, en ajustant graduellement cette orientation de leur politique à mesure que les événements se déroulent. Mais alors, la réaction du système financier sera tout autant graduelle, avec le risque que ses effets complets sur

la dépense se feront sentir seulement après que la conjoncture aura changé. Les autorités ont ainsi la tâche extrêmement difficile de choisir entre une action énergique basée sur des prévisions qui peuvent fort bien s'avérer inexactes et une action graduée dont les effets cumulatifs culmineront trop tard pour aider à corriger la situation économique qui s'annonçait au début. Certains ont prétendu que ces difficultés sont telles qu'une politique monétaire discrétionnaire est plus susceptible d'augmenter que d'atténuer l'instabilité à court terme de la conjoncture. Bien que nous reconnaissons le problème et souscrivions à la proposition que les autorités ne peuvent réussir à régler leur politique de manière à neutraliser toute fluctuation mineure de la demande et de la production, nous croyons qu'une politique discrétionnaire peut aider à empêcher les cycles économiques d'osciller avec excès.

L'analyse du problème des retards dans ce chapitre et le précédent peut se résumer dans les termes suivants. A quelques exceptions près, les secteurs importants de l'économie sont suffisamment insensibles aux changements mineurs dans les conditions de crédit pour qu'on attende peu de changements dans les décisions de dépense à moins de modifier considérablement les conditions de crédit. Si—comme en 1955-1957 et 1958-1960—les autorités adoptent une politique de restrictions graduelles, elles peuvent calculer qu'il surviendra un retard probable de six à neuf mois avant que le changement dans les conditions de crédit affecte notablement la dépense des gouvernements et des entreprises. Ces effets sur la conjoncture à leur tour persisteront durant un certain temps, quelques-uns se consommant en quelques semaines et d'autres sur une période d'années. Notre connaissance quant à la répartition de ce second retard est limitée, mais il faut probablement une période additionnelle d'au moins six à neuf mois pour que l'emploi et la production aient subi la majeure partie de ces effets. Cela signifie que si les autorités sont d'avis qu'il ne faut pas changer rapidement les conditions de crédit dans un sens restrictif, elles doivent probablement être prêtes à attendre de douze à dix-huit mois pour en voir accomplis la plus grande partie des effets sur

⁴⁴ Témoignages, page 7569—comparution du Gouverneur de la Banque du Canada.

l'emploi et la production à la suite des changements dans les décisions des gouvernements et des entreprises. Quelques-uns des effets directs et indirects se feront sentir beaucoup plus tard.

Une période de douze à dix-huit mois, qui, doit-on souligner, n'est qu'une estimation approximative, est longue par rapport à quelques-unes des périodes d'expansion que nous avons connues en ces dernières années. Mais les périodes d'expansion faible et de courte durée n'exigent pas de mesures restrictives importantes de toute façon. Le boom de 1954-1957, dont la durée a été d'un peu moins de trois ans, est peut-être plus typique du genre d'expansion qui exigera l'application de politiques restrictionnistes à l'avenir. Les retards dans le système ne sont pas longs au point qu'il faille dire que des changements des politiques monétaires n'apportent rien de bon; leur secours, tout modeste qu'il soit, est précieux pourvu qu'on réussisse à identifier à temps ces expansions plus vigoureuses.

Bien que l'effet des mesures intérieures de restriction et de relâchement du crédit en 1955-1957 et en 1958-1960 n'ait été ni rapide ni décisif, les retards à faire se modifier les conditions financières ne sont pas incompressibles. Les événements de 1962 étaient sans doute exceptionnels, mais ils ont démontré que l'on peut faire ajuster très rapidement les taux d'intérêt et la composition de l'actif des banques—plus rapidement peut-être qu'on le pensait jusque-là. Si les circonstances avaient exigé que la restriction persiste, les autres éléments des conditions de crédit auraient sans doute été beaucoup plus rapidement affectés par la pression de la banque centrale sur le système qu'au cours des périodes précédentes de restriction. Il est, par conséquent, raisonnable de s'attendre à ce qu'une politique financière bien exécutée aide à stabiliser l'économie. Cependant, son efficacité possible peut être réduite non seulement à cause des retards qui s'écouleront avant que la dépense réagisse aux mesures de politique mais aussi en raison des limites pratiques entre lesquelles on peut faire varier les conditions de crédit.

LIMITES À LA LIBERTÉ DES AUTORITÉS DE FAIRE VARIER LES CONDITIONS DE CRÉDIT

Une partie seulement de la difficulté qu'éprouvent les autorités monétaires et les administrateurs de la dette à exercer une influence stabilisatrice sur l'économie provient des retards dans le flot des renseignements, de l'incapacité de prévoir l'avenir avec précision, et des retards du système financier et de l'économie à réagir aux changements de politique. A supposer que l'information soit disponible plus tôt et que l'on puisse prévoir assez exactement l'intensité et la durée des fluctuations de la conjoncture, il apparaît que les effets des mesures monétaires et des opérations sur la dette seront faibles à courte durée, si l'on ne fait pas varier les conditions de crédit de façon plus prononcée qu'en ces dernières années. La solution logique de ce problème consisterait à étendre la portée de ces variations à court terme. De même, si l'on peut prévoir l'évolution à plus long terme de la conjoncture avec exactitude, on devrait apporter des changements majeurs à l'ensemble des taux d'intérêt et à la disponibilité du crédit pour faire face aux nouvelles circonstances.

Il vaut la peine de répéter qu'une partie importante des fonctions de la banque centrale est de prévenir le développement de crises financières; elle doit s'efforcer de maintenir les conditions de crédit dans certaines limites qui permettent aux marchés de fonctionner efficacement; sinon l'économie subira les bouleversements de paniques financières. Il faut considérer cet état de choses non comme une entrave à la liberté mais comme un objectif positif de sa politique. Partant de ce point de vue, quelles sont les limitations qui interdisent d'employer les instruments de politique sur une portée plus étendue que par le passé?

Une première limitation consiste en ce qu'il est difficile d'amener le marché à modifier ses prévisions en l'absence d'un changement majeur de la conjoncture. Les opinions des prêteurs et des emprunteurs concernant le niveau et la structure des taux sont basées sur leur évaluation des forces latentes de l'économie autant que sur leur

jugement quant au sens probable de l'action des autorités. Il n'est pas du tout facile de modifier les conditions de crédit dans une direction ou à un degré que les marchés n'estiment pas conformes à leurs opinions sur les perspectives économiques. Dans la plupart des cas, cela ne pose pas de problème insurmontable, car les autorités ne tenteront pas, en fait, d'abaisser les taux d'intérêt lorsque l'économie est sous pression ou vice versa. Ainsi, la plupart du temps, les circonstances demandent que les autorités «accentuent ou mitigent» l'impact des forces fondamentales qui agissent sur les taux d'intérêt (l'expression de la Banque du Canada déjà citée).

Dans un autre passage cité au chapitre 21, Sir Dennis Robertson allait un peu plus loin en disant que la banque centrale devrait «influencer les taux... dans une direction et à un degré appropriés aux forces à long terme qui agissent dans l'économie». Si ces forces à longue portée commandent une politique qui ne s'accorde pas clairement avec les circonstances économiques du moment, cela soulève des problèmes. Si les autorités s'efforcent de tenir compte des retards dans l'impact de leurs mesures et qu'elles cherchent à changer les conditions de crédit en prévision de la conjoncture future, leurs efforts sont susceptibles de n'avoir qu'un succès relatif. Si tous les indicateurs de l'activité économique sont encore à la hausse, il sera difficile de persuader les marchés que le temps est venu de s'orienter vers une politique de facilité en vue d'une phase de récession qui s'en vient. Même quand le point tournant de la conjoncture est devenu évident, on peut continuer à résister à un abaissement des taux.

Les instruments usuels de politique ont traditionnellement réussi à provoquer des chutes marquées des taux d'intérêt à court terme, mais on n'a pratiquement jamais vu dans la plupart des pays les taux à long terme s'abaisser de façon prononcée en peu de temps à moins d'un changement fondamental de l'état général de l'économie, comme lors de la grande dépression des années trente. Les détenteurs de valeurs à long terme, par exemple, ne se laissent pas persuader facilement que les taux d'intérêt à long terme peuvent ou vont passer de plus de 5 p. 100 à moins de

3 p. 100 et demeurer à ce nouveau niveau inférieur. Lorsque les taux commencent à descendre vers 4 p. 100 les détenteurs de valeurs à long terme commencent à les vendre en escomptant que des valeurs semblables seront probablement bientôt offertes à des rendements de près de 5 p. 100. Si les autorités veulent provoquer une baisse importante des taux d'intérêt, elles auront ordinairement à persister dans leur politique de facilité pendant une période considérable. La mesure dans laquelle elles peuvent faire réduire rapidement les taux d'intérêt à long terme est ainsi passablement limitée, à moins qu'elles ne soient préparées à courir le risque d'une liquidation massive en tentant de soutenir les prix des obligations à un niveau que le marché pourrait considérer tout à fait trop haut.

La Banque du Canada a attiré l'attention sur l'un des dangers d'une telle politique: «... (la banque centrale serait) très consciente des difficultés auxquelles elle aurait à faire face si plus tard elle devait essayer de maîtriser cet accroissement de la liquidité du système. Cela sera encore plus vrai si elle estime possible que les pressions inflationnistes reprennent dans un plus ou moins bref délai, et si elle n'est pas certaine de pouvoir, à ce stade, compter sur l'appui suffisant des autres politiques pratiquées par les pouvoirs publics»⁴⁵. Sur le premier point, on peut dire, évidemment, que si la récession est susceptible de faire place prochainement à un nouvel excès de pression sur l'économie, une politique de facilité extrême serait de toute façon inappropriée. Sur le second point, tout en reconnaissant les difficultés pratiques d'assurer que toutes les politiques du gouvernement agiraient promptement dans une situation inflationniste subséquente, nous ne pouvons qu'insister sur la nécessité constante de les coordonner et de les appuyer les unes ou les autres dans toute la mesure du possible.

Les tentatives de provoquer d'amples fluctuations dans les taux d'intérêt et dans les conditions de crédit peuvent se heurter à d'autres limitations intérieures. On peut se permettre d'hésiter à faire varier les prix des valeurs mobilières dans une

⁴⁵ Banque du Canada, mémoire II, paragraphe 73.

mesure qui bouleverse les négociants et les institutions financières. Un certain souci de la stabilité des prix des valeurs financières n'est pas incompatible avec une politique vigoureuse; l'expérience a démontré que les institutions et les marchés sont très bien capables d'absorber des chocs considérables, quoique cela ne vaille pas dire que la politique devrait courir délibérément le danger de provoquer des crises. C'est plutôt le refus du public d'accepter un resserrement monétaire qui constituera vraisemblablement une entrave à la liberté du gouvernement et même de la banque centrale. Le problème est réel, particulièrement parce que certains emprunteurs sont affectés plus sévèrement que d'autres. Beaucoup peut être fait, néanmoins, pour gagner l'appui du public à une politique et pour surmonter la résistance que les opinions du marché opposent aux changements de taux d'intérêt, si les autorités se donnent la peine de mettre le public au courant de leur évaluation de la conjoncture et des raisons qui motivent la politique poursuivie. Nous ne nous figurons pas que la banque centrale ni personne dans le secteur gouvernemental sera toujours en position de donner des «signaux» clairs et non ambigus de chaque changement de politique—ou trouvera toujours désirable de le faire. Cependant, on devrait toujours s'efforcer de communiquer au pays les jugements que l'on porte sur la situation générale de manière à faire accepter plus aisément les ajustements dans l'ensemble de la politique monétaire.

En dépit des meilleurs efforts des autorités, ces limitations intérieures à la modification des taux d'intérêt et des autres éléments des conditions de crédit se retrouveront toujours jusqu'à un certain degré. Cependant, elles sont moins importantes que la contrainte que notre position internationale impose; dans le cadre des arrangements actuels, celle-ci pourra très probablement borner dans des limites encore plus étroites les fluctuations de taux d'intérêt que les autres facteurs permettraient d'effectuer.

Les marchés de capitaux du Canada sont plus que ceux de la plupart des autres pays étroitement intégrés aux marchés mondiaux. Il peut y avoir, et il y a eu, de courtes périodes durant lesquelles

les différences de rendement à court et à long terme sur les marchés du Canada et des États-Unis ont augmenté ou diminué sans provoquer d'effets immédiats sur le taux du change et sur les réserves de devises. Cependant, toute tentative de faire varier les taux d'intérêt au pays d'une manière beaucoup plus marquée que dans les autres marchés de capitaux, particulièrement ceux des États-Unis, est susceptible de provoquer des courants massifs de capitaux. Les autorités de notre pays peuvent essayer d'élever les taux d'intérêt payables par les provinces, les municipalités importantes et les grandes entreprises; mais si les taux aux États-Unis et ailleurs sont sensiblement inférieurs, elles ne peuvent forcer la plupart des gros emprunteurs à payer les taux canadiens. A moins qu'elles n'adoptent d'autres mesures, de très hauts taux d'intérêt détermineront probablement un recours massif aux emprunts à l'extérieur et, selon le régime de taux du change en vigueur, soit une appréciation du taux du change, soit une accumulation massive des réserves de devises⁴⁶. Tout essai d'abaisser sensiblement les taux aura tendance à produire un résultat contraire—dépréciation du taux du change ou perte de réserves. Occasionnellement, ces résultats peuvent être précisément ceux que l'on désire obtenir, mais il est clair que les changements dans les conditions de crédit intérieures ne peuvent jamais être considérées indépendamment de leurs effets possibles sur les courants internationaux de capitaux. Il s'ensuit que dans la mesure où il existe des limites aux fluctuations du taux du change ou aux gains ou pertes de devises que l'on peut tolérer, ces limites affectent également le degré de variation possible des conditions de crédit intérieures.

EXTENSION DES POSSIBILITÉS DE VARIATION DES CONDITIONS DE CRÉDIT

Notre analyse dans ce chapitre et dans le précédent signale les difficultés d'utiliser les politiques

⁴⁶ L'existence de mesures comme l'impôt d'égalisation d'intérêt proposé aux É.-U. peut modérer les emprunts canadiens à l'extérieur dans de telles circonstances, quoique cela ne se produirait pas si la différence d'intérêt excédait considérablement l'impôt. La persuasion morale du gouvernement canadien peut aussi freiner ces emprunts.

ordinaires en matière de monnaie et de gestion de la dette pour stabiliser notablement la conjoncture intérieure, particulièrement en courte période. Les instruments usuels de la politique, même si on les emploie à propos, ont des effets limités sur la dépense si on ne peut faire varier les conditions de crédit le long d'une portée plus étendue qu'on l'a fait au cours de l'après-guerre. Si on les faisait varier davantage, à court ou à long terme, elles auraient des effets plus considérables. Cependant, il y a des limites à la possibilité d'accroître les variations des conditions de crédit, particulièrement à cause de facteurs internationaux. Aussi, si les taux d'intérêt s'élèvent ou s'abaissent considérablement au Canada par rapport aux taux qui ont cours sur les marchés financiers extérieurs, ils auront surtout pour effet de réorienter plutôt que de changer le volume des emprunts. Si l'on désire modifier les réserves de devises ou le taux du change, cette réorientation devient alors un sous-produit désirable de la politique. Cependant, lorsqu'un changement important dans les conditions de crédit intérieures s'impose d'urgence, on peut avoir recours à des mesures qui en étendent le degré de variation sans provoquer en même temps des oscillations excessives dans les taux d'intérêt et dans le taux du change ou les réserves de devises.

Dans la mesure où on peut affecter la disponibilité ou le coût de certaines sortes de crédit, et si les autres marchés sont quelque peu imparfaits de façon que les emprunteurs affectés soient pratiquement incapables d'y trouver des fonds même en y offrant les taux courants ou mieux, on peut frapper rapidement ces secteurs vulnérables de l'économie par une action directe sur des avenues de crédit spécifiques. A titre d'exemple, on peut utiliser une variété de mesures décrites ci-après pour induire les banques à restreindre leurs prêts. Si les taux exigés pour les prêts bancaires s'élèvent rapidement par suite de l'emploi de mesures de cette sorte, les clients qui renoncent à emprunter des banques peuvent être principalement ceux qui ont accès à d'autres sources. En réorientant simplement leur demande ailleurs, ils feront augmenter les taux d'intérêt dans tout le système. Dans ces circonstances, les résultats

sont essentiellement les mêmes qui si l'on avait laissé les banques libres d'ajuster à leur gré la composition de leur actif. Si l'on peut imposer des contrôles directs sur les prêts bancaires sans en affecter les taux à cause de restrictions légales ou autres, le rationnement des prêts bancaires se fera autrement que par le jeu des prix; ici encore, si les clients qui se font refuser des prêts peuvent s'adresser ailleurs et peuvent se financer en enchérissant sur les taux qui règnent sur les autres marchés financiers, leur dépense ne sera pas beaucoup plus refrénée que si l'on n'avait pas adopté de mesures directes. Par contre, si certains clients des banques à qui des prêts ont été refusés dans l'un ou l'autre cas ne cherchent pas, ou ne réussissent pas, à se financer ailleurs à des taux acceptables, les courants de crédit aussi bien que la dépense seront réduits sans que le plein effet de ce genre de restriction se reflète dans le niveau général des taux d'intérêt.

Dans la mesure, par conséquent, où ces mesures directes réduisent la disponibilité du crédit tout en ayant un effet atténué sur les taux d'intérêt, ils permettent de faire varier davantage les conditions de crédit aux dépens d'institutions ou d'emprunteurs particuliers⁴⁷. Plus le système financier fonctionnera parfaitement, c'est-à-dire plus les changements dans la disponibilité du crédit quelque part réagiront sur les taux d'intérêt de toutes parts, moins il se présentera d'occasions de réduire le crédit disponible pour certains emprunteurs sans que cela se reflète pleinement dans les taux d'intérêt. Bref, les mesures du genre que nous analysons ci-après peuvent être considérées comme des techniques qui utilisent ou créent des imperfections dans les marchés afin d'obtenir des effets notables sur la dépense en restreignant

⁴⁷ L'impact principal affectera vraisemblablement les petits et moyens emprunteurs qui ont peu de sources alternatives de financement. Nous avons noté dans le chapitre précédent que l'effet de telles mesures sera émoussé dans la mesure où les autorités exhortent les banques à se montrer moins restrictives à l'endroit de ces emprunteurs; ceux qui ont facilement accès à d'autres sources de financement telles que le marché monétaire et celui des valeurs ne seront pas sérieusement affectés par les restrictions sur les prêts bancaires.

l'abondance des fonds disponibles plutôt qu'en augmentant les taux d'intérêt⁴⁸.

Avant de considérer quelques-unes de ces mesures directes, il nous faut dire qu'à notre avis, on ne devrait pas en faire un élément habituel du mécanisme de contrôle mais en réserver l'usage pour des situations extrêmes. Les instruments ordinaires de crédit, si l'on s'en sert intelligemment, peuvent contribuer utilement à stabiliser l'économie et, conjugués avec les autres politiques générales, parviennent le plus souvent à nous approcher de nos objectifs économiques d'autant que ce qu'il semble raisonnable d'espérer. Des interventions directes dans les marchés financiers peuvent les bouleverser sans nécessité et, à longue portée, nuire au développement ordonné du système financier. De plus, ces mesures posent de très difficiles problèmes administratifs, et si on y a régulièrement recours, elles sont susceptibles de devenir de moins en moins efficaces à mesure que les emprunteurs trouvent les moyens de les éluder. Comme le Gouverneur de la Banque du Canada nous l'a dit: «Les marchés n'acceptent pas les imperfections»⁴⁹. Le système financier s'adaptera; on trouvera des moyens de faire circuler les fonds quand les voies normales seront fermées; et les autorités auront sans cesse à ériger de nouvelles digues à mesure que les courants se frayeront de nouveaux lits. Comme exemple, les grandes compagnies de finance ont été peu affectées par la restriction de leurs prêts bancaires parce qu'elles ont pu se tourner de plus en plus vers le marché monétaire pour obtenir des fonds.

Cependant, il se présentera sûrement des occasions où, en raison d'erreurs dans les prévisions, de l'usage maladroit des instruments généraux ou d'événements soudains et imprévus, les autorités auront à faire face à un pressant besoin de restreindre vigoureusement le crédit. Comme des augmentations du coût général du crédit n'ont pas un effet suffisamment puissant et

rapide sur la dépense, les autorités seront en présence d'un dilemme; ou brimer la liberté grâce à laquelle les marchés répartissent les ressources avec équité et efficacité, ou bien renoncer partiellement à l'objectif de stabiliser l'économie. Il peut être alors préférable de se résigner aux coûts et aux injustices qui découlent de mesures directes plutôt que de laisser se développer sans frein la pression excessive de la demande.

(i) *Contrôle administratif des institutions de prêts*

Les mesures avec lesquelles nous sommes le plus familiers sont celles qui contrôlent le système bancaire. On peut les prévoir dans la législation à titre de pouvoirs de réserve dont la banque centrale pourrait se servir mais seulement avec l'approbation du gouvernement. Alternativement, on peut contrôler effectivement les institutions sur la base d'ententes conclues avec ces dernières lorsque cela s'avère nécessaire, plutôt qu'en vertu de pouvoirs formels. La législation existante prévoit déjà le pouvoir de faire varier les réserves d'encaisse des banques entre 8 p. 100 et 12 p. 100, sous réserve d'un avis d'un mois pour chaque changement et d'une limite de 1 p. 100 par mois de l'augmentation du coefficient. En d'autres termes, la Banque du Canada peut élever le coefficient statutaire d'encaisse de 8 p. 100 à 12 p. 100 dans une période de quatre mois.

Cette technique peut servir à stériliser une augmentation des réserves lorsque les autorités ne peuvent accepter les conséquences sur les taux d'intérêt que produiraient des pressions de ventes sur les marchés, lorsque, par exemple, le problème consiste à financer des entrées excessives de capitaux étrangers. Que la technique soit appliquée dans ces circonstances, ou comme une méthode de contrôler les prêts en réduisant la liquidité des banques, elle a pour effet de bloquer une plus forte proportion de leur actif sous une forme particulière. Nous ne croyons pas que ce soit un instrument particulièrement utile pour l'une ou pour l'autre fin. Lorsqu'on doit financer, et éventuellement enrayer, des entrées de capitaux de spéculation, le pouvoir d'obliger les banques à augmenter leurs prêts au gouvernement de quelque

⁴⁸ Le professeur Erik Lundberg a analysé de ce point de vue les contrastes entre les mesures monétaires directes et les mesures générales dans son article «Stabilité économique et politique monétaire», *Skandinaviska Banken Quarterly Review*, No. 1 1962.

⁴⁹ Témoignages, page 7553.

600 millions graduellement dans l'espace de quatre mois peut s'avérer insuffisamment prompt ou vigoureux pour faire face à la situation. Si l'objectif est de freiner les prêts de banque dans des circonstances extrêmes, l'instrument—bien qu'important comparativement aux oscillations cycliques des portefeuilles des banques—est inutilement lourd à manœuvrer.

On peut obtenir des résultats essentiellement équivalents en faisant varier les coefficients d'actif liquide des banques, à la différence que les banques obtiennent un revenu sur leurs valeurs bloquées. Depuis 1956, les banques à charte ont convenu de maintenir un coefficient minimum de liquidité de 15 p. 100 de la moyenne mensuelle de leur passif-dépôts. Cette liquidité est constituée d'au moins 8 p. 100 en numéraire et en dépôts à la Banque du Canada, le reste étant formé d'encaisses additionnelles, de prêts au jour le jour et de bons du Trésor. Comme pour le coefficient d'encaisse, ce pourcentage n'a pas changé depuis qu'il a été établi. Dans notre chapitre sur les banques à charte, nous avons exprimé l'opinion que cette entente avec la Banque du Canada est d'une utilité limitée comme instrument de contrôle des prêts bancaires et ne contribue pas beaucoup à faire répondre les banques avec plus de régularité à une pression sur leurs réserves d'encaisse.

Si les autorités doivent d'urgence restreindre les prêts bancaires en contrôlant directement la liquidité des banques, il leur faut agir plus à fond dans les portefeuilles de valeurs liquides. La Banque du Canada a, en fait, suggéré qu'un coefficient de liquidité variable ajouterait utilement à ses techniques ordinaires de contrôle⁵⁰. Mais pour que cela soit utile, les autorités devraient avoir aussi le pouvoir de faire varier ce coefficient sur une plus grande portée que le coefficient d'encaisse actuel, bien que dans certaines limites, peut-on supposer, et de le faire varier plus rapidement.

Le régime de «dépôts spéciaux» en vigueur dans certains pays correspond essentiellement à l'emploi des réserves d'encaisse variables. On peut

obliger les banques à faire des dépôts à la banque centrale en plus de leur minimum statutaire normal, et libérer ces dépôts spéciaux quand les conditions économiques se corrigent. Si on exerce un contrôle semblable en obligeant les institutions bancaires à acquérir des titres de l'État non négociables, cela correspond en pratique à augmenter le coefficient de liquidité des banques.

Ces mesures ont pour objet de réduire la liberté des banques d'ajuster leurs portefeuilles en augmentant les montants minima de certaines catégories d'actif qu'elles sont tenues de conserver. Une autre technique visant aux mêmes fins est d'imposer un plafond à l'augmentation des autres éléments de leur actif, en particulier leurs prêts et leurs valeurs autres que celles de l'État. Une mesure de cette sorte fut prise au Canada en février 1951 lorsque les banques convinrent qu'une «plus grande expansion du crédit bancaire total était indésirable». Il n'y eut pas d'accroissement net des prêts et placements bancaires autres que les valeurs du gouvernement dans les neuf derniers mois de 1951. On a beaucoup recours aux restrictions directes sur les prêts bancaires en Hollande, où la banque centrale n'est pas en mesure de conduire de vastes opérations d'«open market»⁵¹.

Ces dernières pratiques fournissent des exemples du recours à la «persuasion morale» que toutes les banques centrales exercent de temps à autre. Dans les temps où l'intérêt national est nettement en jeu, les autorités peuvent demander aux institutions financières ou à d'autres intérêts privés d'adopter certaines politiques. Le succès des autorités dépend de la clarté et de la force de conviction avec lesquelles elles présentent leur cas; à de rares exceptions près, l'expérience au Canada a été que les banques et les autres sont prêts à coopérer dans l'intérêt national quand on leur fournit des motifs raisonnables. On sait bien cependant que les autorités ont le pouvoir au besoin d'imposer leurs désirs, et cela donne sans doute plus de force à leur appel; on peut soutenir qu'inscrire dans la législation le pouvoir de la

⁵¹ Mémoire du D^r Marius W. Holtrop, Président de De Nederlandsche Bank N.V., et témoignages, page 4137 et suivantes.

⁵⁰ Témoignages, pages 7608-7615.

Banque d'imposer un coefficient de liquidité aurait pour objet de faire sanctionner ses appels moins formels à la coopération.

Il y a danger, toutefois, que les autorités utilisent sans nécessité leur pouvoir légal ou de persuasion pour forcer les institutions privées à suivre une politique particulière de placements ou comme moyen d'assurer au gouvernement une source captive de financement au détriment des autres emprunteurs. Abstraction faite de cette sorte d'abus, les autorités se sentiraient vraisemblablement moins tenues à avoir des discussions raisonnées avec les institutions privées et à formuler et défendre de saines politiques si elles ont le pouvoir d'imposer leur volonté sans le débat privé dont s'accompagnerait l'exercice d'une persuasion morale moins formelle. De plus, des mesures d'urgence comme un coefficient de liquidité variable peuvent devenir un élément permanent du système, les autorités se fiant de plus en plus à leur pouvoir de contrôler ce qui n'est peut-être pas les courants de crédit les plus cruciaux, et devenant d'autant moins soigneux et habiles à manœuvrer les instruments généraux.

La persuasion morale peut s'appliquer à d'autres fins que la restriction des prêts bancaires, même si on y a surtout eu recours dans ce but au Canada. La Banque du Canada, par exemple, a tenu des discussions avec les compagnies d'assurance, les compagnies de finance, les grands magasins de détail, les courtiers et négociants en valeurs en vue d'obtenir leur accord sur certaines politiques à faire adopter. L'accord n'a pas toujours été réalisé, quelquefois parce que le besoin ne semblait pas évident aux institutions concernées, d'autre fois parce que les contacts n'avaient pas été bien établis pour les discussions.

On arrivera probablement mieux à conclure des ententes si la banque centrale entretient régulièrement des relations avec les institutions concernées; celles qui ne reçoivent de nouvelles de la banque centrale que lorsque celle-ci veut leur faire faire des choses qui vont à l'encontre de leurs intérêts personnels seront vraisemblablement peu disposées à comprendre les problèmes des autorités et penseront plutôt que les leurs

ne sont pas appréciés. Même s'il y a un contact étroit, on ne peut compter beaucoup sur la persuasion morale en temps normal comme instrument de politique, car on ne peut demander aux membres des marchés d'agir contre leurs intérêts, sauf dans des circonstances exceptionnelles et temporairement. Comme M. Towers l'a dit: «En dernière analyse, ce sont les politiques générales, monétaire et fiscale, qui doivent accomplir la tâche. Mais je crois qu'il peut utilement y avoir des exceptions rares, temporaires et prudentes à cette règle»⁵². Quand on fait des exceptions, ces dernières devraient recevoir l'approbation du ministre, et les termes de l'accord conclu devraient être publiés à moins de raisons sérieuses de les garder secrets dans l'intérêt public, comme cela pourrait être le cas, par exemple, au cours d'une crise du change.

Les faits dont nous disposons ne nous laissent pas croire qu'il est nécessaire d'instituer par la loi quelque pouvoir de dicter la répartition des fonds des institutions. On en aurait surtout besoin en cas d'urgence, et alors, si les autorités ont de bonnes raisons, elles obtiendront la coopération voulue. Toutefois, si les autorités se trouvent handicapées dans leur action par l'absence de pouvoirs légaux spécifiques, nous n'aurions pas de préférence particulière entre un coefficient de liquidité variable et quelque forme de pouvoir statutaire de contrôler les augmentations de prêts. Cependant, nous recommandons que si l'on inscrit ce genre de pouvoir dans la loi, son exercice soit subordonné à l'approbation spécifique du gouvernement. La Banque du Canada pourrait imposer une restriction, mais cette dernière deviendrait inopérante dans, disons, un mois à moins qu'elle ne soit endossée par le gouvernement et déposée devant le Parlement.

(ii) *Contrôles sélectifs sur le crédit*

Un autre genre de mesures que l'on peut utiliser pour accentuer les variations dans les conditions de crédit sans trop affecter les taux d'intérêt consiste en des contrôles sélectifs sur le crédit. Ces contrôles visent des catégories de

⁵² Mémoire, page 9.

prêt plutôt que les activités de prêt d'institutions particulières. Par exemple, nos arrangements actuels pour le financement de l'habitation ont fréquemment eu des effets en tous points semblables à ceux que produisent des contrôles sélectifs du crédit. Le gouvernement accorde des termes relativement favorables aux acheteurs et aux constructeurs de nouvelles maisons d'habitation en garantissant leurs emprunts hypothécaires. Si les prêts de la L.N.H. sont freinés—soit de la façon automatique décrite dans le chapitre précédent, ou plus délibérément en augmentant les paiements initiaux ou en raccourcissant la durée des prêts—cela apporte un brusque changement dans les termes et conditions d'emprunt pour les constructeurs et les acheteurs de nouvelles maisons. Une augmentation importante du paiement initial exigé et la réduction du terme de remboursement sont précisément la sorte de changements que l'on pense particulièrement efficaces pour influencer la dépense des consommateurs pour l'habitation et les achats de biens durables. En ce sens, les facilités de crédit actuelles pour le financement de l'habitation, qui provoquent des réductions accentuées des prêts privés de la L.N.H. dans les périodes de restriction à moins qu'on augmente le taux de la L.N.H., et qui refoulent les emprunteurs vers le marché ordinaire moins favorable, ont une tendance automatique à agir comme le feraient des contrôles du crédit à la consommation. Nous croyons qu'il y a des raisons majeures pour laisser le taux de la L.N.H. libre de varier selon les conditions du marché, mais nous avons aussi suggéré que les conditions touchant le paiement initial et la durée du terme des prêts soient modifiées de temps en temps conformément aux besoins de la politique de stabilisation. Dans des circonstances extrêmes, les autorités pourront aussi désirer fixer le taux pour de courtes périodes de manière à renforcer leur politique; ainsi, les autorités ne perdent pas la possibilité de se servir de contrôles sélectifs à l'égard de l'habitation, mais elles auront à s'en servir de façon consciente plutôt que de s'en rapporter aux effets fortuits des arrangements institutionnels actuels.

Les contrôles du crédit à la consommation aussi sont efficaces dans la mesure où les consom-

mateurs ne peuvent ou ne veulent pas chercher d'autres sources de financement qui leur permettent d'augmenter leurs paiements initiaux et d'accepter des termes de remboursement plus courts, comme ce genre de contrôles en imposerait. Si les consommateurs peuvent aisément se financer autrement, la tentative de bloquer une avenue de financement ne fera que susciter l'élargissement d'une autre, ce qui affectera pleinement les taux d'intérêt. Il en est de même si le contrôle du financement à tempérament pousse au développement d'entreprises qui achètent des biens durables pour les louer; la demande n'a pas été diminuée mais simplement dirigée ailleurs. Il y a aussi le danger que les prêteurs contournent les restrictions en gonflant la valeur d'échange des articles qu'ils prennent en retour ou en employant d'autres stratagèmes en collusion avec leurs clients. Comme nous l'avons mentionné précédemment, ce problème est susceptible de se présenter si l'on a recours de façon répétée à ce genre de mesures. Qu'il soit exercé périodiquement ou infréquentement, le contrôle sur le financement à tempérament des consommateurs pose en plus de sérieux problèmes d'administration. Il y a aussi quelque doute, dans ce pays, quant au pouvoir du gouvernement fédéral de l'imposer. Par ailleurs, l'imposition de taxes d'accise spéciales sur les biens durables de consommation (qui atteignent tous les consommateurs, pas seulement ceux qui empruntent) peut être tout aussi efficace pour restreindre les dépenses de consommation, spécialement si le public peut croire qu'elles seront abolies dans un avenir assez prochain.

On peut aussi recourir à des mesures directes de contrôle pour influencer plus fortement les dépenses des entreprises, et l'on peut soutenir qu'elles conviennent mieux que les tentatives de contrôler les dépenses de consommation parce que les investissements des entreprises ont des oscillations cycliques plus prononcées. Allant au-delà du contrôle des prêts bancaires, les autorités peuvent rationner les courants de fonds des marchés de valeurs en imposant un contrôle sur les nouvelles émissions. C'est une mesure draconienne, et l'expérience dans d'autres pays a démontré que son application n'est pas facile. Il faut établir

des priorités, et tenir compte des sources alternatives de fonds, y compris les marchés étrangers, des mouvements de fonds entre compagnies associées et du fait que de nombreuses entreprises pourvoient à leurs dépenses de capital en grande partie par auto-financement au lieu de s'adresser aux marchés de capitaux. En raison de toutes ces difficultés et des désavantages de voir le gouvernement intervenir directement dans la répartition des fonds entre des compagnies individuelles, nous trouvons difficile d'imaginer un concours de circonstances qui justifierait l'application d'un contrôle sur les émissions de valeurs.

Les techniques pour faire varier le coût effectif des fonds pour les entreprises par l'emploi de diverses mesures fiscales seront décrites dans un autre chapitre. On peut obtenir des effets de moins grande ampleur en modifiant les règlements fiscaux concernant la déductibilité de l'intérêt sur les fonds empruntés, mais cela ne s'est pas démontré équitable ni praticable dans des pays comme l'Australie où la technique a été appliquée; plusieurs compagnies n'étaient pas affectées du tout, tandis que d'autres étaient si sérieusement lésées qu'il fallait pourvoir à de nombreuses exemptions.

CONCLUSION

Ces mesures directes ne devraient être appelées à jouer que lorsque tout le reste a failli et qu'un état d'urgence justifie les dislocations et les coûts d'une action draconienne. Même les instruments généraux affecteront certaines personnes plus que d'autres, mais les autorités ne doivent pas se retenir d'agir par excès de tendresse; pour qu'une politique quelconque de stabilisation soit efficace, il faut bien affecter quelqu'un. Aussi longtemps que les marchés seront raisonnablement efficaces, il est probable qu'une politique restrictionniste de caractère général affectera le plus durement les catégories de dépenses marginales, moins productives ou moins dignes de crédit. En tout cas, il n'y a pas de certitude que ceux qui administreraient des mesures directes seraient mieux aptes à choisir quelles dépenses devraient être faites et lesquelles devraient être différées ou

abandonnées. Il faut néanmoins reconnaître qu'il y a un conflit entre l'objectif à longue portée de développer des marchés financiers sensibles et souples qui répartiront efficacement les ressources entre les besoins concurrents et celui de stabiliser la conjoncture par des mesures qui agissent assez rapidement. Plus les marchés deviennent habiles à faire circuler les fonds vers ceux qui en ont besoin et à réagir à d'assez faibles changements dans les taux d'intérêt, moins on peut compter sur des imperfections et sur les augmentations de coûts et de difficultés d'emprunter pour faire obstacle à la dépense réelle.

Quelles que soient les techniques employées, il n'y a pas moyen de rendre facile la tâche des administrateurs de la monnaie et de la dette. Ils doivent toujours agir sur la base d'une information limitée en face de l'évolution incessante des événements financiers et économiques; et il reviendra toujours à leur jugement de déterminer dans quelle mesure ils peuvent ou doivent tenter de modérer ou de renforcer par leurs propres actions les tendances qui se dessinent. Les facteurs sous-jacents et les attitudes du public qui pèsent sur les conditions de crédit imposeront des limites à leur liberté, et le climat international peut aussi leur interdire de faire varier beaucoup la portée de leur politique. Même avec une information à jour et d'excellentes prévisions, les retards que mettent leurs actions à affecter les conditions de crédit et le délai qui s'écoule entre ce moment et celui de leur impact sur la dépense réelle limiteront la contribution que n'importe quelle politique—de type traditionnel ou non—peut apporter à stabiliser la conjoncture en courte période. Cette contribution sera meilleure si les autorités tiennent compte des forces à longue portée qui influent sur l'économie lorsqu'elles aborderont le problème d'établir une politique d'ensemble adaptée aux conditions du moment.

En dépit des limitations des politiques monétaires, les situations d'urgence justifiant une intervention directe dans les mouvements des marchés devraient être rares si les autres instruments de politique sont convenablement utilisés et si la gestion de la dette est bien coordonnée avec les mesures monétaires. Il faut, néanmoins, recon-

naître qu'il y a des limites à ce que l'on peut attendre des seuls instruments généraux de la politique du crédit. Leur impact peut être hâté par une action officielle concertée, et l'étendue des variations des conditions de crédit peut être augmentée quelque peu par l'emploi approprié d'une combinaison de mesures monétaires et d'opérations sur la dette, mais il demeure vrai qu'on ne peut s'attendre à ce que la meilleure politique de crédit puisse seule stabiliser l'économie. Ce n'est pas surtout une question de techniques disponibles. Cela résulte plutôt de l'effet

comparativement restreint de tout changement raisonnable ou possible dans les conditions de crédit sur la dépense réelle. Bien que de tels changements dans les conditions de crédit puissent apporter une contribution valable à la stabilisation, il est clair que les politiques concernant la monnaie et la dette, même les plus imaginatives et les mieux appliquées, ne permettront pas au pays de réaliser ses objectifs économiques, ou même d'en approcher, à moins que d'autres instruments de la politique de l'État entrent également en action.

LES ASPECTS INTERNATIONAUX DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE

Il existe peu de pays dans le monde d'aujourd'hui où les facteurs internationaux ne pèsent pas fortement sur le choix des politiques économiques intérieures. Durant la période d'après-guerre, on a vu supprimer ou abaisser bon nombre d'obstacles aux courants commerciaux ou financiers, et se resserrer les liens internationaux entre les systèmes financiers de chaque pays. Et les nations, petites et grandes, ont pris conscience qu'elles ne peuvent modifier leurs politiques financières désormais sans risquer d'affecter rapidement la circulation internationale des capitaux.

De plus, tout pays qui achète et vend sur les marchés mondiaux doit veiller à poursuivre des politiques qui préservent le caractère compétitif de ses coûts de production s'il veut pouvoir gagner les devises universellement acceptées dont il a besoin pour acquitter ses importations. En ce point, les pays ne sont pas différents des individus, qui ne peuvent dépenser que dans la mesure où ils ont des revenus ou qu'ils peuvent obtenir des prêts d'autrui (les uns et les autres peuvent évidemment aussi, pour un temps, écouler leurs créances financières contre autrui, dans la mesure où ils en ont accumulé). De la même manière, la capacité d'un pays de gagner des revenus ou d'emprunter, comme celle d'un individu, repose sur ses talents, sur son ardeur au travail et sur l'habileté qu'il déploie pour exploiter ses ressources. Il peut être aussi productif et utile de prêter et d'emprunter à l'étranger qu'au pays; mais emprunter année après année d'une façon disproportionnée à ses revenus pose nécessairement le pro-

blème de savoir comment s'acquitter du service d'une grosse dette envers autrui.

Moins nombreux et élevés deviennent les obstacles à la libre circulation des marchandises, des capitaux et de la main-d'œuvre, et plus une nation s'intègre intimement dans l'économie mondiale, plus il lui devient nécessaire de faire place aux facteurs internationaux lorsqu'elle formule ses politiques. Être membre de la communauté internationale restreint donc sa liberté de conduire la politique de son choix; mais cela est plus que compensé par les grands avantages qu'elle peut retirer de la spécialisation des tâches à l'échelle internationale. Comme dans le cas des individus, les nations ne peuvent réduire le degré d'interdépendance de leurs économies qu'au prix d'une hausse sensible de leurs coûts de production et d'une chute radicale des niveaux de vie de leurs populations.

Le Canada fournit un exemple par excellence d'un pays étroitement relié de multiples manières au reste du monde; et ses attaches financières, commerciales et autres avec les États-Unis en particulier déterminent un faisceau de relations exceptionnellement intimes entre les deux pays. Cette intimité avantage beaucoup le Canada dans l'ensemble; mais elle signifie que des changements des politiques ou du climat financier aux États-Unis, qui peuvent ne pas avoir tellement de conséquences dans le contexte de cette économie gigantesque, peuvent cependant frapper durement le Canada à l'occasion et lui créer de sérieux problèmes pour sa politique économique.

Étant donné ce haut degré d'interdépendance économique, on peut dire en un sens que toute politique financière au Canada est plus ou moins une politique financière internationale. Il existe cependant un certain nombre de questions plus spécifiquement internationales, notamment la politique du taux du change, d'autres politiques visant à influencer la balance des paiements, et les politiques qui ont trait aux facilités internationales de paiements, sur lesquelles nous concentrerons notre attention dans le présent chapitre.

Au cours de notre analyse, nous allons comparer le régime de taux du change actuellement en vigueur au Canada avec le régime de taux variable du change qui y régnait naguère. Ces comparaisons auront pour but de mettre en relief les facteurs fondamentaux qui pèsent sur la politique financière internationale du Canada, et d'évaluer quelle portée l'adoption d'un régime de taux fixe aura dorénavant pour l'ensemble de la politique économique. Nous voulons rendre bien clair dès le départ que nous ne préconisons aucun changement dans le régime de taux du change qui existe présentement: la parité de notre dollar est fixée et à un niveau qui paraît satisfaisant, et notre régime de taux fixé fonctionne bien.

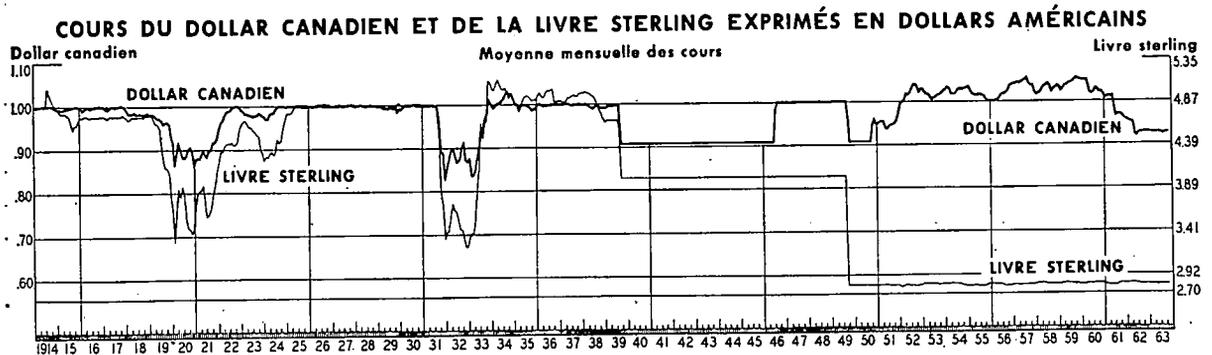
LE COURS DU CHANGE AU CANADA AVANT 1950

Depuis quelques décennies, le Canada a eu l'occasion de vivre autant sous des régimes de taux fixe que de taux variable du change. Avant 1914,

la valeur du dollar canadien était fixée par rapport à celle de l'or, et par conséquent par rapport à celles de toutes les autres grandes devises. Le «gold standard» international, qu'il serait peut-être plus exact d'appeler le «sterling standard» international, vu la position dominante de la Grande-Bretagne à cette époque, donnait satisfaction; et l'économie canadienne réussit à s'adapter à plusieurs transformations très importantes des courants commerciaux et financiers dans les cadres de ce régime. Par certains côtés, ce dernier ressemblait aux arrangements actuels en matière de devises, mais les problèmes auxquels nous faisons face et nos moyens de les surmonter ne sont plus les mêmes qu'autrefois. Notamment, les États nationaux assument maintenant des responsabilités plus vastes à l'égard de la direction de l'économie. Il était plus facile aux gouvernements de considérer le maintien d'un rapport fixe entre l'or et la monnaie du pays comme l'objectif principal (et parfois unique) de leur politique monétaire à l'époque où on ne leur demandait pas d'endosser une responsabilité importante en matière d'emploi, de productivité et de prix au sein de l'économie nationale.

Durant presque toute la période 1914-1939, le Canada eut un taux variable du change. Il abandonna le «gold standard» en 1914 et ne le restaura pas avant juillet 1926; même alors, il ne le conserva que jusqu'en janvier 1929. Comme le montre le graphique 23-1, les fluctuations de valeur du dollar canadien se tinrent à l'intérieur de bornes étroites durant presque tout l'entre-deux guerres,

Graphique 23-1



à l'exception des années 1919-1920 et 1930-1933. Le fait que le Canada ne conserva un taux fixe que durant deux années et demie sur vingt-cinq pourrait être interprété comme un indice convaincant de la difficulté pour notre pays de vivre avec ce genre de régime. Mais toute pertinente que cette expérience puisse être, il faut souligner que la plupart des autres grandes devises eurent une valeur changeante durant une bonne partie de cette période. L'ampleur des fluctuations économiques et les lacunes du régime des paiements internationaux firent de la préservation de la parité des devises un problème mondial et non simplement canadien.

Au cours de la guerre, la valeur du dollar canadien fut fixée à un escompte de 10 p. 100 par rapport au dollar américain, et on institua un ensemble complet de contrôles sur les devises. En juillet 1946, le dollar canadien fut réévalué au pair avec le dollar américain afin, entre autres buts, de mettre l'économie canadienne à l'abri de la rapide hausse des prix qui suivit l'abolition des contrôles sur les prix aux États-Unis. On maintint ce cours du change durant plus de trois ans, malgré de sérieux problèmes de balance des paiements en 1947 et au début de 1948. Ce cours n'était pas inapproprié si l'on compare les prix et les coûts de production au pays et à l'étranger. Mais le Royaume-Uni et les pays d'Europe tirèrent des traites plus rapidement que prévu sur leurs emprunts de reconstruction. Ceci, s'ajoutant aux autres besoins qui surchargeaient déjà l'économie canadienne, provoqua une chute des avoirs en or et en dollars américains du Fonds des changes de 1,667 millions de dollars en mai 1946 à 480 millions à la fin de novembre 1947¹. L'Export-Import Bank des États-Unis accorda des secours d'urgence, et l'on imposa des contrôles sur les importations et des taxes d'accise spéciales. Les réserves de devises se rétablirent assez rapidement et atteignirent tout près de un milliard vers la fin de 1948. En septembre 1949, la livre sterling fut dévaluée de 30.5 p. 100 par rapport au dollar américain, et plusieurs autres pays dévaluèrent

également leur monnaie. On décida de dévaluer le dollar canadien de 9 p. 100 en vue de protéger la position concurrentielle et la balance des paiements du Canada. A la suite de cette dévaluation, les réserves fluctuèrent assez peu durant quelques mois; mais au milieu de 1950, il se forma un fort courant de capitaux spéculatifs qui ajouta près de 500 millions aux réserves en août et en septembre. Cette seconde tentative d'établir une parité ayant encore assez mal réussi, on annonça le 30 septembre 1950 la décision de laisser le cours du change libre.

LE TAUX VARIABLE DU CHANGE: 1950-1960

Immédiatement après que les autorités eurent retiré leurs cotes à l'achat et à la vente, le dollar canadien s'apprécia brusquement. Sa valeur s'affaiblit quelque peu durant la première moitié de 1951, mais elle reprit son mouvement ascendant dans la seconde moitié; exprimée en fonction du dollar américain, elle enfonça le pair en mars 1952 et toucha une prime de 4 p. 100 en août. Cela représentait une appréciation de 14 cents depuis septembre 1950. Par contre, de la mi-1952 à la fin de 1960, le cours du change oscilla dans des bornes assez étroites: la portée maximum de ses fluctuations représenta environ 5 cents et demi. Tout variable que le taux fût, on ne pouvait le dire instable.

S'il ne s'était pas produit de changements importants dans la balance des paiements canadiens au cours de cette période, on aurait pu expliquer tout simplement cette stabilité à l'examen des conditions économiques du temps. Des récessions survinrent en plusieurs grands pays durant ces années, mais elles étaient beaucoup moins accentuées que les contractions d'avant-guerre, et elles n'étaient pas complètement synchronisées. Ainsi, lorsque la conjoncture s'affaiblissait cycliquement aux États-Unis, la progression de la phase d'expansion dans les pays d'Europe occidentale, notre deuxième grand marché, amortissait le déclin de nos exportations. La préservation d'un climat économique favorable dans le monde et quelques variations anticycliques fortuites de nos exportations agricoles assurèrent une certaine stabilité

¹ Si le taux du change avait été variable, il aurait sûrement fait une chute prononcée en 1947 et il se serait rétabli en 1948.

au total de nos exportations, comme le graphique 23-2 le montre. Durant cette période également, comme en d'autres, la conjoncture évolua de façon parallèle au Canada et aux États-Unis, de même que les politiques économiques adoptées par les gouvernements des deux pays.

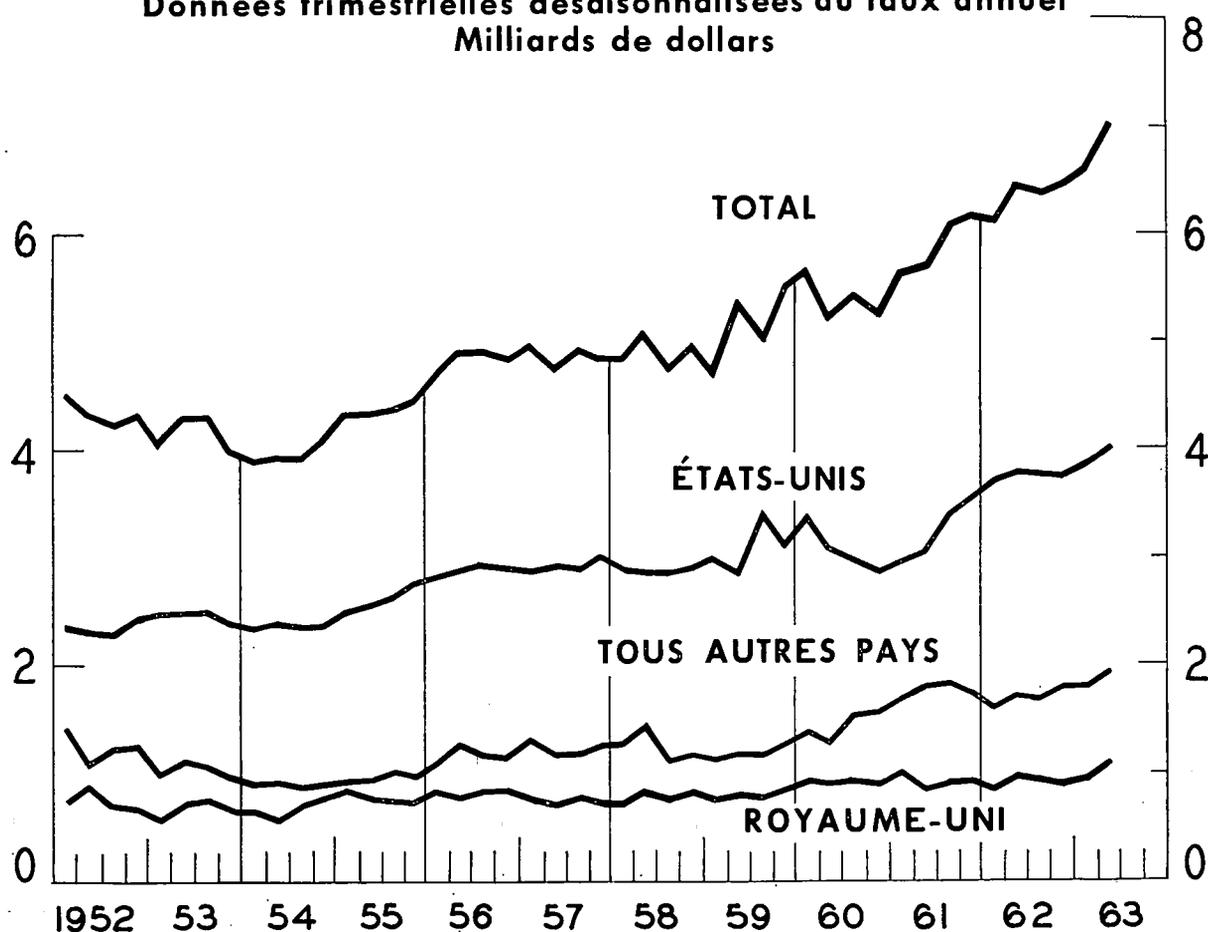
Dans ces circonstances, on pourrait soutenir qu'il était improbable de voir la balance des paiements internationaux du Canada soumise à des pressions et des tensions accentuées, et qu'il était tout à fait normal de voir le cours du change stable. Mais cet argument suppose qu'il ne s'est

produit aucun déplacement important du point d'équilibre de notre balance des paiements, ce qui n'est évidemment pas le cas. Entre 1953 et 1957, le déficit des comptes courants du Canada augmenta de plus d'un milliard de dollars, passant de 440 millions à 1,455 millions; puis il diminua de 300 millions en 1958, augmenta de 370 millions en 1959, et déclina de nouveau de 260 millions en 1960. Ce sont là des fluctuations considérables; et le caractère de stabilité de l'activité économique internationale ne fournit pas toute l'explication de la stabilité du taux du change

Graphique 23-2

EXPORTATIONS CANADIENNES DE DENRÉES

Données trimestrielles désaisonnalisées au taux annuel
Milliards de dollars



durant cette période. Pour comprendre les forces à l'œuvre, il faut se reporter aux mécanismes d'ajustement qui opèrent dans un régime de taux variable du change.

Selon la comptabilité de la balance des paiements, il faut nécessairement que les déficits aux comptes courants soient comblés par des surplus aux comptes de capitaux, et vice-versa. La question qui se pose est donc de savoir comment les comptes courants et les comptes de capitaux peuvent-ils s'être tenus en équilibre sans faire varier davantage le cours du dollar canadien. Trois explications sont possibles; premièrement, que cela se soit produit grâce à des variations des réserves officielles de devises; deuxièmement, que les facteurs qui déterminaient l'importance des déficits aux comptes courants et des surplus aux comptes de capitaux aient provoqué des changements compensatoires dans ces comptes sans faire entrer en jeu des variations du taux du change; et troisièmement que de faibles variations du taux du change aient suffi à affecter les comptes courants ou les comptes de capitaux ou les deux de façon à les amener rapidement en équilibre.

On n'employa pas les réserves officielles durant la période 1953-1960 de façon à freiner des mouvements persistants du taux du change. La politique du Fonds des changes eut pour objet de rectifier ou de prévenir des désordres dans le marché des devises mais non de faire obstacle aux tendances fondamentales qui s'y exprimaient; et le Fonds n'intervint dans le marché qu'à seule fin d'empêcher de forts mouvements du taux du change de se produire au cours d'une même journée ou entre deux journées consécutives. Il y eut sans doute des temps où cette politique demanda au Fonds de se porter continuellement acheteur ou vendeur, sur une base nette, durant quelques mois. Mais il n'existe aucun indice que le Fonds ait essayé d'arrêter un mouvement du taux du change qui devenait prononcé. Le rôle limité joué par le Fonds des changes entre 1953 et 1960 apparaît dans le fait que les changements mensuels dans les réserves officielles entre décembre 1952 et décembre 1960 furent 59 fois inférieurs à 20 millions durant ces 96 mois, se tinrent entre

20 et 50 millions 31 fois, entre 50 et 100 millions 5 fois, et ne dépassèrent 100 millions qu'une seule fois. Pour l'ensemble de la période, le plus haut chiffre de fin de mois des réserves ne fut que de 233 millions au-dessus du chiffre le plus bas.

Si les opérations du Fonds des changes ne jouèrent pas un rôle majeur, la seconde possibilité est que les variations dans les comptes courants et dans les comptes de capitaux aient été inter-reliées de façon à réaliser un équilibre sans que le taux du change eût à osciller sensiblement. Les variations dans ces comptes ne se produisent pas toutes seules; elles découlent d'un état donné de la conjoncture, et si cet état devait produire simultanément des surplus aux comptes de capitaux et des déficits aux comptes courants, il fournirait clairement une partie de l'explication.

Une économie ne reçoit pas normalement un volume important de placements directs et de capitaux de participation à moins d'offrir des perspectives favorables et des chances de profits élevés à la longue en comparaison des occasions qui s'offrent en d'autres parties du monde. De la même manière, les courants de capitaux prêtés à long terme se dirigeront vers un pays où les taux d'intérêt sont élevés comparativement à ceux qui règnent ailleurs pour des valeurs de qualité comparable. Les perspectives de profits et les taux d'intérêt sont susceptibles d'aller de pair, car l'expansion de l'activité économique que suscitent des perspectives économiques favorables fait naître des pressions sur les marchés financiers et entraîne les taux d'intérêt à la hausse. Par conséquent, une économie où il est particulièrement attrayant d'investir comparativement aux autres économies aura tendance à faire régner des taux d'intérêt plus élevés qu'ailleurs pour des risques comparables. Évidemment, l'action des autorités monétaires et la gestion de la dette affecteront le niveau des taux d'intérêt ou, plus généralement, l'état des conditions de crédit; mais on peut supposer que les autorités vont plutôt accepter le resserrement des conditions de crédit qui survient dans une économie prospère. Mais cette prospérité même va aussi tendre à faire apparaître un déficit aux comptes courants. Lorsque l'économie canadienne

progressive rapidement, particulièrement si elle jouit d'un essor plus rapide que l'économie des États-Unis et des autres pays et si elle atteint des conditions de plein emploi ou s'en approche, ses importations de biens et services auront tendance à s'accroître plus vite que ses exportations et à faire apparaître un déficit aux comptes courants pour équilibrer les entrées de capitaux, même en l'absence de changements dans le taux du change.

L'expérience des années 1953-1960 tend à confirmer ces généralisations. Cette période est courte, et comme toujours on y voit des phénomènes accidentels qui tendent à embrouiller les grandes lignes de la situation. Il est néanmoins clair que—sauf en 1960, où on vit de grandes entrées de capitaux pour financer des prises de contrôle d'entreprises—les placements directs au Canada ont eu tendance à augmenter durant les périodes d'expansion et à décliner durant les récessions². Les placements en valeurs de portefeuille ont également obéi à l'influence de l'état de la conjoncture et des conditions de crédit au Canada. De façon simultanée, les comptes courants ont été affectés en sens inverse, les importations augmentant rapidement durant les périodes d'expansion et s'abaissant en temps de récession. Trois grandes catégories d'importations ont des mouvements cycliques prononcés: la machinerie et l'outillage, les matières premières de l'industrie, et les biens de consommation durables. Les variations des importations de machinerie et d'outillage ont tendance à refléter les changements dans les immobilisations intérieures de ce type, qui contiennent un fort élément d'importations. Les importations de matières premières industrielles reflètent, de façon un peu amplifiée, les oscillations correspondantes de la production industrielle; et les importations de biens durables de consommation paraissent dépendre largement des mouvements cycliques de la dépense intérieure en biens durables. C'est ainsi qu'au cours de la période étudiée, les surplus aux

comptes de capitaux et les déficits aux comptes courants ont eu tendance à monter durant les temps de prospérité et à s'abaisser durant les temps de récession.

S'il y avait compensation parfaite des mouvements de capitaux à long terme et de balance des comptes, on devrait s'attendre à voir le taux du change rester pratiquement stable à travers les fluctuations de la conjoncture que cette période a connues. Cependant, durant les années de prospérité et de politique monétaire restrictionniste au Canada, l'interaction d'entrées massives de capitaux et d'un déficit aux comptes courants fit s'apprécier le dollar canadien, tandis que notre dollar eut tendance à faiblir dans les temps de ralentissement économique. Il est donc naturel de se tourner vers le taux du change lui-même pour expliquer en partie les mécanismes de compensation. En vérité, c'est justement ce qu'un taux variable du change est censé faire. Lorsque les entrées de capitaux ont tendance à dépasser le déficit aux comptes courants, la pression qu'elles exercent sur le marché des devises va amener une appréciation du dollar canadien. Cette dernière va décourager les exportations et stimuler les importations et donc augmenter le déficit aux comptes courants. Le contraire se produira si les entrées de capitaux ont tendance à rester en deçà du déficit aux comptes courants.

Nous avons déjà fait allusion à ce phénomène lorsque nous avons traité des effets des conditions de crédit sur la dépense. Nos recherches indiquent que de faibles variations du taux du change ont probablement des effets à court terme assez restreints. Ce ne serait pas le cas dans l'hypothèse de grandes variations du taux du change qui ne se renverseraient pas rapidement. Mais le Canada n'a pas eu beaucoup d'expérience de tels changements; le cas qui s'en rapproche le plus est celui de la dépréciation du taux du change en 1961 et en 1962. Les effets dus à cette dépréciation se confondent avec ceux que l'on doit attribuer à l'imposition puis au retrait de surtaxes sur les importations, à la réduction des franchises accordées aux touristes, et à d'autres facteurs qui jouaient par ailleurs pour

² Les profits réinvestis des entreprises contrôlées par l'étranger au Canada ont aussi tendance à augmenter durant les périodes d'expansion économique, et la proportion de leurs profits versée en dividendes à s'élever durant les années de récession.

renforcer notre position compétitive sur les marchés mondiaux. Les premières indications suggèrent que des variations importantes du taux du change ont des effets notables mais qui mettent un temps considérable à se diffuser à travers le système économique. Durant la période 1953-1960, le taux du change n'a oscillé que dans des bornes plutôt rapprochées, et ses mouvements dans un sens se sont renversés avant d'avoir produit tous leurs effets. De plus, les gens considéraient souvent ces mouvements comme temporaires et ne les justifiaient donc pas de modifier l'organisation de leur production au Canada. Nous concluons donc que les oscillations restreintes du taux variable du change entre 1953 et 1960 n'ont pas eu d'effet suffisant sur les comptes courants pour expliquer grand-chose aux mécanismes d'équilibre à court terme. Par ailleurs, il est assez certain que le niveau moyen du taux a eu des effets notables sur la balance des comptes courants à la longue.

La dernière possibilité serait que les changements du taux du change affectent les comptes de capitaux, et particulièrement les mouvements de capitaux à court terme. Comme nous l'avons souligné ailleurs, de faibles changements du taux du change ne doivent pas avoir d'effets importants sur les courants de capitaux à long terme. Si un emprunteur canadien obtient un avantage de taux d'intérêt en empruntant à l'étranger qui suffit à compenser un changement de 10 p. 100 ou 15 p. 100 du taux du change pendant toute la durée de son emprunt, ce ne sont pas des oscillations de courte durée de la valeur du dollar canadien qui vont l'influencer beaucoup. Par contre, de faibles changements du taux du change peuvent affecter considérablement la rentabilité de transactions financières à court terme. Par exemple, si dans un régime de taux variable du change un capitaliste prévoit correctement que le dollar canadien va se déprécier de 1 p. 100 durant les prochains trente jours, il va acheter puis revendre une valeur en dollars américains qui lui rapportera, outre son rendement normal, un profit au taux annuel de 12 p. 100 sur ses fonds. Ces

transactions spéculatives servent à freiner les mouvements du taux du change.

Comme nous l'avons dit au chapitre 15, un spéculateur n'a pas besoin d'effectuer ces transactions, mais il peut plutôt passer un contrat à terme avec une banque pour acheter des dollars américains. Cela lui évite d'engager des fonds, s'il jouit d'un bon crédit, tout en lui permettant de revendre les dollars américains à profit si leur valeur augmente³. Cette opération affectera néanmoins la balance des paiements. Si la banque ne peut à son tour trouver un vendeur de dollars américains à terme pour ouvrir l'engagement à terme qu'elle vient de prendre, elle va le faire par un achat comptant équivalent de dollars américains. Comme cela a été dit ailleurs, ce n'est là qu'un intermédiaire; la banque va alors chercher quelqu'un sur le marché qui est prêt à «troquer» des dollars canadiens plus un contrat à terme d'acheter des dollars canadiens contre les dollars américains de la banque et le contrat de cette dernière d'acheter à terme des dollars américains. En résumé, la banque doit trouver quelqu'un qui est prêt à conserver des dollars américains pour la durée du contrat—c'est-à-dire quelqu'un qui est prêt à transporter des fonds à court terme aux États-Unis. Si la différence entre les cours à terme et au comptant n'est pas assez attrayante pour attirer des capitaux de ce genre, ceux qui désirent uniquement acheter à terme des dollars américains devront payer un prix qui rendra profitable de transférer des fonds à court terme aux États-Unis. Dans l'un ou l'autre cas, le mouvement à la hausse du dollar américain aura été amorti par ces transactions spéculatives⁴.

Acheter à terme des dollars américains ou des livres sterling n'est qu'une façon entre plusieurs pour ceux qui transigent sur le marché des devises de répondre à l'attente naissante d'une baisse de la valeur du dollar canadien. Les exportateurs qui reçoivent ou prévoient recevoir des dollars américains en paiement de leurs expéditions peuvent décider d'en différer la conversion sur le

³ Il risque évidemment de subir une perte si le taux du change fluctue dans l'autre sens.

⁴ Les mécanismes décrits jouent en sens inverse si la spéculation se porte en faveur du dollar canadien.

marché comptant ou à terme dans l'espoir d'en obtenir un meilleur prix plus tard. De la même manière, ceux qui ont à faire des paiements aux États-Unis peuvent choisir de les effectuer pendant que le dollar canadien est à un niveau élevé. Les emprunteurs de fonds étrangers peuvent également décider de remettre leurs émissions à un autre moment ou de ne pas en rapatrier le produit au Canada immédiatement. C'est pourquoi lorsque le dollar canadien s'apprécie pour un temps sous l'effet de fortes entrées de capitaux à long terme, les gens peuvent se mettre à attendre un renversement de cette appréciation. Cette attente tendra alors à provoquer la formation d'un courant en sens contraire de capitaux à court terme et donc à empêcher toute appréciation additionnelle du dollar canadien.

Ceci ne veut pas dire que les courants de capitaux à court terme ont toujours eu tendance à modérer les oscillations du taux du change au cours de la période que nous étudions. Le resserrement des conditions de crédit au Canada a souvent été accompagné d'une augmentation de courants de capitaux à court terme sans contreparties, notamment sous forme de crédits commerciaux ou d'autres dettes entre entreprises, qui avaient tendance à accentuer la hausse du taux du change à ces moments-là.

Néanmoins, le spéculation stabilisatrice du genre décrit ci-haut paraît avoir contribué à modérer les mouvements du taux du change entre 1953 et 1960. Nous avons trouvé peu de traces de ce qu'on pourrait appeler spéculation «pure», c'est-à-dire une spéculation indépendante des autres sortes de transactions commerciales ou financières. Nous avons cependant constaté que ceux qui transigent sur le marché des devises dans le cours normal de leurs affaires ont eu tendance à se former une opinion concernant l'évolution future du taux du change et à agir en conséquence. Ce serait probablement s'exprimer de façon trop sommaire que de dire que beaucoup de ces spéculateurs étaient imbus d'un «complexe de parité»; mais les faits indiquent que lorsque le dollar canadien se rendait à une prime notable par rapport au dollar américain, un certain nombre de

gens sur le marché s'attendaient à voir le cours baisser.

La stabilité relative du taux du change au cours de la période 1953-1960 peut donc s'expliquer en résumé comme suit. Il ne se produisit pas de dépression durant ces années ni au Canada ni dans le reste du monde. Lorsque le point d'équilibre de la balance des paiements canadiens se déplaçait sensiblement, la chose était due aux perspectives économiques favorables au Canada, qui attiraient un courant de capitaux en même temps qu'elles alimentaient un mouvement d'essor économique et de hausse des importations. Dans une grande mesure, donc, les forces à l'œuvre tendaient au maintien d'un équilibre sans recevoir l'aide de fluctuations du taux du change. Le niveau moyen du taux du change durant ces années exerça une influence notable sur les comptes courants, mais les oscillations temporaires du taux autour de ce niveau moyen semblent n'avoir eu que des effets restreints sur les échanges de biens et de services. Ces oscillations déclenchèrent cependant des mouvements de fonds stabilisateurs.

LE TAUX FIXE DU CHANGE

Le taux du change ne devint pas fixe de façon formelle avant le 2 mai 1962; mais notre régime de taux variable s'était modifié fondamentalement assez longtemps auparavant. En présentant son budget du 20 décembre 1960, le ministre des Finances avait exprimé sa préoccupation concernant la pression que les entrées de capitaux étrangers exerçaient sur le taux du change, et il avait annoncé une extension de l'impôt de 15 p. 100 retenu à la source sur les paiements d'intérêts et de dividendes aux étrangers. On avait généralement interprété cette mesure comme un geste pour restreindre les entrées de capitaux et pour faire baisser le cours du dollar canadien sur le marché des devises. Il vaut aussi la peine de mentionner que dans chacun des six mois qui suivirent, les réserves officielles d'or et de devises accusèrent des augmentations successives; le total de ces augmentations entre le 31 décembre 1960 et le 30 juin 1961 se chiffra à 256 millions. Dans son discours du budget du 20 juin 1961, le ministre

des Finances nota que le gouvernement considérait que la valeur courante du dollar canadien sur le marché des devises (moyenne du mois de mai juste au-dessus de \$1.01 É.-U.) était «indument élevée», et il exprima l'opinion suivante concernant un niveau approprié pour le taux du change:

«Personne ne peut dire aujourd'hui quel serait le niveau approprié de notre taux du change quand notre balance des paiements sera dans une situation mieux adaptée à la conjoncture économique actuelle. Cependant, le taux sera certes plus bas qu'il l'a été dernièrement et ce pourrait fort bien être opportun qu'il comporte un escompte appréciable. La politique ministérielle consistera à faciliter ce résultat.»

Outre certaines opérations de gestion de la dette, on se proposait d'obtenir ce résultat grâce à une intervention directe du Fonds des changes sur le marché des devises. Cette annonce eut pour effet immédiat de faire déprécier le dollar canadien à juste au-dessous de \$0.97 É.-U., soit une chute brusque d'environ 3 cents. Au cours de l'automne, le dollar canadien fit preuve d'un regain de vigueur, mais il s'affaiblit de nouveau en novembre et en décembre, et à compter d'octobre 1961 jusqu'au 22 juin 1962, on utilisa les ressources du Fonds des changes pour résister au déclin de la valeur du dollar canadien.

Dans les premiers stades de cet écoulement des réserves, les autorités firent des concessions aux pressions spéculatives en laissant la valeur du dollar canadien décliner. Comme la perte de réserves s'accroissait en janvier et février, on permit de nouveau au taux de s'ajuster, puis on s'efforça de retenir le dollar canadien aux environs de \$0.95 É.-U.

Le comportement du marché à la fin de février et en mars et le ralentissement des pertes de réserves en mars laissent penser que ce geste soulagea la pression spéculative. Mais en avril la pression se renouvela, et en plus de perdre 114.6 millions de devises le Fonds des changes s'engagea à terme à vendre pour 13 millions de dollars américains. Le 2 mai, le gouvernement annonça une dévaluation au niveau de \$0.925 É.-U., l'abandon formel du régime de taux variable du change, et l'adhésion aux règles du

Fonds monétaire international à l'effet de maintenir le cours du dollar canadien à moins de 1 p. 100 de part et d'autre de cette parité nouvelle de \$1.081 Can. pour \$1.00 É.-U., soit entre des cours extrêmes de \$1.070 et de \$1.092.

La dévaluation et l'adoption d'un taux fixe furent supportées par une hausse modérée des rendements sur les bons du Trésor. Ces mesures ne suffirent pas à étouffer les pressions spéculatives. Durant le mois de mai, les réserves officielles baissèrent d'un autre 102 millions et les engagements de vendre à terme augmentèrent de 72.6 millions. Le même phénomène se poursuivit durant les trois premières semaines de juin. Si l'on ne compte pas l'apport de 650 millions obtenu en vertu de secours financiers spéciaux de caractère international, les réserves officielles tombèrent d'un autre 334.1 millions au cours du mois de juin, et jusqu'au 22 juin les engagements de livrer à terme des dollars américains s'accroirent d'un autre 154.4 millions.

Les mesures annoncées le 24 juin 1962, qui réussirent à mettre fin à la crise, se divisent en deux groupes, un programme intérieur d'«austérité» et un support international puissant du dollar canadien. Des surtaxes sur les importations et une réduction des franchises accordées aux touristes revenant au pays fournirent une indication tangible d'une action directe pour réduire le déficit de la balance des comptes courants. Des restrictions au programme de dépenses du gouvernement, incluant le gel des salaires de la fonction publique, fournirent une indication d'une action directe pour réduire le déficit budgétaire. Une augmentation prononcée des taux d'intérêt à court comme à long terme imposa des restrictions additionnelles sur l'économie intérieure et servit à amorcer une entrée de capitaux. Ce dernier geste fut subséquemment complété par une émission à long terme de 250 millions de dollars É.-U. vendue par le gouvernement sur le marché de New York. L'assistance internationale prit la forme de traites sur le Fonds monétaire international équivalant à 300 millions É.-U. et de trocs réciproques de devises avec le Système fédéral de réserve et la Banque d'Angleterre se chiffrant à 350 millions É.-U. De plus, la Export-Import

Bank des États-Unis ouvrit un crédit en suspens de 400 millions É.-U. Dans le rapport annuel de la Banque du Canada pour 1962, le gouverneur souligna que quelques banques centrales de l'Europe occidentale avaient fait savoir qu'elles étaient prêtes, si on le désirait, à mettre des capitaux additionnels à la disposition de la Banque du Canada. L'ampleur du support international fourni et la rapidité avec laquelle il fut arrangé contribuèrent à restaurer la confiance dans le dollar canadien et jouèrent un rôle important pour soulager le fardeau imposé au Canada pour se remettre de cette crise.

Les mesures prises le 24 juin eurent un effet rapide sur la position des réserves officielles. Comme les documents du budget de 1962 le signalèrent, la position «comptant» en devises était tombée à environ 1,100 millions le 24 juin 1962, et il existait de plus d'importants engagements en cours résultant de ventes à terme. A la fin de l'année, les réserves officielles, sans compter un solde de 300 millions de secours financiers internationaux spéciaux, avaient atteint 2,239 millions. A mesure que la position des réserves s'améliorait durant la fin de 1962 et le début de 1963, la plupart des prises en juin furent rescindées. Les surtaxes sur les importations furent abolies, et les taux d'intérêt à long terme, qui avaient commencé à décliner vers la fin de l'été 1962, étaient maintenus vers la fin de l'année à des niveaux à peine supérieurs à ceux des premiers mois de 1962.

Le discours du budget du 13 juin 1963 proposa un certain nombre de mesures fiscales et autres susceptibles d'exercer un effet sur la balance des paiements. Ceci comprenait un impôt de 30 p. 100 sur la vente à des étrangers de compagnies inscrites à la cote d'une bourse canadienne, et un impôt semblable sur les ventes d'actions de ces mêmes compagnies pour une valeur de plus de \$50,000 par jour par un même vendeur. De plus, on offrait un traitement spécial aux actionnaires étrangers de compagnies dans lesquelles des Canadiens possédaient des participations de 25 p. 100 ou plus. On accordait à ces actionnaires une réduction de 15 p. 100 à 10 p. 100 de l'impôt retenu à la source, tandis qu'on augmentait de

15 p. 100 à 20 p. 100 l'impôt retenu à la source pour les actionnaires étrangers de compagnies dans lesquelles la participation des Canadiens n'atteignait pas 25 p. 100. Les entreprises manufacturières ou de transformation possédées par des Canadiens dans la proportion d'au moins 25 p. 100 recevaient la permission pour fins d'impôts de déprécier en deux ans leurs nouvelles immobilisations en machineries et outillages, tandis que les compagnies qui comptaient moins d'actions entre les mains de Canadiens ne recevaient pas ce privilège. Par après, on retira le projet d'impôt de 30 p. 100 sur les prises de contrôle, et on modifia le changement projeté de l'impôt retenu à la source sur les dividendes de façon à accorder aux actionnaires étrangers droit au taux de 10 p. 100 si au moins 25 p. 100 des actions votantes en circulation étaient disponibles pour être achetées par des Canadiens⁵. De plus, le discours du budget faisait allusion à des changements dans les tarifs douaniers—mis en vigueur depuis—ayant pour objet de réduire «très grandement» les importations nettes d'automobiles et de pièces.

Le 18 juillet, un peu plus d'un mois après le budget, le gouvernement des États-Unis proposa un «impôt d'égalisation des intérêts» dans le but d'augmenter le coût pour les étrangers d'emprunter ou de vendre des actions aux États-Unis sans avoir à faire augmenter le niveau général des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis⁶. Le

⁵ Ces changements peuvent entraîner une hausse des impôts retenus à la source aux États-Unis et ailleurs sur les participations croissantes des Canadiens dans les affaires étrangères, quoique la chose dépende du résultat de négociations concernant les accords fiscaux internationaux.

⁶ L'impôt proposé, lorsqu'il aura reçu force de loi, doit être en vigueur jusqu'à la fin de 1965 et s'appliquer rétroactivement à compter de l'été 1963. Il ne s'appliquera pas aux placements directs à l'étranger par les habitants des États-Unis ni à leurs achats d'actions de compagnies possédées majoritairement aux États-Unis et qui se négocient principalement aux États-Unis. Il ne s'appliquera pas non plus aux emprunts bancaires ou aux emprunts échéant en moins de 3 ans. Pour les emprunts de plus longue durée, l'impôt augmente selon une échelle de taux partant de 2.75 p. 100 pour les emprunts de moins de 3 ans et demi et allant jusqu'à 15 p. 100 pour les émissions de plus de 28 ans et demi. On propose d'accorder un certain nombre d'exemptions de caractère technique concernant les stocks des négociants en obligations étrangères revendues à des étrangers dans les 90 jours, les placements des syndicats ouvriers, et les placements à l'étranger des compagnies d'assurance à l'égard de leurs réserves sur polices dans les pays étrangers.

gouvernement canadien fit des représentations qui eurent pour effet de faire accorder une exemption pour les nouvelles émissions de titres canadiens, apparemment avec l'entente que ces émissions ne serviraient pas à augmenter les réserves de devises du Canada⁷. Les avoirs officiels du Canada en or et en devises, qui s'étaient maintenus à un niveau élevé durant les six premiers mois de 1963, tombèrent en juillet de 110.9 millions de dollars É.-U. (sans comprendre un remboursement de 79.7 millions sur les emprunts du F.M.I) et diminuèrent d'un autre 31 millions en août. Le 12 août, la Banque du Canada augmenta de 3½ p. 100 à 4 p. 100 son taux officiel d'escompte; mais par la suite les réserves augmentèrent de nouveau et les taux d'intérêt déclinaient.

LES IMPLICATIONS D'UN TAUX FIXE DU CHANGE POUR LA POLITIQUE

En pensant à ce que devra être la politique économique du Canada dans les années à venir, il est important de bien comprendre comment l'adoption d'un régime de taux fixe du change affectera les choix de politiques. Il y en a qui pensent que le régime que nous avons durant les années '50 nous permettait de poursuivre nos objectifs intérieurs sans avoir à nous soucier beaucoup des mouvements du taux du change; ils s'attendent donc à voir un régime de parité nécessiter des changements fondamentaux dans l'orientation de la politique économique, et les facteurs internationaux prendre le pas sur les besoins intérieurs. Il y en a d'autres qui croient que notre liberté de mouvements avec un taux variable n'était guère plus grande qu'elle l'est avec un taux fixe, et qui ont donc tendance à soutenir que les deux régimes se ressemblent beaucoup en pratique. En fait, la vérité semble résider quelque part entre ces deux sentiments: sous quelque régime que ce soit, le Canada n'est pas libre de fermer les yeux aux considérations d'ordre international; mais dans un régime de

taux fixe, il est relié de façon plus immédiate et plus directe à son entourage financier international, ce qui d'ailleurs est loin d'être toujours un désavantage pour le Canada.

Il est facile de comprendre pourquoi même des gens bien informés peuvent différer d'opinion sur ces questions. L'histoire du taux variable du change au Canada abonde en paradoxes apparents. C'était un taux qui pouvait fluctuer sans bornes explicites, et pourtant il resta très stable après la période initiale d'ajustement de 1950 à 1952. Cela tenait en partie à la nature des politiques économiques arrêtées au Canada. Ceci encore constitue un paradoxe au premier abord, car un taux variable est censé induire les autorités financières de la nation en tentation de poursuivre des politiques excessivement expansionnistes; et pourtant le Canada en 1958-1960 adopta des politiques de restriction du crédit au moment où le chômage se tenait à 6.7 p. 100 de la main-d'œuvre en moyenne. Le dernier acte de cette histoire du taux variable présente un troisième paradoxe. Lorsqu'il fut décidé d'employer les ressources du gouvernement pour contraindre le cours du dollar canadien à baisser, on aurait pu s'attendre à voir le gouvernement vendre des dollars canadiens sur une grande échelle. Mais en l'espace de quelques mois, le gouvernement devait en fait supporter le dollar canadien en vendant des dollars américains, à une échelle telle qu'on dut fixer le taux du change, puis adopter des mesures d'urgence pour préserver cette parité.

Nous en avons dit suffisamment précédemment pour indiquer que ces paradoxes sont plus apparents que réels. Le taux du change canadien n'avait pas besoin de fluctuer considérablement pour remplir son rôle. En fait, il est peu probable qu'un taux qui aurait fluctué davantage eut pu recevoir le même accueil international que celui qu'on faisait au taux canadien et qui est vital à l'opération de quelque régime de taux que ce soit. De plus, il aurait pu s'avérer difficile de contenir les oscillations d'un taux variable si elles avaient eu beaucoup d'amplitude. Si les politiques poursuivies par le Canada avaient conduit les gens à

⁷ Voir rapport du House Ways and Means Committee, n° 1036, décembre 1963, page 14; U.S. Government Printing Office.

croire que le taux du change pouvait varier au-delà de toutes bornes raisonnables, les courants de capitaux spéculatifs auraient pu devenir déstabilisateurs de façon violente. Par exemple, si alors que les autorités des États-Unis imposaient des restrictions monétaires et fiscales, le Canada avait adopté des politiques d'extrême relâchement du crédit et de très gros déficits gouvernementaux, ceci aurait pu déclencher des sorties de fonds spéculatives qui auraient précipité le taux du change plus bas que tout ce que nous avons vu ces dernières années. Ceci ne se serait peut-être pas produit à la première occasion. On ne dissipe pas du jour au lendemain la réputation acquise au cours d'une longue histoire de prudente gestion économique; et un programme de politiques qui aurait démenti cette histoire aurait bien pu être jugé comme un égarement temporaire. Mais s'il était devenu évident à force d'exemples qu'on ne devait plus espérer de retour à la prudence, les réactions auraient bien pu se faire plus violentes—tout comme elles pourraient l'être dans un régime de taux fixe où ce sont les réserves qui reçoivent les chocs. Les objections répandues, et exprimées parfois avec vigueur par des experts d'autres pays, contre les régimes de taux variable du change se fondent sur les effets perturbateurs de fluctuations de cette sorte du cours des devises. Mais ce n'est pas ce genre-là de régime de taux variable qui a régné en notre pays.

A la vérité, le reproche que l'on pourrait raisonnablement faire à notre taux variable du change est que la valeur internationale du dollar canadien est restée trop stable lorsque notre situation économique a subi une modification majeure. Une prime importante du dollar canadien et de fortes entrées de capitaux pouvaient convenir durant le boom d'investissements de 1955-1957; mais lorsque les conditions économiques se modifièrent, il eut été désirable d'arrêter nos politiques économiques de manière à faire baisser la valeur internationale du dollar canadien, le déficit de la balance des comptes et les entrées de capitaux. Si les conditions de crédit avaient été plus faciles, une partie des entrées de capitaux aurait été détournée, et la valeur du dollar canadien aurait

baissé. Cela aurait eu pour conséquence, avec le temps, de stimuler l'emploi, les revenus et l'épargne au pays. Les politiques que nous avons poursuivies en fait ont donc été très différentes de celles qu'aurait pu nous inspirer la liberté attribuée parfois à un régime de taux variable du change. Loin d'appauvrir ses voisins, le Canada adopta des politiques qui susciterent à la longue tellement de mécontentement concernant le niveau du taux du change que l'on chercha à s'en soustraire en intervenant directement sur le marché des devises.

Les résultats de cette intervention directe furent également moins paradoxaux qu'il semble à première vue. S'il est su que le gouvernement agit sur la marché dans le but avoué d'abaisser la valeur du dollar canadien, il est normal que cela fasse naître beaucoup d'inquiétude chez les autres membres du marché. Une fois que les gens devinrent persuadés de la probabilité d'une chute du cours, il s'avéra extrêmement difficile de les faire changer d'avis; en fait, il fallut des mesures d'urgences pour modifier leur sentiment.

Il n'y a qu'une différence de degré, et non de nature, entre les régimes de parité et de taux variable. Avec un taux variable du change, tout pays qui se soucie de ses devoirs envers la communauté des nations et de la stabilité de ses prix intérieurs va constater qu'il existe des limites tacites, sinon formelles, aux fluctuations du taux du change qu'il lui est possible de tolérer. Il ne peut donc modifier ses politiques sans égard à leurs conséquences pour la stabilité du taux du change. Avec un taux fixe, l'attention se porte d'abord sur les réserves plutôt que sur le taux, mais dans les deux cas les facteurs internationaux imposent des limites sur les politiques intérieures.

Avec un taux fixe, la politique monétaire et la gestion de la dette affectent la dépense intérieure et les courants internationaux de capitaux; mais puisque le taux du change est fixe, elles n'affectent pas par la même occasion le commerce international par le truchement de variations du taux du change. L'influence de la politique monétaire et de la gestion de la dette sur la dépense globale s'en trouve donc réduite d'autant. Ceci a conduit certains à suggérer que dans un régime de taux fixe, la politique monétaire et la gestion de la dette

devraient avoir pour rôle premier de protéger l'équilibre de la balance des paiements, laissant aux politiques fiscales et autres le premier soin de stabiliser la conjoncture intérieure. Nous avons déjà vu deux exemples, dans les étés de 1962 et 1963, d'augmentations des taux d'intérêt inopportunes du point de vue de la conjoncture intérieure mais que la position de nos paiements internationaux rendait nécessaires. Ces faits indiquent que le choix d'une régime de taux du change peut influencer le « dosage » des politiques, mais pas nécessairement que la politique monétaire doive toujours se consacrer exclusivement à la poursuite d'objectifs internationaux, ni que quand elle le fait la chose soit fatalement inopportune pour la poursuite des objectifs intérieurs.

Un régime de taux fixe modifiera également les effets d'un « dosage » donné de politiques, en renforçant l'influence de la politique fiscale. Les déficits et surplus fiscaux affectent les besoins financiers du gouvernement et influencent donc les conditions de crédit. Toutes autres choses étant égales, des déficits fiscaux tendent à faire monter les taux d'intérêt, et les surplus fiscaux à les abaisser; et il revient à la politique monétaire et à la gestion de la dette de tenir compte de ces facteurs pour faire régner les conditions de crédit appropriées aux circonstances. Si l'on n'adopte pas de telles mesures d'accomodement, dans un régime de taux variable les effets de la politique fiscale se trouveront amortis. Ainsi, l'influence expansionniste d'un déficit fédéral sera réduite, car ce dernier aura fait monter les taux d'intérêt, donc accroître les entrées de capitaux étrangers, donc hausser la valeur du dollar canadien⁸, donc défavoriser notre commerce en biens et services avec l'étranger. A l'opposé, un surplus fiscal aura tendance à faire baisser les taux d'intérêt, entraver les entrées de capitaux et se déprécier la valeur du dollar canadien; en conséquence, l'influence restrictionniste du surplus gouvernemental sera annulée en partie par une réaction sur la balance

des comptes courants. Dans un régime de taux fixe, cette chaîne d'effets frappe le niveau des réserves plutôt que le taux du change, et la politique fiscale ne déclenche pas de réactions adverses sur la balance des comptes courants.

On devrait normalement voir les politiques fiscales et autres tirer toutes dans le même sens, à moins que des facteurs internationaux ou autres n'exigent le contraire. Cependant, l'exemple que nous venons d'imaginer ne s'éloigne pas beaucoup de ce qui se passait en fait durant quelques-unes des années qui ont suivi 1957; et il aide à comprendre pourquoi les déficits fédéraux assez élevés de cette période, privés de l'appui d'une politique monétaire et d'une gestion de la dette appropriées, ne produisirent pas l'effet recherché sur la conjoncture intérieure. De toute façon, l'efficacité réduite de la politique monétaire et la puissance accrue de la politique fiscale, dans un régime de taux fixe du change, signifient que l'on doit conduire cette dernière de façon plus active pour réaliser ses objectifs intérieurs.

Si l'existence d'un taux fixe du change modifie la puissance comparée des divers instruments de la politique canadienne, et si elle peut inspirer un « dosage » différent de politiques, on aurait tort d'exagérer ces différences. Comme nous l'avons déjà souligné, nos recherches indiquent que des fluctuations modérées et temporaires du taux du change ont des effets à court terme assez restreints sur les courants de biens et de services; c'est dire que lorsque les changements de politique sont modérés et se produisent à chaque tournant des cycles à court terme, ils n'ont que d'assez faibles effets sur le commerce avec l'étranger. Et dans ce cas, la puissance relative des divers instruments de la politique n'est guère différente que le taux du change soit fixe ou variable.

La question cependant n'est pas tellement de savoir quelle est l'efficacité relative de chaque instrument de politique, mais plutôt quelle est la liberté d'action des autorités financières. On n'a pas normalement à décider s'il faut préférer la facilité fiscale et la restriction monétaire ou bien la restriction fiscale et la facilité monétaire, mais plutôt si une politique généralement expan-

⁸ Il se produira aussi quelques effets en sens contraire. Une politique fiscale expansionniste accroît la demande de produits importés et donc les besoins de devises. De plus, l'existence d'un déficit peut affaiblir la confiance dans la valeur à venir du dollar canadien et influencer le marché des devises.

sionniste du point de vue tant fiscal que monétaire est compatible avec la préservation d'une position financière solide envers l'étranger. Lorsque le taux du change est fixe et qu'il n'est pas question d'en changer la parité ni d'imposer des restrictions sur les importations, la liberté d'action des autorités dépend de l'importance des réserves officielles de devises et du montant par lequel on accepte de les voir varier. Si le taux du change est fixé à un niveau qui apporte des additions continues aux réserves, et que cela soit acceptable au pays comme aux étrangers, les autorités ne se sentiront pas trop gênées par des considérations de balance des paiements. De même, si les réserves sont très fortes, les autorités peuvent être prêtes à accepter des pertes considérables avant de laisser des facteurs de balance des paiements peser fortement sur leurs décisions relatives aux politiques intérieures.

Normalement, les réserves ne subiront pas de changements d'ampleur inquiétante, et les autorités devraient jouir d'une large mesure de liberté pour poursuivre leurs objectifs économiques intérieurs. Si l'ensemble des politiques est sain, il devrait même s'avérer possible de s'accommoder de grands mouvements de la position des réserves, même si ce n'était pas toujours sans quelque peine. Des additions massives aux réserves qui surviendraient en temps de prospérité ne pourraient pas être financées par le système bancaire sans faire accroître mal à propos la liquidité des banques, relâcher les conditions de crédit et alimenter les pressions inflationnistes⁹. En outre, bien qu'une augmentation des taux d'intérêt puisse alors être désirable du point de vue intérieur, elle pourrait simplement stimuler davantage les entrées de capitaux.

Si l'on espère que ces entrées seront temporaires, il existe une variété de techniques—comme des accords temporaires avec les banques au sujet de leurs coefficients de liquidité, ou des ventes de titres non négociables aux banques—auxquelles il est possible d'avoir recours pour financer ces

⁹ Ces entrées de devises ne posent pas de problèmes comparables en temps de ralentissement de la conjoncture, car des conditions de crédit faciles conviennent alors à la situation intérieure comme à la position internationale.

additions aux réserves. S'il devient évident que ces entrées de capitaux résultent de forces plus durables, les autorités se trouveront obligées de modifier le « dosage » de leurs politiques économiques. Elles devront réaliser de gros surplus fiscaux, autant pour obtenir les capitaux intérieurs requis par le financement des réserves que pour retenir l'essor des affaires, car elles devront laisser les taux d'intérêt plutôt bas pour ne pas accélérer les courants de capitaux¹⁰. Ceci suppose que les autorités canadiennes peuvent convaincre les autres gouvernements qu'elles ne font pas de tort à leur position internationale en accumulant des réserves, et persuader le public canadien qu'il est nécessaire d'augmenter leurs avoirs en or et en dollars américains qui rapportent peu de chose.

Des politiques fiscales appropriées prennent une importance d'autant plus grande dans un régime de taux fixe qu'en leur absence les prix intérieurs subiront des pressions plus fortes. Parce que ses augmentations de prix et de coûts de productions ne peuvent être facilement renversées, elles réduisent la capacité des autorités de combattre une récession subséquente, car elles auront affaibli notre position concurrentielle. Dans un régime de taux flexible du change, ces ajustements peuvent s'effectuer par le truchement de hausses du taux qui se renversent subseqüemment, bien que même dans ce régime les autorités doivent s'efforcer de contenir les prix et les coûts intérieurs de peur que ceux-ci n'entraînent des dévaluations continues et cumulatives de notre monnaie, à l'intérieur comme sur les marchés de devises.

Dans une situation opposée d'un écoulement abondant de réserves durant une période de ralen-

¹⁰ Si l'impôt d'égalisation des intérêts proposé par les États-Unis prend force de loi avec une exemption en faveur du Canada qui serait abolie si nos réserves devenaient excessives, cela pourrait réduire les emprunts des Canadiens à l'étranger dans les temps où la conjoncture intérieure serait forte. Cela réduirait donc les entrées de capitaux auxquelles les autorités canadiennes devraient faire face normalement lorsqu'elles resseraient les conditions de crédit intérieures. Cette mesure temporaire des États-Unis est cependant discutable à d'autres points de vue, et notamment parce qu'elle peut empêcher le Canada d'accumuler des réserves suffisantes durant ces périodes afin d'être en mesure de défendre la parité du change en des temps moins favorables.

tissement des affaires au Canada, les autorités peuvent avoir besoin de demander des secours internationaux et de provoquer quelque hausse des taux d'intérêt au pays. Si l'écoulement persiste et qu'il faille maintenir les taux d'intérêt à un niveau supérieur à celui que les objectifs intérieurs feraient désirer, il faut compter davantage sur des mesures fiscales pour stimuler l'économie ainsi que sur d'autres types de politiques visant à améliorer de façon fondamentale la position relative de nos coûts de production.

On soutient parfois que l'on pourrait surmonter les difficultés qu'un régime de taux fixe peut parfois créer aux autorités en faisant de ce taux un «cran ajustable» susceptible d'être déplacé assez fréquemment. La logique économique autant que les accords actuels de paiements internationaux indiquent clairement que l'on doit changer la parité lorsqu'il existe des déséquilibres de caractère fondamental. Par exemple, il serait permis et nécessaire d'ajuster le taux si les facteurs de base qui déterminent la demande de produits importés ou exportés changeaient profondément, ou si la structure des coûts et des prix canadiens se transformait beaucoup relativement à ceux d'ailleurs, ou si les courants de capitaux se déplaçaient massivement et devenaient déstabilisateurs de par leur grosseur ou leur nature. D'autre part, on ne peut modifier fréquemment la parité d'une monnaie importante comme celle du Canada sans créer un climat d'incertitude grave pour la production, le commerce et les courants de capitaux. Si le marché venait à croire que le taux peut être facilement changé, le premier soupçon de difficultés dans un sens ou dans l'autre déclencherait une poussée spéculative sur le dollar canadien du genre de celle qu'on a connue en 1962.

S'il n'est pas question de modifier fréquemment le taux du change, il y aura donc des moments où le taux sera sous-évalué, eu égard aux conditions qui règneront, et d'autres moments où il sera surévalué. Des changements considérables dans les réserves fourniront souvent le mécanisme d'adaptation à ces situations; mais on ne peut nier que des gains ou des pertes continus de réserves limiteront la faculté des autorités d'arrêter des

politiques appropriées à la poursuite de leurs objectifs intérieurs. Étant donné la sensibilité des courants internationaux de capitaux, il pourra être possible d'atténuer la portée de ces limitations en ajustant la politique monétaire et la gestion de la dette selon les facteurs internationaux et en comptant davantage sur les politiques fiscales et autres pour atteindre les objectifs purement intérieurs. Il existe cependant des limites à cette solution, et il n'est que réaliste de reconnaître que les facteurs internationaux exerceront parfois dans l'avenir, comme ils l'ont fait dans le passé, une influence décisive sur les choix de politique économique du pays.

Un taux flexible paraît avoir certains avantages pour la situation du Canada, en ce qu'il assure un peu plus de liberté et d'efficacité à la politique monétaire intérieure; mais il ne faut pas exagérer ces avantages. Le taux flexible du change du Canada était trop élevé après 1957, en partie à cause des politiques de crédit intérieures; mais il n'est pas sûr que des politiques plus appropriées auraient donné un taux du change complètement adapté à la structure de nos coûts et de nos prix relatifs. Si l'on avait considéré que le taux variable du change ne déclinait pas suffisamment, on aurait pu vouloir établir une parité à un niveau plus bas, au moins rendu en 1960 quand le déséquilibre de notre position compétitive internationale devint évident. Un régime de parité nous aurait donné les avantages d'un climat de certitude qui aurait encouragé nos industries à faire les ajustements de production, par l'exportation pour faire concurrence aux importations, qui s'imposent pour que l'économie se rapproche davantage d'une situation de plein emploi.

Les autorités ne peuvent pas échapper aux conséquences de leurs politiques intérieures à l'égard de notre position financière internationale, quel que soit le régime de taux du change, sauf qu'un régime de taux fixe peut attirer l'attention publique plus rapidement et plus dramatiquement sur les conséquences de gestes mal inspirés. Cependant, lorsqu'on établit une parité basse dans un régime de taux fixe, de sorte qu'on ne s'aperçoit pas immédiatement des conséquences internationales d'une inflation intérieure, de mauvaises

politiques au pays ne se refléteront pas tout de suite dans les réserves de devises. De plus, des changements fortuits de la balance des paiements aux comptes courants ou aux comptes de capitaux peuvent masquer temporairement les conséquences internationales des politiques intérieures. Ce qui reste indiscutable, c'est qu'aucun régime du change ne peut empêcher les autorités de mal gérer nos affaires. De même, l'un et l'autre régime permettent d'obtenir de bons résultats économiques, même si la position spéciale du Canada limitera probablement la liberté intérieure des autorités et pourra les obliger à la longue à modifier le taux du change plus souvent que d'autres pays industriels devraient le faire. En fin de compte, ce n'est pas le régime de taux du change en vigueur mais une politique intérieure capable de préserver l'efficacité et la souplesse de l'économie qui constitue l'essentielle condition du maintien d'une position financière extérieure viable et solide.

LE FONDS DES CHANGES ET LES MOUVEMENTS DE CAPITAUX À COURT TERME

Sous le régime de taux variable du change, le Fonds des changes n'avait qu'un rôle très limité, mais lorsqu'il fut décidé d'intervenir sur le marché des devises vers la fin de 1960, les tactiques à employer prirent une importance considérable. Le Fonds des changes conduisit des opérations étendues, à terme comme au comptant; mais dans la crise qui survint alors, il fallut adopter d'autres mesures pour restaurer la confiance. Il reste à savoir si, avec des conditions plus favorables et des pressions spéculatives moins fortes, il y aurait moyen de combiner des politiques de crédit intérieures avec des opérations à terme du Fonds des changes afin de surmonter des difficultés temporaires qui s'annoncent trop sérieuses pour être résolues commodément grâce à des changements dans les réserves officielles de devises.

Nous avons montré dans des chapitres précédents comment les courants internationaux de

capitaux obéissent aux différences de taux d'intérêt et d'abondance relative des fonds; et nous avons noté que beaucoup de ces capitaux circulent sans se protéger par des opérations de contrepartie. Quand un émetteur canadien, par exemple, vend aux États-Unis des titres à long terme libellés en monnaie américaine, il doit porter le risque que le taux du change varie pendant la durée de son emprunt de façon à annuler, et davantage, l'économie de coûts d'intérêt qu'il réalise en empruntant à l'étranger. S'il lui était possible de passer un contrat à terme qui lui garantirait, cinq, dix ou quinze ans à l'avance, le prix qu'il aura à payer pour les dollars américains nécessaires au remboursement de sa dette, il pourrait se financer avec la protection d'une contrepartie. Mais il n'est normalement pas possible de passer des contrats à terme de cette durée, et l'emprunteur (ou le prêteur, si l'émission est remboursable en fonds canadiens) doit supporter un risque de change. Il existe aussi des mouvements de capitaux à court terme, sensibles aux différences de rendement et de disponibilité des fonds, qui souvent n'ont pas de contrepartie. D'après les faits que nous avons étudiés, et d'après l'analyse des variations dans les comptes de capitaux de la balance des paiements, il semble qu'une bonne partie de ces mouvements de fonds consistent en fluctuations des comptes à payer et à recevoir. Par exemple, lorsque le crédit se resserre au Canada, les filiales canadiennes d'entreprises étrangères paraissent obtenir des avances un peu plus fortes de leurs sociétés-mères par le jeu des soldes en comptes courants entre compagnies, tandis que les importateurs obtiennent généralement plus de crédits commerciaux de l'étranger.

Cependant, ce n'est pas la règle générale de voir des capitaux à court terme se déplacer sans contrepartie, car le profit qu'ils font en s'orientant en fonction des différences de taux d'intérêt peut facilement se transformer en perte à la suite d'une faible oscillation du taux du change. Ces mouvements de capitaux ont donc tendance à s'accompagner d'une contrepartie—c'est-à-dire d'une vente à terme de la devise en question pour faire

pendant à l'achat comptant. Les réserves officielles sont évidemment affectées de manière bien différente, selon que ces courants de capitaux à court terme se déplacent avec ou sans contrepartie. S'il était de règle de voir des mouvements non protégés, une augmentation proportionnelle des taux d'intérêt à court terme au Canada attirerait de gros courants de capitaux qui persisteraient aussi longtemps que l'écart entre les taux d'intérêt en cause resterait suffisamment prononcé. Mais si ces mouvements de capitaux sont protégés, les choses se passent de façon différente. Des taux d'intérêt relativement élevés au Canada vont attirer des capitaux étrangers, qui s'accompagneront cependant de ventes à terme de fonds canadiens pour se protéger contre le risque du change. En conséquence, le cours à terme du dollar canadien va rapidement baisser au point où il n'y a plus d'avantage net à placer des fonds au Canada. Dans la mesure où la prime à terme sur le dollar américain pousse, par exemple, nos exportateurs à augmenter leurs ventes à terme de devises et nos importateurs à en réduire leurs achats, nos réserves officielles de devises auront tendance à s'accroître immédiatement plutôt que plus tard.

Même si le mouvement net de capitaux à court terme peut prendre fin rapidement, de forts courants bruts dans les deux sens peuvent persister. Comme nous l'avons souligné au chapitre 15, des mouvements protégés de capitaux à court terme dans une direction rendent possibles et suscitent souvent des mouvements de même nature dans la direction contraire. Si un achat comptant et une vente à terme de fonds canadiens sont contrebalancés par des transactions privées en sens contraire, les réserves officielles d'or et de fonds américains n'en sont pas affectées. Un trésorier d'entreprise canadienne peut être attiré par le rendement d'un dépôt de «troc» dans une banque à charte canadienne et placer ses surplus de fonds dans un dépôt en dollars américains qu'il revend à terme. Ces transactions peuvent, par exemple, financer des prêts de la banque à des négociants en valeurs de New York jusqu'à l'échéance de la vente à terme. Les transactions comptant et à terme en sens contraire pour contrebalancer les premières peuvent être celles d'un capitaliste

américain qui achète du papier d'entreprises au Canada et vend à terme les dollars canadiens qu'il en recevra à l'échéance. Evidemment, si le trésorier d'entreprise canadienne avait acheté lui-même le papier d'entreprise au Canada et que le capitaliste américain avait prêté lui-même à des négociants en valeurs de New York, il ne se serait pas produit de courants de capitaux dans les deux sens. Les prêteurs et emprunteurs primaires auraient fourni ou reçu le même volume de fonds sans qu'il y ait de transactions sur le marché des devises. Des intermédiaires financiers ont rendu service à des clients qui ont des préférences déterminées quant aux valeurs qu'ils veulent acquérir ou aux dettes qu'ils veulent assumer; et dans la mesure où ces transactions se contrebalancent, elles n'ont pas d'effet net sur les réserves officielles.

Cependant, si un mouvement protégé de capitaux à court terme se produit en direction du Canada dans un temps où par ailleurs de pures ventes à terme de fonds américains sont provoquées par une hausse du cours à terme du dollar américain, nos réserves officielles augmenteront. Ce qui se sera passé en fait (par l'intermédiation d'une banque), c'est que le Fonds des changes aura reçu les fonds américains vendus comptant alors que leur rachat à terme en contrepartie aura été satisfait grâce aux pures ventes à terme dues à la hausse du cours. Ainsi les réserves officielles augmenteront dans l'immédiat, quitte à perdre cette addition à l'échéance des transactions. De la même manière, si le Fonds des changes est prêt à faire des «trocs» en vendant lui-même à terme des dollars américains qu'il achète comptant, les réserves officielles augmenteront grâce à des mouvements protégés de capitaux à court terme vers le Canada.

On a souvent suggéré que le Fonds des changes conduise des opérations à terme comme moyen important de prévenir des pertes de devises. Par exemple, si le public s'inquiète de la valeur future du dollar canadien et achète à terme beaucoup de fonds américains, le cours à terme du dollar américain va monter. Toutes autres choses restant égales, cela rendra plus profitable de transférer des capitaux à court terme aux États-Unis et exercera une pression sur les

réerves officielles de devises. Mais si les autorités sont prêtes à s'engager à livrer des fonds américains à terme, elles peuvent empêcher la hausse du cours à terme et donc retenir les transferts de capitaux à court terme. Si la perte de confiance dans la valeur future du dollar canadien n'est que temporaire, ceux qui ont acheté à terme plus de fonds américains qu'ils en avaient besoin vont renverser leurs transactions; et l'on aura étouffé le danger dans l'œuf.

Certains sont allés jusqu'à soutenir que si le Fonds des changes fait preuve d'audace suffisante dans ses opérations à terme, il peut par ce seul moyen bloquer une ruée sur le dollar. Leur argument est que si les autorités ont confiance qu'il n'existe pas de déséquilibre fondamental ni de nécessité de modifier la parité de notre monnaie, elles peuvent sans danger souscrire pratiquement sans limites à des engagements de livrer des devises. Elles peuvent même punir la spéculation, en conduisant leurs opérations de telle sorte que, bien qu'elles aient permis aux spéculateurs d'obtenir sur leurs ventes à terme un meilleur prix que si elles n'étaient pas intervenues, elles les forcent à payer encore plus cher pour renverser leur position. Une limite indiscutable à l'emploi de cette technique est que les spéculateurs doivent accepter sans hésitation ces engagements de livrer des devises dans l'avenir. De plus, si la situation de base demandait de procéder à une dévaluation, ces lourdes obligations à terme imposeraient de fortes pertes aux autorités.

Pour 1950, lorsque le Fonds des changes acheta à terme des fonds américains sur une grande échelle, on peut soutenir que ce genre de tactique ne pouvait réussir parce qu'il existait un déséquilibre fondamental. En 1962, le Fonds des changes s'engagea à livrer à terme des fonds américains pour 239 millions. Il est difficile de savoir jusqu'où il lui aurait fallu se rendre s'il avait voulu poursuivre cette action; mais en une seule semaine, du 15 au 22 juin, ses engagements augmentèrent de 119 millions. De plus, le marché craignait que l'on décide d'imposer des contrôles sur les devises; et ces craintes se seraient facilement amplifiées à mesure que les

engagements du Fonds des changes auraient grandi.

Ceci ne veut pas dire que des opérations à terme par les autorités soient sans utilité. A notre avis, il existe un vaste champ d'action pour ce genre d'opérations, conduites unilatéralement ou en coopération avec d'autres gouvernements et banques centrales¹¹. Cette coopération est devenue maintenant particulièrement vitale, vu la convertibilité généralisée des devises et la facilité avec laquelle des pressions spéculatives internationales peuvent se déclencher. Nous espérons que le Canada assumera un rôle utile pour améliorer les défenses contre ces attaques spéculatives sur les marchés de devises. Notre régime de taux fixe du change rend la chose particulièrement importante, car—nous l'avons noté—ce régime imposera parfois de fortes fluctuations et qui progresseront souvent rapidement, dans nos réserves officielles de devises.

Il est impossible de déterminer à quel niveau le Canada devrait porter ses réserves pour lui permettre de s'adapter sans à-coups, et en retenant le maximum de liberté d'action, à l'évolution des conditions intérieures ou internationales. Mais les réserves doivent certainement être plus fortes que dans un régime de taux variable; et le public doit apprendre à ne pas attacher une importance exagérée à des changements de réserves qui, si importants soient-ils en chiffres absolus, ne révèlent pas de difficultés sérieuses. Le niveau idéal des réserves ne sera pas non plus constant; il dépendra de facteurs comme l'importance et l'évolution de notre commerce extérieur et de notre balance des comptes, et comme la nature et le volume de nos engagements internationaux et des courants de capitaux. Il dépendra également de la rapidité et de la suffisance avec laquelle les déséquilibres de notre balance des paiements s'ajusteront d'eux-mêmes, et facteur très important, de nos moyens d'accès à des secours financiers temporaires de l'étranger.

De même, il ne serait ni possible ni désirable de fixer des règles rigides ou mécaniques pour

¹¹ Nous croyons que l'on devrait normalement dévoiler les engagements à terme souscrits par les autorités, mais pas avant un délai raisonnable.

la conduite des opérations comptant ou à terme des autorités. Elles doivent être inspirées par les circonstances du moment; mais il est certain qu'un régime de taux fixe obligera les autorités à opérer activement et continuellement sur le marché. On nous a loué la résolution et l'habileté dont les autorités ont fait preuve dans leurs opérations sur le marché des devises, et nous ne voyons pas de motif de modifier le régime présent selon lequel la Banque du Canada gère le Fonds des changes à titre d'agent du ministre des Finances. Remettre les réserves de devises à la Banque du Canada, qui les détenait avant la guerre, ne servirait pas à grand chose, pourrait mêler les responsabilités, et demanderait à la banque centrale de conduire davantage d'opérations d'«open market» ou autres pour annuler les effets des fluctuations des réserves de devises sur les encaisses des banques.

AUTRES POLITIQUES POUR INFLUENCER LA BALANCE DES PAIEMENTS

Nous avons surtout considéré jusqu'ici l'influence des instruments généraux de la politique sur la balance des paiements. Nous avons tiré la plupart de nos exemples de la période 1953-1963, alors que les comptes courants de la balance des paiements furent continuellement en déficit. On a assisté à de vifs débats sur la question du déficit lui-même comme au sujet de quelques-unes des politiques proposées pour le réduire. Certains ont soutenu presque dès le début que le déficit était un mal, qu'il indiquait un refus des Canadiens de pourvoir eux-mêmes au développement de leur économie, et qu'il contribuait à accroître les participations des étrangers que nous avons décrites au chapitre 5. Ceux qui adoptèrent ce point de vue déploraient le déficit même durant des années comme 1955-1957 quand il fallait obtenir des ressources étrangères pour satisfaire à la demande du boom d'investissements de ce temps-là. Lorsque la conjoncture s'affaiblit après 1957, ils soulignèrent les effets dépressifs du déficit des comptes courants; mais l'essence de leur opinion était qu'un déficit important est indésirable quel que soit l'état de la conjoncture.

Un point de vue plus nuancé a été présenté par d'autres qui n'ont pas été beaucoup inquiétés par les participations et le contrôle des étrangers et qui pensent qu'il n'y a pas de motif de refuser d'utiliser des capitaux étrangers pour ajouter à l'épargne intérieure durant les périodes d'essor rapide de l'économie. A leur opinion, le point crucial est l'état de la conjoncture au Canada. Si la demande est excessive par rapport à la production, il faut alors faire appel aux ressources de l'étranger. Si l'activité économique se ralentit, on n'a pas besoin d'un apport net de ressources étrangères au sens physique; mais on peut quand même avoir besoin de courants bruts de capitaux dans les deux sens pour fournir notre plein rendement, étant donné surtout que les investissements directs des étrangers en usines et outillages nouveaux augmentent souvent l'investissement global plutôt que d'en remplacer une partie. On ne peut dire la même chose de l'achat du contrôle d'entreprises canadiennes déjà existantes, bien qu'on en retire souvent des avantages sous forme de savoir-faire technique ou administratif et de relations commerciales. En conséquence, les partisans de cette thèse ne critiquaient pas le déficit durant les années de prospérité économique, mais ils commencèrent à s'en préoccuper quand il apparut qu'une partie des courants de capitaux avait des effets dépressifs sur l'économie canadienne dans notre régime de taux variable du change.

Il existe autant de divergences d'opinions au sujet des moyens qu'il fallait prendre après 1957 pour réduire le déficit. Certains ont préconisé des mesures qui eussent frappé directement les courants de capitaux ou les courants commerciaux ou les deux. Par contre, beaucoup d'autres n'étaient pas prêts à appuyer des politiques qui eussent affecté spécialement les placements étrangers ou le commerce extérieur, car ils soutenaient que les entrées de capitaux excessives d'après 1957 tenaient aux vices de notre politique monétaire ou de la gestion de notre dette.

Les mesures directes que l'on a proposées se répartissent en deux catégories: celles qui cher-

chent à modifier directement l'équilibre des comptes courants, et celles qui visent les transactions financières. Ces deux types de mesures ont des effets différents selon que le régime du change repose sur un taux fixe ou sur un taux variable. Dans un régime de taux variable, une action directe pour réduire certaines importations courantes de biens et services tend à faire hausser le taux du change. Mais ceci a pour effet de réduire les exportations et d'augmenter les autres importations, annulant ainsi tout ou partie de l'effet des mesures directes sur l'équilibre de la balance des comptes courants. Si cette action directe restreint plutôt les entrées de capitaux, elle rend l'offre de dollars canadiens relativement trop abondante sur le marché des devises, provoque une dépréciation du taux du change et déclenche un processus qui avec le temps amènera un déclin du déficit des comptes courants. Dans ce dernier cas, on pourra aussi voir quelque annulation de l'effet des mesures directes au sein même des comptes de capitaux, car une réduction de certaines entrées de capitaux peut resserrer les conditions de crédit au pays et stimuler les entrées d'autres formes de capitaux. Le premier cas également pourra conduire à l'apparition d'effets indirects, notamment si les entraves au commerce extérieur augmentent nos coûts de production ou suscitent d'autres réactions au pays susceptibles d'affecter notre croissance économique et de restreindre l'investissement global.

Dans un régime de taux fixe du change, par contre, des contrôles sur les transactions en comptes courants ne provoqueront pas de fluctuations du taux du change pour en annuler les effets. De la même manière, des restrictions directes sur la circulation des capitaux ne déclencheront pas un processus d'ajustement des comptes courants par le jeu du taux du change. Ce sont plutôt les réserves officielles de devises qui en recevront le principal contrecoup, en se réduisant si ce sont les entrées de capitaux qui sont contrôlées, et en augmentant si ce sont les importations de marchandises que l'on restreint.

Cependant, beaucoup de ceux qui prennent des mesures directes préconisent que l'on affecte simultanément les comptes courants et les comptes

de capitaux de la balance des paiements. Dans un régime de taux variable du change, le dollar canadien se déprécierait si l'on restreint uniquement les entrées de capitaux, mais non si l'on impose des restrictions compensatrices des importations de biens et services. Dans un régime de taux fixe, sauf si les réserves de devises sont fortes et en croissance, des mesures pour freiner les entrées de capitaux peuvent susciter des problèmes d'équilibre de la balance des paiements à moins d'être compensées par des restrictions directes sur les comptes courants. Alternative-ment, des restrictions sur les importations pourraient provoquer une telle augmentation des réserves de devises qu'il faudrait prendre action pour freiner les entrées de capitaux.

Comme il ressort clairement de nos analyses antérieures, on ne manque pas d'exemples de mesures directes qui ont affecté la balance des paiements du Canada; mais nous n'avons pas pensé devoir les étudier en détail. Il est évident qu'il n'y a pratiquement pas de limites à la variété des techniques que l'on peut concevoir et que l'on a conçues pour gêner la circulation des marchandises ou des capitaux. Aussi la question clef n'est pas de savoir comment le faire mais si l'on a raison de la faire. On doit d'abord se rappeler que toutes les politiques économiques sont interdépendantes. Par exemple, entraver les investissements étrangers qui contribuent à notre essor économique impose un coût en termes de ralentissement de notre rythme de croissance; des variations de nos politiques de crédit plus ou moins accentuées que celles d'autres pays affectent inévitablement les courants internationaux de capitaux; et des tarifs douaniers élevés ou d'autres politiques qui ont pour effet d'accroître nos coûts de production ne peuvent manquer d'affecter la situation concurrentielle de notre industrie sur les marchés mondiaux¹².

En second lieu, une fois que l'on a pris des mesures économiques de portée internationale, celles-ci ont tendance à produire des effets dura-

¹² Beaucoup d'entreprises sont venues établir des usines au Canada dans le but de tirer parti de la structure de nos tarifs douaniers; ce facteur a contribué à accroître l'importance des participations étrangères dans notre économie autant qu'à l'impuissance de certains établissements à livrer concurrence sur les marchés d'exportations.

blés. Il est toujours dangereux de vouloir résoudre un problème temporaire en posant des gestes dont les conséquences se feront sentir durant plusieurs années, après même que les conditions auront complètement changé. Dans la situation du Canada, par exemple, on ne peut sensément envisager d'imposer des contrôles sur les devises pour faire face à une situation d'urgence temporaire en temps de paix. Abstraction faite de la probabilité que cela ne constitue qu'un cataplasme prenant la place des remèdes plus fondamentaux que la situation demanderait probablement d'appliquer, ces mesures auraient des effets persistants sur les courants de capitaux en profondeur et alimenteraient des pressions spéculatives contre le dollar canadien au premier signe du moindre affaiblissement de notre position extérieure. On peut dire pratiquement la même chose des changements fréquents dans les taux d'imposition à la source. Il reste vrai néanmoins que quelques pays industriels ont imposé des contrôles permanents sur certains types de mouvements de capitaux, dont quelques uns sont actuellement en voie d'être adoucis, et que certains pays ont fait des règlements concernant l'acquisition ou la formation chez eux de compagnies par des étrangers; ces règlements imposent fréquemment que les nationaux aient une participation dans ces compagnies, sujet à certaines conditions. Mais ces mesures ne sont pas susceptibles de changer fréquemment et n'ont pas pour but de frapper les investissements déjà existants. Ces cas soulignent le fait qu'un pays qui adopte ce genre de politique doit être prêt à en accepter les conséquences pour longtemps.

Un troisième point à ne pas perdre de vue lorsqu'on modifie une situation internationale donnée, c'est que les citoyens du pays ne sont pas seuls affectés. Des gestes qui touchent les intérêts des autres pays ouvrent la porte à des mesures rétroactives. On n'est donc jamais sûr des conséquences ultimes, économiques et politiques, de tel ou tel geste. Comme nos politiques économiques internationales peuvent créer des torts graves à nos propres intérêts, on doit en peser la portée avec soin à l'égard de nos objectifs intérieurs de productivité, de plein emploi et de stabilité des prix.

Un quatrième aspect du problème en ce qui concerne le Canada est la division des pouvoirs entre les gouvernements fédéral et provinciaux. Comme les provinces ont juridiction sur les richesses naturelles, il existe des limitations, politiques autant que juridiques, au degré d'influence que le gouvernement fédéral peut prétendre exercer sur les investissements des étrangers.

Enfin, on doit se rappeler que, pour la politique économique internationale aussi bien qu'intérieure, une série de mesures mineures visant à des buts secondaires est un mauvais succédané pour une politique d'ensemble orientée dans la bonne direction. Si nous désirons occuper une position financière internationale viable et solide, et si nous ne voulons pas dépendre à l'excès des capitaux étrangers quand nous avons des ressources disponibles au Canada, ce qu'il nous faut d'abord est d'avoir une économie efficace, compétitive et capable de s'adapter. De même, si nous désirons accroître la participation des Canadiens dans leur industrie, ce qu'il faut d'abord est accroître les revenus des Canadiens, augmenter l'attrait des placements en actions, et veiller à ce que notre régime financier et nos institutions financières n'entravent pas nos progrès dans cette direction.

LA COOPÉRATION INTERNATIONALE ET LE RÉGIME DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Vu la vocation particulière de l'économie canadienne au commerce international et ses liens étroits avec les autres marchés financiers, le Canada a un intérêt tout spécial à ce que le régime des paiements internationaux fonctionne sans heurts et à ce que les pays coopèrent le plus possible pour atteindre leurs objectifs de plein emploi, de productivité croissante et de stabilité des prix. Des accords internationaux fructueux rehaussent les chances du Canada de pouvoir poursuivre des politiques intérieures appropriées à ses besoins à long terme, car ils réduisent les dangers que d'autres pays adoptent des politiques commerciales ou financières trop restrictionnistes. De plus, ils peuvent atténuer considérablement les

pénibles problèmes d'ajustement intérieur à des crises temporaires de devises; les secours financiers massifs fournis par l'étranger en juin 1962 fournissent un exemple frappant du caractère précieux de ces arrangements.

Malgré l'importance du régime des paiements internationaux pour le Canada, on n'attachait pas beaucoup d'importance à cette question dans notre pays à l'époque où nous avons un taux variable du change. Durant quelque dix ans, nous n'avons pas eu à accorder beaucoup d'attention au niveau de nos réserves de devises, car les fluctuations du taux accomplissaient les ajustements nécessaires. De plus, comme nos réserves ne variaient guère, les autres pays ne se préoccupaient pas directement des effets de nos actions sur leurs propres réserves. L'expérience canadienne d'un taux variable du change suscitait assez d'intérêt à l'étranger, mais il ne semble pas que cela se soit beaucoup reflété dans les études concernant les divers modes possibles d'organisation des paiements internationaux. Cela tient en partie au fait que nos deux associés les plus intimes, la Grande-Bretagne et les États-Unis, sont les principaux banquiers du monde, et que l'expérience canadienne n'avait pas d'application directe pour des pays dont la monnaie constitue la principale forme de devises internationales.

Depuis une couple d'années, cependant, le Canada a commencé à porter une attention beaucoup plus aiguë au régime des paiements internationaux. La crise du change, et les secours étrangers qui aidèrent à la combattre, ont mis à l'ordre du jour les institutions et les accords existants pour faire face à ce genre de difficultés. De plus, l'adoption d'un régime de parité du change demande de surveiller plus étroitement les variations de nos réserves de devises. Il est donc naturel que le souci de notre propre position en réserves nous ait rapidement conduit à nous intéresser à la question de la suffisance des réserves pour le monde entier.

Nous avons déjà dit que l'environnement économique et politique où le régime des paiements internationaux opère a beaucoup changé depuis l'époque du «gold standard». Les gouvernements

se tiennent responsables du maintien du plein emploi, et ceci leur demande d'être prêts à utiliser les instruments généraux de la politique économique pour influencer le niveau de la dépense. A moins que tous les grands pays adoptent de telles politiques, les efforts d'un seul pour exécuter des programmes expansionnistes peuvent affecter la balance de ses paiements. Même si tous s'efforcent de réduire le chômage, il peut se produire des différences notables—pour des causes technologiques, structurelles ou politiques—dans le rythme d'accroissement des prix à l'intérieur de chaque pays. Aussi, si les coûts de production et les prix d'un pays montent plus rapidement que ceux de ses principaux associés commerciaux, ce ne sera qu'une question de temps avant que l'affaiblissement de sa position concurrentielle n'amène des problèmes de balance des paiements. De plus, l'évolution de la demande et de la technologie dans le monde peut affecter différents pays de manières différentes et peut en obliger certains à choisir entre un ajustement de leur taux du change ou une révision de leurs objectifs nationaux de productivité et de plein emploi.

La manière la plus évidente pour un pays de concilier ses objectifs intérieurs avec l'équilibre de sa position internationale est de décider unilatéralement de changer la valeur internationale de sa monnaie ou la hauteur de ses obstacles au commerce extérieur, incluant ses contrôles sur les devises. On utilisa largement ce genre de technique durant l'entre deux guerres, mais une dévaluation faite par un pays amenait ordinairement les autres à en faire rapidement autant; les effets de la première dévaluation étaient ainsi annulés, et davantage, mais dans l'intervalle les courants commerciaux et financiers avaient souffert du climat d'incertitude ainsi créé. Bref, il devint apparent qu'un pays ne pouvait réussir à modifier la valeur internationale de sa monnaie que si les autres ne rivalisaient pas avec lui en matière de dévaluation. On arriva à des conclusions semblables concernant l'utilité des restrictions monétaires, tarifaires ou autres sur les courants commerciaux et financiers. Si un pays agit seul de cette façon, il peut réussir à modifier sa balance

des paiements; mais si les autres pays ne veulent pas en accepter les conséquences sur leurs propres balances des paiements, ils peuvent en annuler les effets en imposant des restrictions semblables. Une augmentation générale des contrôles sur les devises ou des autres entraves au commerce pourra donc laisser intacts les problèmes de déséquilibres initiaux, tout en réduisant les courants commerciaux et financiers et en faisant tort à tous les pays.

Les accords de Bretton Woods en 1944 au sujet du régime des paiements internationaux, alors qu'on établit le Fonds monétaire international (F.M.I.), découlaient naturellement des problèmes de l'entre-deux-guerres. Comme les dévaluations, au moins celles effectuées par les grands pays, ne pouvaient en pratique avoir d'efficacité que si les autres pays consentaient à les tolérer, on fit l'accord sur les conditions qui rendraient acceptable un changement de parité. Tout changement de parité projeté, qui avec tous les changements précédents dépassait 10 p. 100 de la parité initiale, devait être approuvé par le Fonds. De même, toute restriction sur les paiements courants, sauf les restrictions instaurées pour la période de transition d'après guerre en vertu de l'article XIV de l'accord du F.M.I., devait être approuvée par le Fonds. Ainsi deux des façons les plus évidentes d'éluider les contraintes d'une économie mondiale étaient assujetties à une approbation internationale.

Bien que plusieurs pays eussent invoqué les permissions de l'article XIV, tous les grands pays d'Europe, incluant le Royaume-Uni, se soumirent le 15 février 1961 à l'obligation de rendre leur monnaie convertible, établie par l'article VIII. Sous l'empire de cet article, ils acceptaient de ne pas recourir à des restrictions sur les devises, à des pratiques de parités multiples ou à des dispositions accordant un traitement différent à différents possesseurs de devises. Si l'un de ces pays désirait à l'avenir recourir à ce genre de mesures, il devrait en obtenir la permission préalable du Fonds. Aussi peut-on dire en général que tout pays important ne peut instaurer de contrôles sur les devises sans approbation internationale, sous

peine d'être privé de la faculté d'accès aux ressources du Fonds.

Bien que plusieurs pays aient manifesté quelques regrets attardés envers les restrictions sur les devises, on ne peut en dire autant des dévaluations. Ceci peut être dû pour une part à une situation spéciale. Les dévaluations importantes de 1949 placèrent la plupart des devises dans une position concurrentielle favorable vis-à-vis le dollar américain. Ces dernières années, les deux pays qui ont été aux prises avec des difficultés continues, le Royaume-Uni et les États-Unis, se sont laissés influencer par leur position spéciale de banquiers internationaux. Il se peut que si d'autres pays industriels que les États-Unis voyaient la position de leurs paiements se détériorer, la dévaluation acquerrait un prestige renouvelé comme remède à leurs difficultés. Toutefois, on a montré beaucoup de répugnance jusqu'ici à changer les taux de parité (sauf chez certains pays moins développés) et on pourra fort bien conserver la même attitude à l'avenir.

Cette situation impose de fortes tensions sur le régime des paiements internationaux et les réserves de devises. S'il n'est plus question en pratique d'établir des restrictions sur les devises et si l'on répugne à modifier les parités, les conflits entre les objectifs intérieurs d'un pays et l'équilibre de sa position internationale peuvent devenir très aigus. Ce sont ces conflits qui forment le cœur de la présente controverse sur le sujet de la liquidité internationale. Dans un régime de taux fixes des changes, les nations ne peuvent s'écarter le moins longtemps d'un état d'équilibre donné que si elles peuvent et veulent consentir à d'importants changements dans leurs réserves de devises. Même là, cela ne signifie évidemment pas que les pays peuvent laisser leur économie évoluer à une allure différente de celle de leurs principaux correspondants commerciaux; quels que soient les arrangements de liquidité en vigueur, chacun doit tôt ou tard s'ajuster au monde qui l'environne.

Ceux qui pensent que l'on devrait ajuster son économie intérieure plutôt tôt que tard sont d'avis que les réserves internationales (où l'accès à ces réserves) ne doivent que suffire à traverser

des difficultés temporaires, comme des crises de courte durée qui peuvent être surmontées à bref délai par l'adoption de mesures d'urgence agissant rapidement sur l'économie intérieure. Ces gens soutiendront qu'à la longue les patrons et les ouvriers comme les gouvernements vont réaliser que les facteurs internationaux restreignent étroitement leur liberté d'action et qu'ils vont modifier leurs attitudes et leurs lignes de conduite au sujet des prix, des salaires et des autres facteurs qui affectent la position concurrentielle du pays. D'autres pensent que les réserves devraient être assez importantes pour faire face à de forts et persistants courants à sens unique de devises, lorsque les pays s'efforcent de résoudre un problème de déséquilibre international par des remèdes à longue portée et en sacrifiant le moins possible leurs objectifs économiques intérieurs.

Ainsi, le débat en cours sur la question de la liquidité internationale porte au fond sur le degré de rapidité et de liberté avec lequel les pays devraient ajuster leurs politiques intérieures. Tous reconnaissent qu'on ne peut éluder à la longue les limitations imposées par l'appartenance à une économie mondiale, et qu'on ne doit accorder de crédits internationaux, à l'instar de crédits privés, que pour des fins constructives et non pour permettre à des emprunteurs irresponsables d'échapper aux conséquences de leurs actes. Néanmoins, il subsiste une grande différence entre un régime qui obligerait à ajuster pratiquement sans délai ses politiques intérieures aux exigences internationales et un régime qui laisserait plus de latitude pour déterminer le moment et la manière d'agir de façon à concilier les deux ordres d'exigences.

Des développements majeurs sont survenus ces dernières années dans les arrangements de paiements mondiaux, et des modifications additionnelles sont présentement à l'étude. A la vérité, dans quelques années d'ici ceux qui s'intéressent à la finance internationale pourront référer à notre temps comme à un point tournant de l'évolution du régime des paiements. Les ressources que commande le Fonds monétaire international ont considérablement augmenté, grâce d'abord à une hausse de 50 p. 100 des quotas pour les

porter à quelque 15.3 milliards de dollars¹⁸, puis par un accord général d'emprunt selon lequel dix pays, dont le Canada, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et les grands pays d'Europe continentale, ont convenu sous conditions de prêter au Fonds des sommes qui se totalisent à 6 milliards. Ajoutées aux réserves d'or du monde de quelque 39.2 milliards et aux autres réserves de devises de 23.3 milliards—surtout sous forme de dollars américains et de livres sterling—ces réserves internationales équivalent à environ 60 p. 100 des importations mondiales annuelles de 140 milliards. Cependant, le rapport entre les réserves et le volume du commerce international est plus faible qu'en 1953, alors qu'il se tenait à environ 80 p. 100, et plus faible évidemment qu'en 1937, alors qu'il était égal à 100 p. 100 du volume beaucoup plus petit du commerce mondial.

Il n'existe pas de relation simple entre le niveau idéal des réserves internationales et le commerce mondial. L'importance des réserves dépend de leur répartition entre les pays, de la gravité et de la durée des déséquilibres internationaux, de la possibilité de recevoir d'autres formes de secours internationaux, et de la volonté de chaque pays d'éviter les gestes qui font tort à la prospérité mondiale. Néanmoins, il existe un sentiment général que les réserves internationales doivent être augmentées afin de prévenir de futurs problèmes. Notamment, il existe un danger que les principaux pays conduisent des politiques monétaires et commerciales trop restrictives dans un effort futile pour grossir leur part d'un stock limité de réserves, et qu'ils soient forcés de sacrifier leurs objectifs intérieurs de productivité et de plein emploi en poursuivant ces efforts.

¹⁸ Le quota du Canada est fixé à 550 millions de dollars américains. Les droits pour un pays de tirer sur le Fonds sont de nature complexe (voir *Statistiques financières internationales*, sept. 1963, page 7; publication du F.M.I.); en résumé, un pays a droit plus ou moins automatiquement d'emprunter jusqu'à un quart de son quota, et il peut emprunter jusqu'à 100 p. 100 de son quota sujet à des conditions relatives aux politiques qu'il poursuit. Pour emprunter davantage, il doit obtenir une permission spéciale du Fonds. Le Fonds est maintenant prêt à ouvrir des crédits laissés en suspens; ceci assure au pays emprunteur accès automatique à des secours jusqu'à concurrence du crédit ouvert.

Il y en a beaucoup qui pensent que le F.M.I. ou quelque autre institution internationale largement représentative devrait servir d'instrument principal pour améliorer le présent régime. L'évolution pourra peut-être se faire dans ce sens, mais il y a plusieurs raisons qui font croire que l'initiative viendra probablement d'ailleurs en grande partie. Le personnel du Fonds ne compte actuellement qu'un petit nombre de spécialistes en matière de banque centrale internationale, alors que les banques centrales et Trésors nationaux sont assez forts en ce domaine. Ce fait même reflète l'hésitation des gouvernements à se servir davantage des cadres du Fonds, en partie à cause du grand nombre de ses membres et de leur manque d'homogénéité. Une grande partie des prêts de routine et de l'activité courante du Fonds découle de ses relations avec les pays sous-développés dont les problèmes sont très différents de ceux des pays industriels. Ces derniers ont donc une tendance, facile à comprendre, à discuter de leurs problèmes de façon bilatérale ou dans des organismes, comme l'Organisation pour le développement et la coopération économique ou la Banque des règlements internationaux, dont les membres se recrutent exclusivement parmi des pays aux intérêts et problèmes semblables. Aussi, plusieurs progrès récents dans le domaine de la finance internationale se sont réalisés hors des cadres du F.M.I., surtout par des accords bilatéraux négociés par les États-Unis.

Les vastes responsabilités des États-Unis à titre de banquier international ont fourni un bon point de départ pour ces développements, qui ont reçu un élan additionnel du fait des problèmes de devises des Américains. Les pays en déficit démontrent plus d'imagination que les pays en surplus d'habitude pour développer de nouvelles techniques de solution des problèmes de paiements. Les États-Unis obtiennent un surplus important dans leurs comptes courants et sont un gros créancier international; mais leurs investissements à long terme à l'étranger et leurs programmes d'assistance internationale ont provoqué un accroissement de leurs dettes à court terme. De plus, leur stock d'or—qui avait atteint un sommet de plus de 24.5 milliards en 1949—a

décliné pour toucher 15.6 milliards à la fin de 1963. On considérerait cette déperdition d'or comme une chose désirable dans les premiers temps, car les États-Unis possédaient une trop grande partie de l'or monétisé du monde jusque vers la fin des années '50. Mais les réserves d'or des États-Unis ont maintenant touché le point où les Américains croient essentiel de prévenir le danger qu'une liquidation de leurs dettes à court terme provoque d'autres pertes excessives. Ils ont donc développé des techniques qui permettent d'économiser l'or et qui détournent les gouvernements et banques centrales à l'étranger de convertir en or leurs fonds en dollars.

Dans certains cas, il s'est agi de problèmes temporaires que l'on a résolus en faisant des «troc» de devises. Lorsqu'une banque centrale étrangère acquiert pour une courte période des dollars qu'elle convertirait en or dans le cours normal des choses, le Système fédéral de réserve tire sur un crédit préalablement ouvert par cette banque centrale et l'utilise pour racheter les dollars pour la période du «troc». La transaction pourra se renverser à l'expiration de cette période, et l'on aura évité un déplacement d'or temporaire; par cette transaction, en pratique, la banque centrale étrangère aura obtenu une garantie contre le risque du change, ce qui l'aura dissuadée d'acheter de l'or. Si l'acquisition de dollars par une banque centrale ou gouvernement étranger ne paraît pas de nature temporaire, on a recours à une autre technique. Le Trésor des États-Unis vend des titres spéciaux libellés dans la monnaie de divers pays européens—notamment l'Italie, la Suisse, la Belgique et l'Autriche—aux banques centrales et Trésors étrangers, et en utilise le produit pour racheter les dollars. Ceci encore garantit les gouvernements et banques centrales de l'étranger contre les risques du change sur une partie de leurs avoirs en dollars¹⁴.

¹⁴ Le total des crédits de «troc» ouverts par 10 banques centrales et la Banque des règlements internationaux se chiffrait par 1,550 millions à la fin d'août 1963. Et les obligations en cours du Trésor des États-Unis payables en devises s'élevaient à l'équivalent de 705 millions à la même date; cinq banques centrales et un gouvernement y étaient concernés. Le solde débiteur net de la Réserve fédérale en vertu de ces crédits de «troc» se chiffrait par 73 millions au début de septembre.

On a également eu recours à ces trocs, ainsi qu'à des crédits consentis au Trésor des États-Unis, pour financer de vastes opérations à terme et comptant sur le marché des devises lorsque des poussées spéculatives temporaires mais fortes ont menacé la stabilité du marché. Ces crédits sont remboursés lorsque la situation s'est raffermie, ou ils sont consolidés par des émissions d'obligations en devises. Par exemple, des opérations à terme en marks allemands en juin 1961 atteignirent un sommet en cours équivalant à 340 millions de dollars américains; de même un déplacement total de quelque 175 millions dans la balance des paiements avec la Belgique pour l'année terminée avec octobre 1963 fut financé grâce à des accords de «trocs» et des émissions du Trésor dans ce pays, pour économiser les réserves d'or¹⁵. En pratique, ces techniques ont créé des réserves internationales supplémentaires, que les autorités peuvent utiliser pour arrêter des courses sur les réserves existantes. De plus, les pays qui ont eu besoin temporairement de réserves additionnelles ont pu tirer sur ces crédits de troc, ou sur des crédits ouverts à ce propos par les banques centrales du monde: par exemple, le Canada en 1962, et la Grande-Bretagne pour 900 millions de dollars au début de 1961. Enfin, les banques centrales ont opéré de concert sur le marché de l'or à Londres pour empêcher des remous spéculatifs de dégénérer en conversions massives des monnaies en or.

Ce sont là pour le moment des expédients temporaires, mais si ce «temporaire» est suffisamment prolongé, et si ces accords prennent un caractère régulier et portent sur des montants assez considérables, on aura franchi un grand pas pour laisser aux pays le temps requis pour ajuster leur position en profondeur au besoin. L'annonce faite par les États-Unis qu'ils sont disposés à acquérir des monnaies étrangères pourrait porter sur des sommes considérables et pour des périodes prolongées. S'ils le faisaient dans les années où l'équilibre de leurs paiements

redeviendra fort, les pays qui ont accumulé des réserves d'or et de dollars américains depuis quelques années ne seraient pas obligés de puiser dans ces réserves; leurs propres monnaies serviraient plutôt à grossir les réserves que les États-Unis accumuleront en prévision de l'avenir.

Les événements récents ont eu comme bon côté d'amener les gouvernements, les banques centrales et les institutions internationales à considérer avec réalisme le problème et ses solutions possibles. En même temps, les propositions variées que l'on a formulées pour réformer le régime financier international ont attiré beaucoup d'attention et ont alerté les corps législatifs et les milieux financiers du monde concernant le besoin d'une étude approfondie de ces questions. Lors de la réunion de 1963 du Fonds monétaire international, il fut décidé de conduire deux études sur le problème de la liquidité internationale, l'une par le F.M.I. et l'autre par des représentants des dix pays signataires de l'Accord général d'emprunts.

A notre opinion, il est de l'intérêt de notre pays de voir les réserves internationales s'accroître graduellement, moyennant des règles appropriées contre les emprunts irréfléchis, afin que les autorités nationales disposent du temps requis pour ajuster leur position internationale tout en conservant quelque liberté d'action pour la poursuite de leurs objectifs intérieurs.

Une solution possible, mais que nous ne favorisons pas, serait d'augmenter le prix de l'or. La décision à ce sujet revient aux États-Unis, et les gouvernements canadiens se sont sagement abstenus de faire des déclarations à ce propos. Augmenter le prix de l'or avantagerait sans doute le Canada en tant que pays producteur d'or—surtout si cela survenait en un temps où nous souffririons de chômage—et contribuerait à augmenter la liquidité internationale. Mais, sauf pour une influence assez négligeable sur la production annuelle d'or, il s'agirait là d'un gros changement abrupt et effectué une fois pour toute, qui ne réglerait pas le problème d'une manière permanente. (Nous écartons l'idée de petits changements qui ne feraient que déclencher des poussées spéculatives dans l'attente de changements addi-

¹⁵ Pour une description complète, voir les excellents articles de la *Revue mensuelle* de la Banque fédérale de réserve de New York; octobre 1962, mars 1963 et octobre 1963.

tionnels.) Abstraction faite de la répartition inéquitable des avantages qu'il apporterait (les bénéficiaires principaux seraient les pays producteurs d'or et ceux qui conservent de fortes réserves d'or, tandis que ceux qui ont fait leur part pour améliorer la liquidité internationale en conservant plutôt leurs réserves en devises seraient pénalisés), cette solution pêche par manque de discrétion et de graduation, éléments essentiels d'une solution durable au problème de la liquidité internationale¹⁶. Comme dans le cas des systèmes financiers intérieurs, que l'on ne fait plus dépendre des aléas de la production d'or, la réponse aux problèmes du système financier international se relie à la gestion intelligente d'un stock croissant d'instruments de crédit plutôt qu'à la manipulation du prix de l'or.

Cependant, quelle que soit la solution ultime des problèmes à venir de liquidité mondiale, il vaut la peine de noter que le Canada trouva sa propre réponse à ces problèmes durant les années '50 avec son régime de taux variable du change qui oscillait dans des bornes étroites. Cette réponse pourrait avoir quelques applications pour d'autres pays dont la monnaie n'est pas utilisée comme devise de réserve, car un tel régime ne demande pas de fortes réserves pour opérer, ce qui soulagerait d'autant la pression sur le stock actuel d'instruments liquides internationaux. La solution qui paraît avoir le plus de chance d'être adoptée, cependant, est un système par lequel les pays pourront résoudre les conflits entre leurs objectifs intérieurs et internationaux en ayant accès à des sources additionnelles de réserves internationales. Quoi qu'il en soit, il est certain que les études et les expériences récentes nous amèneront des suggestions constructives qui aideront aux progrès du régime des paiements internationaux.

Nous voudrions insister, en concluant, sur l'idée que les meilleurs arrangements de paiements internationaux, tout essentiels qu'ils soient

pour que l'économie mondiale ait un rendement satisfaisant, ne peuvent garantir le succès à une nation dans la poursuite de ses objectifs. Beaucoup dépend de la sagesse avec laquelle chaque pays, principalement les grands pays commerciaux, administreront leurs affaires. Néanmoins, plus les gouvernements nationaux coopéreront entre eux et coordonneront leurs efforts pour réaliser des progrès économiques durables et de hauts niveaux d'emploi, plus nous aurons de chances de voir s'établir le sain climat international indispensable à l'accomplissement de nos objectifs.

CONCLUSION

A notre avis, la parité actuelle de \$0.92½ É.-U. est un bon taux du change pour le Canada, et un taux que nous espérons voir maintenu pour longtemps. Que des changements de parité viennent à s'imposer dans un avenir plus lointain dépendra des événements futurs, incluant ceux qui modifieront le régime des paiements mondiaux. Quels que soient les arrangements financiers, toutefois, l'économie canadienne restera sujette à des pressions découlant de l'orientation du commerce et des investissements dans le monde, et notre liberté d'action s'en trouvera restreinte. Nos politiques financières, surtout notre politique monétaire et la gestion de notre dette, ne pourront jamais être conduites sans égard pour leurs conséquences internationales, et un taux fixe du change fera en sorte que nous ne puissions l'oublier. Ce régime de taux fixe va amener d'amples déplacements dans nos réserves de devises, et il va nous demander de temps à autre de conduire de vastes opérations sur le marché des devises pour résister aux pressions spéculatives. En même temps, il va falloir que notre politique monétaire et la gestion de notre dette, en cherchant à favoriser la poursuite de nos objectifs intérieurs, se concilie raisonnablement avec les nécessités à court terme de notre position économique internationale.

La meilleure manière pour nous de conserver une position financière solide vis-à-vis l'étranger est de gérer habilement notre économie inté-

¹⁶ On peut présumer que les banques centrales du monde pourraient neutraliser les pressions inflationnistes suscitées par les conséquences monétaires d'une hausse de prix de l'or, quoique cette hausse pourrait induire certains pays à adopter des politiques malsaines.

rière. Même si nous avons dit au chapitre 5 que notre endettement envers l'étranger ne constitue pas un fardeau excessif, nous avons souligné que des politiques financières inappropriées peuvent attirer plus de capitaux étrangers qu'il est utile ou nécessaire d'en recevoir dans les temps de ralentissement économique. Il n'y a pas de doute que des courants bruts de capitaux continueront de se produire dans les deux sens, et que nous recevrons un apport net de ressources étrangères pour compléter l'épargne nationale dans les périodes de prospérité; mais nous ne croyons pas que le pays ait besoin de dépendre fortement des capitaux étrangers en tout temps, et surtout pas quand il

existe des ressources inutilisées au Canada. Comme pour les autres aspects de la politique, nous aurons plus de chances de réussir en cette matière si nous adoptons des mesures fondamentales pour améliorer le caractère concurrentiel et la capacité d'adaptation de notre économie que si nous nous attaquons seulement aux symptômes des problèmes. Dans cette tâche, des mesures constructives de coopération internationale pour réaliser le plein emploi et la stabilité des prix ont un rôle important à remplir, et le Canada doit prendre une part active aux efforts accomplis pour améliorer les arrangements de paiements monétaires et autres visant à cette fin.

LA POLITIQUE FISCALE

Notre étude sur les politiques concernant la monnaie, la gestion de la dette et le taux du change nous a forcément amenés à attacher beaucoup d'importance à la politique fiscale, c'est-à-dire aux programmes d'impôts et de dépenses du gouvernement. Cette politique a de l'importance, qu'on la considère au sens strict ou au sens large. Dans l'immédiat, les impôts et les dépenses déterminent les besoins de trésorerie du gouvernement qui, à leur tour, influent sur les décisions des autorités en ce qui a trait à la monnaie et à la dette. Et de façon générale, la politique fiscale du gouvernement contribue dans une grande mesure à créer le climat économique dans lequel les autres politiques doivent s'appliquer. Nous nous occuperons, dans ce chapitre, du rôle que les programmes d'impôts et de dépenses de l'État peuvent tenir en vue de réaliser les objectifs de la politique.

Il ressort clairement de notre analyse précédente qu'il faut espérer fortement que le gouvernement sera capable de se servir efficacement de la politique fiscale. Si le passé nous instruit sur l'avenir, les forces intérieures et internationales qui conditionnent la conjoncture canadienne joueront tantôt à assurer un niveau satisfaisant de la demande globale associée à une stabilité raisonnable des prix, et tantôt de manière à provoquer soit des pressions inflationnistes excessives et des hausses de prix prononcées, soit une demande insuffisante et un chômage répandu. Lorsqu'on prévoit ce genre de situation, on doit modifier les politiques de manière à atténuer

autant que possible l'excès ou l'insuffisance de la demande. Nous en sommes venus à la conclusion que si ce déséquilibre de la demande prend des proportions majeures, il est presque certain que même un recours judicieux aux seuls instruments concernant la monnaie, la dette et le taux du change ne permettrait pas d'obtenir le résultat désiré dans un délai raisonnable. Nous devons donc accepter le fait que, périodiquement, il faudra s'appuyer fortement sur des politiques fiscales et autres si l'on veut réaliser ses objectifs.

Nos recherches ont confirmé que la politique monétaire et la gestion de la dette ont en ces dernières années influé sur la dépense, en faisant varier les conditions de crédit; mais elles nous ont également convaincus que les résultats qu'on peut en attendre pour amortir les fluctuations à court terme de la conjoncture sont strictement limités. Pour les périodes dépassant la courte durée des cycles économiques, elles peuvent bien avoir des effets plus prononcés. Il peut être possible, si l'on dispose d'assez de temps, de faire varier les conditions de crédit sur une plus grande portée, et en particulier, de modifier notablement les taux d'intérêt à long terme. En outre, sur une période de plusieurs années, tous les effets directs et indirects des changements dans les conditions de crédit auront eu le temps de se faire sentir dans toute l'économie. Néanmoins si les politiques monétaires ne s'accompagnent plus désormais de modifications dans le taux du change, elles auront sur la demande de biens et services des effets plus faibles qu'à certains moments dans le passé.

Nous avons considéré s'il serait possible de remédier à la faiblesse relative de la politique monétaire et de la gestion de la dette en utilisant ces instruments sur une plus grande portée qu'il est convenu de le faire. Mais des changements majeurs dans les conditions de crédit au Canada par rapport à ceux qui se produisent dans les autres pays influent sur les courants de capitaux qui traversent nos frontières. Ces courants à leur tour influent sur le taux du change ou sur les réserves de devises ou sur les deux à la fois; mais dans un régime de taux fixe du change, ce sont surtout les réserves qui en subissent les effets. Pour des raisons intérieures aussi bien qu'internationales, il y a une certaine limite aux fluctuations que l'on peut tolérer dans les réserves, et par conséquent à la possibilité de faire varier les conditions de crédit. En imposant des contrôles sélectifs sur le crédit, il serait possible d'étendre la portée des changements dans les conditions de crédit tout en atténuant les effets sur les courants internationaux de capitaux qui affectent nos réserves de devises; mais, à notre avis, ces instruments sont trop peu précis et trop arbitraires dans leurs effets pour qu'on y ait recours autrement qu'en temps d'urgence. Nous voyons encore plus d'inconvénients à l'application d'autres genres de contrôles directs. C'est ainsi que nous sommes acculés à dire qu'il y aura des moments où un recours énergique à l'instrument fiscal sera essentiel à la poursuite d'une politique efficace de stabilisation, même s'il n'en assurera pas infailliblement le succès.

L'idée que les gouvernements devraient formuler leurs programmes d'impôts et de dépenses de façon à atténuer les fluctuations dans le secteur privé de l'économie n'est pas nouvelle. En fait, cette thèse date d'au moins cinquante ans, et davantage dans certaines de ses versions; mais elle ne fut généralement pas acceptée avant la grande crise des années '30. A cette époque, lorsque les gouvernements nationaux furent aux prises avec un fléchissement catastrophique de l'emploi et de la production, la réaction de beaucoup d'entre eux fut d'abord de réduire plutôt que d'augmenter leurs dépenses. Cette réaction s'inspirait surtout de la croyance répandue dans le

public qu'il fallait chercher à équilibrer les budgets, une croyance que l'on peut probablement le mieux définir en disant qu'il s'agissait d'une règle pratique développée à l'expérience par les collectivités pour refréner les tendances à l'extravagance de leurs représentants. Si les chefs politiques doivent assumer la tâche désagréable de lever des impôts supplémentaires lorsqu'ils veulent poser le geste plutôt populaire d'augmenter les dépenses, ils seront portés à faire preuve de retenue lorsqu'ils décideront de dépenser. De plus, dans une situation de plein emploi, si les dépenses de l'État s'accroissent sans prélèvement d'impôts additionnels, la demande globale de biens et de services deviendra trop forte et les prix monteront. Comme protection à la fois contre l'extravagance et l'inflation, le public a adopté la coutume de juger un budget d'après un critère simple. Est-il en équilibre, ou sinon, dans quelle mesure ne l'est-il pas? Cela peut être un critère raisonnable et sensé lorsqu'on l'applique sur une période d'années; mais si l'on veut lui faire dire que les gouvernements devraient équilibrer leurs budgets chaque année, il devient incompatible avec le devoir supérieur des gouvernements de formuler leurs politiques d'impôts et de dépenses de façon à stabiliser et équilibrer l'économie.

L'idée première de se servir de la politique fiscale comme d'un instrument pour amortir les fluctuations de la conjoncture est assez simple. Quand le secteur privé de l'économie crée un niveau de la demande inférieur à celui qui peut soutenir la prospérité des affaires et un haut niveau d'embauche, c'est une idée raisonnable que de suggérer au gouvernement de suppléer à cette demande en exécutant des travaux publics utiles. A l'inverse, dans les temps où le niveau de la demande privée est trop élevé et qu'il s'exerce sur la capacité de production disponible une pression qui fait monter les prix, le gouvernement peut soulager la tension qui s'exerce sur la main-d'œuvre et les ressources physiques en différant dans la mesure du possible ses propres dépenses. Des suggestions de ce genre apparurent en fait dès avant la première guerre mondiale. Mais cette sorte de politique implique qu'on modifie la règle des budgets équilibrés. On perdra la plus grande

partie de l'effet stimulateur d'une augmentation des dépenses du gouvernement en travaux publics au cours d'une récession, si l'on impose de nouveaux impôts pour financer ces travaux additionnels. Car à mesure que l'essor des dépenses du gouvernement accélérera les courants de dépenses et de revenus au sein de l'économie, les impôts plus lourds réduiront d'autant les revenus des entreprises et des particuliers et auront tendance à les faire réduire leurs dépenses. Donc le gouvernement doit se financer davantage par l'emprunt que par l'impôt, c'est-à-dire qu'il doit avoir des budgets déficitaires, durant les périodes de récession. Inversement, durant les périodes de demande excessive, il ne faut pas réduire les impôts simplement parce que le gouvernement réduit ses dépenses. Si on le fait, on annule une bonne part de l'effet de soulagement obtenu en réduisant les dépenses gouvernementales, car on augmente d'autant les revenus, et donc les dépenses, de ceux qui constituent le secteur privé de l'économie. La conclusion qui en découle est que le gouvernement doit, dans les périodes de demande excessive, projeter de percevoir plus de revenus que ce qu'il faut pour acquitter ses dépenses, c'est-à-dire qu'il doit budgéter des surplus.

Donc, même si la politique fiscale de l'État se borne, du point de vue de la stabilisation, à planifier le calendrier des travaux publics de façon à fournir de l'emploi durant les périodes de récession et à économiser les ressources nationales en périodes de prospérité excessive, cela demande d'accepter tantôt des déficits et tantôt des surplus. Le pas suivant consiste à reconnaître qu'on peut obtenir des effets de stabilisation semblables en modifiant le niveau des impôts au lieu de, ou en plus de, modifier les dépenses du gouvernement en biens et services. Si le niveau de la demande est trop bas, une réduction des impôts sans réduire les dépenses du gouvernement va augmenter les revenus des particuliers et des entreprises et provoquer une augmentation nette de la dépense et de l'emploi dans le secteur privé. Quand le gouvernement a beaucoup de difficultés à augmenter ses dépenses en investissements communautaires durant une période de récession, ou si le changement qu'il peut effectuer est trop modeste compa-

rativement à la déficience de la demande, une réduction des impôts constitue un moyen supplémentaire de stimuler l'économie. Inversement, une augmentation des impôts renforce les effets d'une coupure dans les travaux publics en période de demande excessive. En combinant ainsi des modifications dans les taux d'impôts et dans les programmes de dépenses, on peut produire des déficits ou des surplus considérables durant certaines années; mais si les ajustements de la politique se font aux bons moments et si les montants en jeu ne dépassent pas le besoin de stabiliser la conjoncture, ce genre de politique peut apporter une contribution précieuse à la réalisation des objectifs économiques de l'État.

Que le Canada ait besoin de cette sorte de politique fiscale de plus grande portée, la chose a été officiellement reconnue, il y a près de vingt ans, dans le Livre blanc sur l'emploi et le revenu national où le gouvernement formula comme objectif majeur de sa politique «un niveau élevé et stable de l'emploi et du revenu». Il y était reconnu que cet objectif ne pourrait être atteint que si, entre autres choses, le gouvernement était prêt à enregistrer des surplus ou des déficits selon que l'exigerait la situation économique et ne cherchait à réaliser l'équilibre budgétaire que sur une période de plus d'un an.

«Le gouvernement sera prêt, devant une menace de chômage, à accepter les déficits et les augmentations de la dette nationale résultant de sa politique de l'emploi et du revenu, que cette politique doive, selon les circonstances, être poursuivie en augmentant les dépenses ou en réduisant les impôts. En périodes de plein emploi et de revenus élevés, les plans budgétaires viseront à produire des surplus. La politique du gouvernement consistera à contenir la dette nationale dans des limites raisonnables et à maintenir un équilibre approprié de ses budgets sur des périodes plus longues qu'un an.»

Bien que ces vues aient été acceptées jusqu'à un certain point, les gouvernements successifs d'après-guerre ont été portés à s'excuser de leurs surplus ou de leurs déficits, même en des années où c'eût été un abandon de leur devoir de pré-

senter un budget équilibré. Comme résultat, le public n'est pas facilement arrivé à comprendre et à appuyer une politique fiscale efficace, ce que à son tour le gouvernement est venu à considérer comme une entrave à son action. C'est un cercle vicieux qui a déjà été partiellement rompu et qui a besoin de l'être encore. Il est nécessaire de faire clairement reconnaître que l'une des fonctions principales du gouvernement canadien consiste à ordonner ses programmes d'impôts et de dépenses de manière à contribuer à un niveau élevé d'emploi, à la stabilité des prix, à la productivité de l'économie et à la solidité de la position internationale du pays. Cela requerra tantôt un excédent des recettes de l'État sur ses dépenses, tantôt un état d'équilibre et, en d'autres occasions, un excédent des dépenses sur les recettes. Des politiques fiscales conçues pour réduire le gaspillage du chômage et des ressources inutilisées ou pour prévenir les torts et les injustices de l'inflation s'accordent parfaitement avec le strict souci d'efficacité et d'économie au sein du gouvernement et se concilient avec une grande variété d'opinions concernant la grosseur que le secteur gouvernemental devrait avoir. Elles ne s'opposent pas non plus sérieusement au développement d'une structure bien équilibrée de la fiscalité, même s'il est sans doute plus facile de formuler des politiques d'impôts et de dépenses sans se soucier du besoin de stabiliser l'économie. Bref, une politique fiscale efficace est tout à fait compatible avec un gouvernement de stature raisonnable, qui utilise à bon escient les ressources nationales et qui lève ses revenus de façon judicieuse.

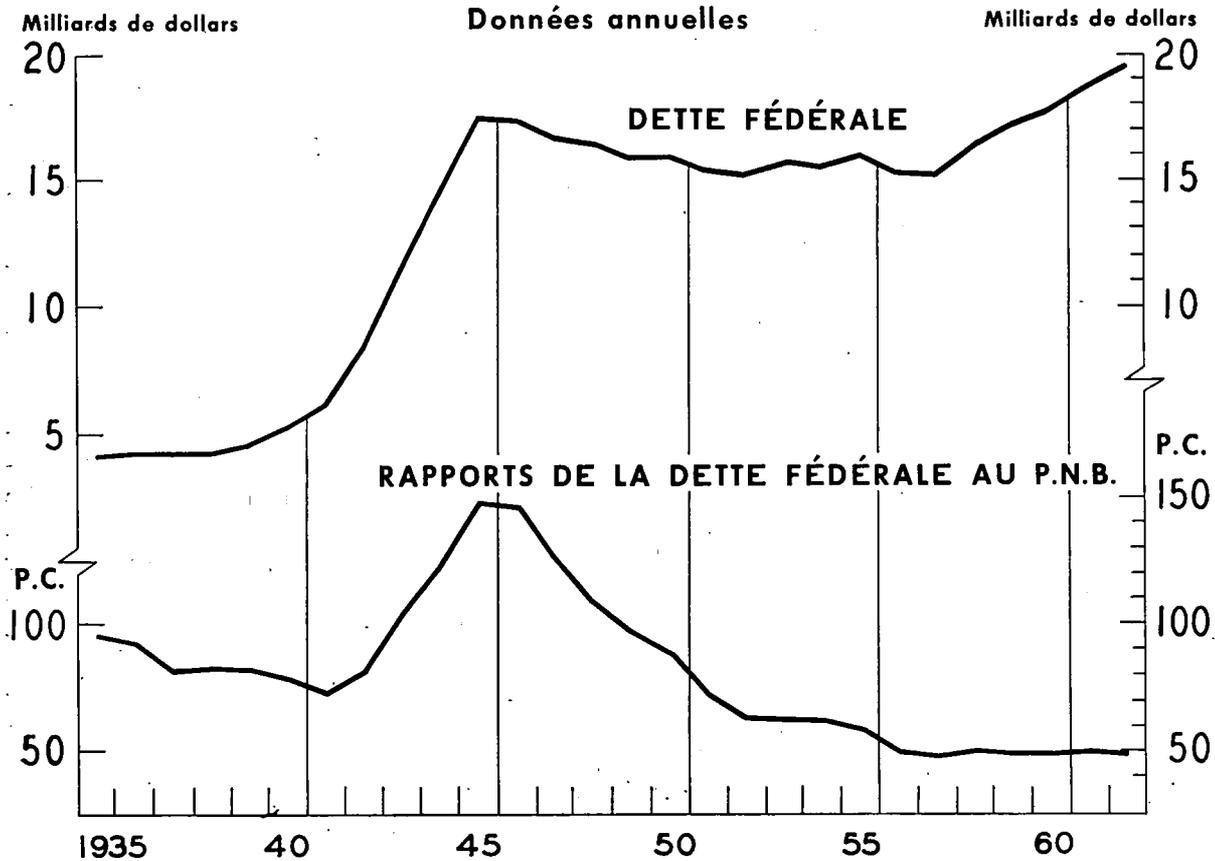
Une politique fiscale efficace n'empêche pas non plus de maintenir dans des bornes maniables le niveau et le taux d'accroissement de la dette publique, comme l'a clairement démontré l'expérience du passé. Le rapport entre les paiements d'intérêt sur la dette et le revenu national fournit une indication approximative du fardeau que représente le service de la dette fédérale. En 1962, malgré une série de déficits accumulés depuis 1958 et des taux d'intérêt bien supérieurs à ceux du passé, les paiements d'intérêt par rapport au revenu nation-

nal n'étaient que d'environ 2.6 p. 100 à rapprocher de 2.7 p. 100 en 1929, de 3.1 p. 100 en 1939, de 3.6 p. 100 en 1949 et de 2.2 p. 100 en 1957. Comme nous l'avons indiqué au chapitre 4, le service de la dette représente aussi un pourcentage beaucoup moindre des recettes fédérales que vers la fin des années '20 ou que pendant la dépression des années '30. Bien qu'il faille peser avec soin les conséquences des augmentations de la dette fédérale, il est clair que celle-ci peut s'accroître beaucoup avec les années dans une économie en croissance; à ce point de vue, la dette fédérale présente des analogies avec les dettes privées. Le fardeau relatif en termes de production nationale peut même s'alléger en de telles circonstances.

En réalité, les problèmes de la dette publique font l'objet de nombre de conceptions erronées. Notamment, on exprime souvent des craintes exagérées quant aux conséquences d'une série de déficits qui feront augmenter la dette. Nous ne disons pas que l'accroissement de la dette fédérale est sans importance; mais il faut réaliser que les dettes privées augmentent lentement d'habitude en périodes de ralentissement économique, et qu'alors l'ensemble des dettes de tous genres dans l'économie peut ne pas croître rapidement. Au surplus, la main-d'œuvre en chômage et les usines et outillages inactifs ne produisent rien. Si ces ressources peuvent être mises à l'œuvre grâce à des réductions d'impôts ou des augmentations de dépenses du gouvernement, l'ensemble de l'économie y gagnera. Comme l'indique le graphique 24-1, le rapport entre la dette fédérale et la production nationale n'a guère varié de 1957 à 1962 en dépit de déficits cumulatifs d'environ 3 milliards sur la base des comptes publics. Si ces déficits n'avaient pas été encourus, la P.N.B. et les recettes fédérales auraient sûrement été inférieures, et le rapport entre la dette du gouvernement et ses recettes ou la production nationale pourrait ne pas avoir baissé beaucoup.

Nous ne pouvons pas offrir de règles pour déterminer quelle ampleur devraient avoir les déficits ou les surplus selon les circonstances. Ainsi que nous le mentionnons plus loin, cela

Graphique 24-1
DETTE EN COURS DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL



dépendra de la sévérité de la dépression ou de la vigueur de l'expansion économique, des méthodes par lesquelles on obtient ces déficits ou surplus, des fins pour lesquelles les dépenses gouvernementales sont effectuées et de leur influence sur la production nationale. Il n'y a pas, non plus, de formule qui indiquerait à quel point le rapport entre la dette du gouvernement et la P.N.B. signalerait un danger de pressions inflationnistes. Comme l'indique le graphique, ce rapport était d'environ 80 p. 100 avant la guerre, et pourtant, la dépression persistait et les prix étaient faibles. Par ailleurs, nous avons été soumis à des pressions inflationnistes quand ce rapport était beaucoup moins élevé et que le gouvernement déclarait des

surplus appréciables. Il est clair que tout dépend du climat économique qui règne.

Les déficits du gouvernement, en plus d'influer directement sur le revenu national et la dépense, auront aussi des effets indirects. Les portefeuilles privés d'obligations du gouvernement augmenteront, ce qui pourra avoir un effet stimulateur sur la dépense en accroissant la richesse financière¹. D'autre part, un plus gros déficit—ou un surplus moindre—aura tendance à resserrer les conditions de crédit et donc à avoir certains effets indirects restrictionnistes sur l'activité économique,

¹ Les contribuables ne considèrent pas normalement que leurs charges s'accroissent quand la dette du gouvernement augmente. Dans la mesure où ils le font, l'effet stimulateur d'un déficit en est réduit.

si l'on n'y joint pas de mesures monétaires compensatoires pour accommoder la gestion de la dette. On prétend qu'une augmentation de la richesse et de la liquidité collectives par suite de ces politiques fiscales et monétaires expansionnistes risque de créer des problèmes pour une période subséquente de forte demande. Cependant, cela n'est pas nécessairement vrai si l'on a alors recours à une combinaison de surplus fiscaux et de politiques de crédit restrictionnistes.

Cela ne revient pas à dire que l'ajustement de la politique fiscale est chose facile. Au contraire, c'est très difficile, et l'on ne pourra y devenir habile qu'avec des efforts tenaces. A moins de prévoir avec une exactitude raisonnable l'évolution de la conjoncture, il y a danger que l'on agisse trop tard. Ce danger s'accroît si l'on ne modifie généralement la politique fiscale qu'une fois par année. Étant donné le temps qu'il faut pour modifier un programme fiscal et pour que ce changement ait un effet sur la production, cela demande aux gouvernements de former leur jugement plus d'un an d'avance sur l'évolution de la conjoncture et sur les problèmes qui se présenteront. Ce n'est pas la seule difficulté. Ainsi que nous l'expliquerons plus en détail plus loin, il n'y a pas un montant très important de dépenses qui sont, à la fois, contrôlables directement par le gouvernement fédéral et susceptibles de variations importantes à court délai. Cela veut dire qu'il faut, dans une bonne mesure, compter sur une action concertée des trois échelons de gouvernement et que les taux d'imposition doivent devenir plus souples que par le passé. Ces deux conditions soulèvent des problèmes politiques et administratifs majeurs.

Il importe, néanmoins, de trouver les moyens de surmonter ces difficultés. Cela est particulièrement important avec un taux fixe du change, car un tel régime rehausse comparativement le pouvoir de l'instrument fiscal d'influencer la dépense par rapport à celui de l'instrument monétaire et de la gestion de la dette. Cependant, quel que soit le régime de taux du change, l'instrument fiscal est en mesure d'agir fortement et directement

sur le revenu national. De plus, des changements fiscaux qui restent bien en deçà des limites de ce qui est pratique peuvent servir à offrir des stimulants, ou à imposer des pénalités, pour les dépenses privées d'une manière semblable à celle des changements de politique monétaire. Comme nous le soulignerons tantôt, des impôts ou des subventions sur les investissements—ainsi que d'autres mesures fiscales—ont été utilisés en d'autres pays pour produire des effets beaucoup plus prononcés que ceux qu'on pourra probablement jamais attendre des seules fluctuations des taux d'intérêt. Nous croyons donc que les possibilités de la politique fiscale—efficacement coordonnée aux autres politiques—offrent de plus grands espoirs d'améliorer les résultats de la politique économique du gouvernement que les possibilités correspondantes de la politique monétaire et de la gestion de la dette. Mais il n'existe pas ici d'exclusion réciproque: le plus grand espoir de progrès réside dans la coordination de toutes les politiques économiques pour viser au but désiré. Pourtant, en dépit de ses effets puissants, la politique fiscale n'a pas été utilisée vigoureusement ni extensivement dans la période d'après-guerre, et on a parfois trop attendu de la politique monétaire.

Même si nous nous sommes rendu compte que notre analyse serait incomplète sans un examen de la politique fiscale, nous ne sommes pas prêts à faire des recommandations précises dans ce domaine. Cela nous entraînerait dans des problèmes fiscaux enchevêtrés que nous abandonnons, non sans plaisir, à la compétence des membres de la Commission royale sur la fiscalité. Il y a, cependant, quatre aspects de la politique fiscale que nous désirons commenter:

1. Le surplus ou le déficit budgétaire—comptes publics, comptes nationaux et besoins de trésorerie;
2. Les stabilisateurs automatiques;
3. Les modifications discrétionnaires des impôts et des dépenses;
4. Les possibilités d'action concertée avec les autorités provinciales et municipales.

LE SURPLUS OU LE DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Il est possible de donner plus d'un sens aux mots surplus et déficit, et nous avons traité de quelques-unes de ces différences au chapitre 4. Quand nous parlons de la politique fiscale, notre intérêt se porte particulièrement sur ceux des postes de dépenses et de recettes du gouvernement qui influent directement sur le niveau du revenu national. Parmi ceux qui font hausser les revenus, il y a les achats de produits nouveaux et de services et les paiements de transfert aux particuliers et aux entreprises. Les postes qui représentent des prélèvements sur les courants de revenus comprennent les impôts, les cotisations aux caisses de l'assurance-chômage, des pensions de vieillesse et des régimes de retraite du gouvernement, et diverses recettes de l'État. Les achats et ventes de biens existants n'affectent pas directement l'activité économique. Par exemple, si le gouvernement acquiert un terrain ou un édifice déjà construit, cela n'ajoute pas directement à l'emploi et au revenu national comme le ferait l'engagement d'un nouvel employé. Les effets indirects de l'achat d'un bien existant peuvent cependant être sensibles, selon la manière dont le produit d'une vente au gouvernement est utilisé ailleurs.

L'une des déficiences du budget des comptes publics que le ministre des Finances soumet au Parlement vient de ce qu'il inclut des opérations portant sur des biens existants. Il comprend aussi des virements entre divers comptes du gouvernement qui ne sont rien d'autre que des écritures comptables, et il exclut nombre d'opérations du gouvernement qui influent sur le revenu national². Les surplus et les déficits annuels montrés aux comptes publics ne mesurent donc pas exactement la contribution du gouvernement aux courants des revenus. Les comptes nationaux reflètent avec plus de précision l'effet de la politique fiscale sur l'économie. Ils ont pour objet de mesurer les courants des revenus, et les estimations qu'ils

contiennent pour le secteur gouvernemental sont expressément destinées à cette fin³.

Le budget des comptes nationaux d'autre part ne tient pas compte de nombre d'opérations financières qui présentent de l'intérêt pour évaluer la portée de l'action fiscale du gouvernement sur l'économie. Ainsi, les avances et placements de l'État dans la Société centrale d'hypothèques et de logement, la Société du crédit agricole, les Chemins de fer nationaux et d'autres sociétés de l'État ne sont pas compris dans ce poste des comptes nationaux, bien qu'on doive en tenir compte pour estimer les besoins de trésorerie du gouvernement. Ces besoins comprennent aussi les prêts aux gouvernements étrangers et le financement des réserves de devises. C'est cette dernière mesure qui indique jusqu'à quel point le gouvernement doit puiser dans son encaisse ou émettre des titres au public⁴.

Les fluctuations des besoins de trésorerie exercent une influence considérable sur les conditions de crédit. Au cours d'une année d'activité économique intense, par exemple, le gouvernement peut décider d'accroître les impôts, de réduire ses dépenses et de transformer en surplus son déficit sur la base des comptes nationaux. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela diminuera les besoins de trésorerie du gouvernement ou remplacera une demande nette de fonds par un surplus net de fonds, comme ce fut le cas dans les premières années qui ont suivi la guerre. Si, comme cela a été l'habitude normale, ces fonds sont affectés au remboursement de la dette, les con-

² Voir le chapitre 4 à ce sujet. Les comptes nationaux tiennent compte des impôts courus sur les profits des entreprises plutôt que des recettes provenant de cette source, alors que les comptes publics n'enregistrent les opérations qu'au moment où de l'argent change de mains effectivement. Il est vrai que les entreprises peuvent utiliser les montants des impôts courus et non payés; mais si le taux de l'impôt est modifié, il est probable que cela influera sur les décisions au moment où la dette envers le fisc devient connue plutôt qu'au moment où l'impôt est effectivement versé. On a adopté des dispositions dans le budget de 1963 aux fins de réduire le délai entre le moment où l'impôt sur les profits des entreprises court et celui où il est payable.

⁴ Il serait utile, pour ceux qui analysent la position du gouvernement, de disposer de statistiques sur les mouvements de trésorerie, présentées au moins trimestriellement avec ajustement des facteurs saisonniers.

³ Les recettes et déboursés des caisses des pensions de vieillesse et de l'assurance-chômage ne sont pas inclus dans le budget des comptes publics, bien que les frais d'administration de la caisse d'assurance-chômage et tout déficit enregistré par la caisse des pensions de vieillesse soient inclus.

ditions de crédit seront plus faciles qu'elles ne l'auraient été s'il n'y avait pas eu cet excédent de trésorerie et cet amortissement de la dette qui en est résulté. On nous a suggéré que, dans de telles circonstances, le gouvernement devrait augmenter ses encaisses. Ainsi que nous l'avons déjà mentionné, il se peut qu'en certaines occasions les autorités monétaires et les administrateurs de la dette jugent que c'est là un moyen utile de modifier les facteurs qui influent sur les conditions de crédit. Toutefois, elles pourront normalement juger préférable de réduire la dette et d'en annuler les effets stimulants par d'autres opérations sur la monnaie et la dette. Le point capital de la thèse qu'il ne faudrait pas réduire la dette dans une période de prospérité, c'est que dans les temps où il existe une trop forte pression de la demande, on devrait établir des conditions de crédit qui contribuent à la réalisation des objectifs nationaux et internationaux de la politique économique. Tel n'a pas été le cas durant certaines années de l'après-guerre, et l'effet des surplus fiscaux était alors affaibli faute de resserrer le crédit devant une pression excessive sur l'économie.

Ainsi, en traitant de surplus et de déficits, il y a trois chiffres qu'on peut citer—le montant qui figure dans les comptes publics, l'estimation faite dans les comptes nationaux et les besoins de trésorerie du gouvernement⁶. Il peut y avoir d'importantes différences entre les résultats de ces trois modes de calcul. Par exemple, pour l'exercice financier 1951, les comptes publics montraient un surplus fédéral de 211 millions et les comptes nationaux un surplus de 873 millions, alors que le surplus de trésorerie était de 107 mil-

⁶ On a aussi suggéré que les états budgétaires distinguent entre les dépenses courantes et les déboursés de capital, afin de souligner le fait qu'à certains égards les gouvernements sont assimilables aux entreprises en ce qu'une partie au moins de leur dette a comme contrepartie un actif tangible qu'ils ont acquis. La ligne de démarcation entre les dépenses courantes et les déboursés de capital est souvent assez floue et cela pourrait créer un autre facteur d'indécision; mais la séparation des comptes de capital et des comptes courants est une pratique établie par un certain nombre de gouvernements nationaux et par des provinces canadiennes. Les provinces ont, cependant un système de comptabilité qui diffère de celui du gouvernement fédéral et la plupart d'entre elles assimilent l'amortissement de la dette à une dépense courante.

lions. Pour l'exercice financier 1962, ces trois chiffres étaient respectivement de 791 millions, 551 millions et 478 millions en déficit. Il serait utile de disposer, comme en d'autres pays, d'estimations du surplus ou du déficit sur la base des comptes nationaux au moment où l'on présente le budget des comptes publics. Cependant, il n'existe pas de méthodes de présentation des budgets qui puisse refléter tout l'impact du gouvernement sur l'économie. Par exemple, des modifications dans les termes et conditions des prêts d'organismes de l'État comme la S.C.H.L. constituent des changements dans des éléments importants des conditions de crédit, quoiqu'elles ne soient considérées formellement comme faisant partie ni des politiques fiscales ni des politiques monétaires. La ligne de démarcation confuse entre les divers instruments de politique souligne l'importance de les coordonner tous étroitement.

STABILISATEURS AUTOMATIQUES

Si en préparant leurs budgets, les gouvernements visent à les équilibrer seulement à long terme, ou à les structurer pour qu'ils soient équilibrés à un niveau élevé d'emploi, il se produira des surplus et des déficits selon que la production nationale prendra son essor ou se contractera. Ces surplus et ces déficits se produiront sans qu'on modifie délibérément les dépenses ou les taux d'imposition. Un fléchissement de la production et de l'emploi se traduira automatiquement par une diminution des recettes du gouvernement. Dans le cas de certains impôts, la diminution de ces recettes sera plus ou moins proportionnée au ralentissement de l'activité économique, comme lorsqu'un ralentissement de la production et des ventes intérieures affecte le rendement des taxes générales de ventes et des impôts et droits d'accise. Un fléchissement de l'emploi réduira aussi les cotisations à la caisse d'assurance-chômage. D'autre part, certains éléments de l'assiette fiscale, comme les profits des entreprises, les importations et les livraisons de produits manufacturés, sont particulièrement sensibles aux fluctuations de la conjoncture. Cela est particulièrement vrai des profits des entreprises; et

le rendement couru de l'impôt sur les profits varie considérablement selon l'activité économique. De plus, à cause des taux progressifs d'imposition sur les revenus des particuliers, toute fluctuation des revenus des personnes a des effets amplifiés sur le rendement de l'impôt sur les particuliers.

Sauf le cas de réductions délibérées, la plupart des postes de dépense ne se contracteront pas lorsqu'il y aura fléchissement de la production et de l'emploi. Ainsi, par exemple, la plupart des dépenses courantes des divers ministères, celles de la défense et les prestations de bien-être social comme les allocations familiales et les pensions de vieillesse se maintiendront. D'autre part, certaines dépenses, notamment les prestations d'assurance-chômage, augmentent sensiblement durant les périodes de ralentissement économique et contribuent fortement à produire un déficit sur la base des comptes nationaux. Le terme « stabilisateur automatique » a été adopté pour désigner tous les éléments de recettes et de dépenses qui contribuent automatiquement à produire des surplus en périodes de prospérité et des déficits en périodes de ralentissement. Ces stabilisateurs, particulièrement ceux qui affectent les recettes, sont beaucoup plus importants qu'il y a une trentaine d'années, parce que le gouvernement fonde davantage ses impôts sur l'assiette des profits des entreprises et des revenus des particuliers, comme nous l'avons noté au chapitre 4.

Le graphique 24-2 fait voir la courbe des fluctuations enregistrées dans les recettes du gouvernement au cours des trois derniers cycles économiques. Ces fluctuations sont dues pour une certaine part à des modifications discrétionnaires dans les impôts, en particulier la réduction de 1957; mais pour la majeure partie, elles reflètent l'action des stabilisateurs automatiques. Afin de faciliter les comparaisons, les tendances des recettes et dépenses provinciales et municipales sont aussi montrées. Il est évident, d'après ce graphique, que les variations anti-cycliques des recettes et des dépenses ont été peu prononcées aux paliers des provinces et des municipalités, bien que l'absence de fluctuations pro-cycliques ait contribué à la stabilité économique. On notera également

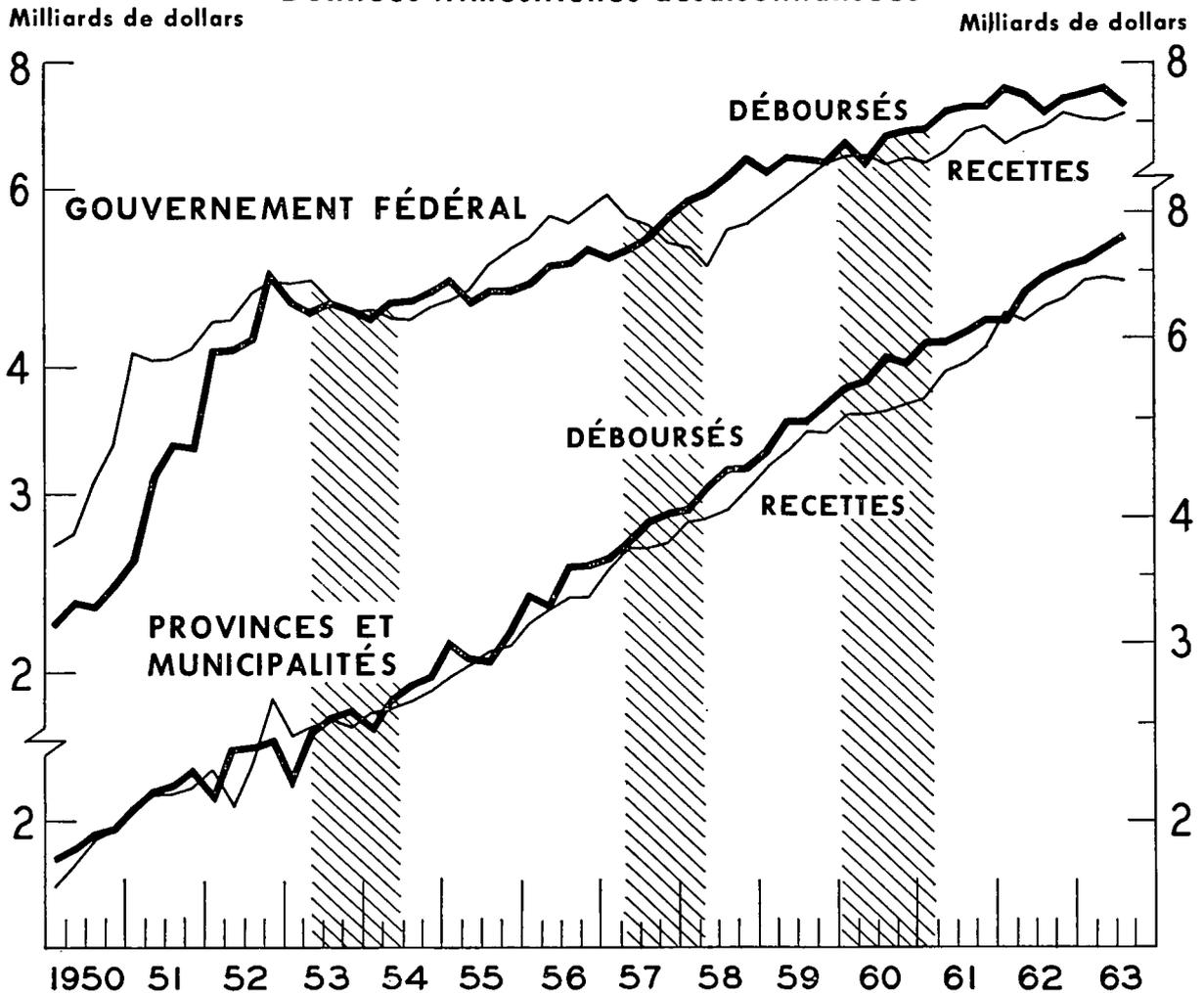
qu'il n'y a que peu ou pas de variations cycliques apparentes dans le montant global des dépenses fédérales.

Les stabilisateurs automatiques offrent certains avantages sur les variations délibérées des impôts et des dépenses. Ils entrent en action automatiquement et sans délai. Dès que le chômage augmente et que les revenus s'abaissent, le régime fiscal commence à freiner la progression de ces tendances. Cela est vrai aussi bien pour une augmentation que pour une diminution de l'activité économique, et l'économie bénéficie ainsi d'une certaine stabilité inhérente qu'elle n'aurait pas autrement. Il est cependant nécessaire de souligner que les stabilisateurs automatiques sont des instruments de politique passifs plutôt qu'actifs. Ils résistent aux mouvements cumulatifs dans une direction, mais ils n'exercent pas activement de pression corrective dans la direction opposée. Ils peuvent contribuer à empêcher une récession de tourner en dépression ou à freiner un essor qui devient incontrôlable, mais ils ne peuvent activement favoriser la prospérité ni contenir l'inflation. Et même, dans la mesure où sont efficaces les autres mesures que l'on prend pour stimuler ou ralentir la conjoncture, les stabilisateurs automatiques exercent une action en sens opposé. Cela diminue quantitativement les effets d'une variation donnée dans les politiques discrétionnaires, et l'on doit tenir compte de ce fait en planifiant ces politiques. Par exemple, un abaissement assez important des taux d'impôt peut être nécessaire pour stimuler l'économie, mais ne se traduit que par un déficit comparativement peu élevé s'il réussit à le faire. C'est parce que l'augmentation des revenus des particuliers et des profits des entreprises va augmenter les recettes d'impôt, et que les niveaux d'embauche plus élevés vont diminuer les prestations et augmenter les cotisations de l'assurance-chômage.

MODIFICATIONS DISCRÉTIONNAIRES DES PROGRAMMES D'IMPÔTS ET DE DÉPENSES

Les stabilisateurs automatiques sont le résultat de décisions antérieures, mais ils agissent automatiquement sans qu'on ait besoin d'en décider

Graphique 24-2
RECETTES ET DÉBOURSÉS DES GOUVERNEMENTS
 Données trimestrielles désaisonnalisées



Les parties ombrées indiquent les périodes de récession économique au Canada.

de nouveau. D'autre part, les modifications discrétionnaires des programmes fiscaux requièrent une décision consciente qui découle d'un examen de la situation actuelle et prévisible; cela est parfois un désavantage sérieux. Il est arrivé fréquemment que l'on n'a modifié les impôts et les dépenses que très peu ou pas du tout en dépit des fluctuations considérables du revenu national, ou qu'on ne les a modifiés que si tardivement

qu'on n'a réussi qu'à renforcer des fluctuations excessives dans l'autre direction.

L'objectif de stabiliser l'économie n'est que l'une des nombreuses influences qui président aux décisions des gouvernements en matière d'impôts et de dépenses. Il arrive parfois, par un heureux concours de circonstances, que l'on prenne des décisions fiscales pour d'autres raisons que des considérations économiques, mais que ces déci-

sions se révèlent néanmoins opportunes du point de vue de la stabilisation. En d'autres occasions, les considérations de stabilisation économique sont moins bien servies par la rivalité entre les diverses influences qui façonnent les budgets du gouvernement. On pourrait en dire autant de bien des politiques gouvernementales, économiques ou non. On n'en fait mention ici que pour rappeler que, même s'il était possible de résoudre les difficiles problèmes techniques de la politique fiscale, c'est toujours la volonté et la capacité des gouvernements de poursuivre avec suffisamment d'ardeur les objectifs économiques qui décideront de l'échec ou du succès.

Pour que des modifications volontaires des impôts ou des dépenses contribuent à la stabilité économique, il faut qu'elles puissent affecter la production nationale avant qu'un changement de la conjoncture commande des modifications délibérées dans l'autre direction. Cela ne présente pas de difficulté si l'on est en présence de périodes prolongées de ralentissement ou de boom économique. En de telles circonstances, tout retard à reconnaître le besoin d'agir ou tout retard à agir signifiera que le rendement de l'économie sera imparfait pour un temps, mais qu'une fois qu'on aura agi, il existera amplement de temps pour en ressentir les effets à travers le système sans danger de se trouver dans la mauvaise direction. Les risques sont beaucoup plus grands dans le cas de fluctuations de courte durée. Si l'on tarde à reconnaître le besoin de changer de politique, et si l'on tarde en plus à agir, on risque de voir la conjoncture évoluer avant que la production et l'emploi aient ressenti l'effet principal de la nouvelle politique. Dans ces circonstances, changer fréquemment de politique peut produire des effets pervers et accentuer les fluctuations au lieu de les atténuer.

Nous avons déjà examiné ce problème en détail lorsque nous avons étudié les modifications discrétionnaires dans les autres instruments de politique. Les facteurs qui entraînent des retards à modifier la fiscalité et les décalages dans ses effets sur la production et l'emploi sont quelque peu différents de ceux qu'on observe dans le

cas des autres instruments de politique, et ils varient selon la nature des modifications fiscales. Cependant, à cause des méthodes d'établissement des budgets, le temps qu'il faut pour mettre en action une politique fiscale donnée est normalement plus long que dans le cas de la politique monétaire et de la gestion de la dette. Cela est particulièrement vrai si l'on veut faire des modifications importantes, ce qui s'impose, évidemment, lorsque l'excès ou l'insuffisance de la demande est prononcé. De plus, en raison de la stabilité de la consommation, de l'effet amortisseur des stabilisateurs automatiques dans la structure des recettes fédérales, et des «fuites» de la dépense canadienne vers les importations, l'effet «multiplicateur» des changements fiscaux peut être plus faible qu'anticipé. C'est une question que d'autres étudient présentement, mais les modifications fiscales devront évidemment être d'autant plus considérables que le multiplicateur est faible; si, par exemple, le multiplicateur était cinq, une modification fiscale de seulement 30 millions serait nécessaire pour provoquer une augmentation ou une diminution d'environ 150 millions de la dépense nationale, tandis que s'il n'était que de 1.5—comme certains croient que c'est le cas à certains moments—une modification fiscale de 100 millions serait requise pour donner le même résultat.

Le gouvernement dispose de plusieurs moyens d'influer sur le niveau de la demande par ses politiques fiscales, mais pour plus de simplicité, on en distingue deux grandes catégories; moyens directs et moyens indirects. Comme moyen direct, le gouvernement peut accroître ou restreindre sa propre demande de biens et de services, en décidant, par exemple, d'accélérer ou de différer l'exécution de certains travaux publics. Les moyens indirects comprennent toutes les mesures dont l'adoption peut influencer sur la dépense dans d'autres secteurs de l'économie. Le moyen indirect le plus important dont dispose le gouvernement est de modifier ses impôts, mais des changements dans les paiements de transfert comme les allocations familiales et les pensions de vieillesse sont également des moyens indirects, de même

que les transferts du gouvernement fédéral aux gouvernements d'autres paliers.

(i) *Modifications des impôts*

Des moyens indirects comme les changements d'impôts n'influent sur la production et sur l'emploi qu'après un certain temps. Il importe de connaître la durée de ce délai pour savoir s'il ne faudrait pas adopter des mesures pour accélérer la décision même de changer les impôts. Si le «retard externe», c'est-à-dire l'intervalle entre le moment où les taux d'imposition sont modifiés et celui où l'effet s'en fait sentir sur la production et l'emploi, est très prolongé, il y a peu d'espoir que l'adoption de mesures fiscales puisse effectivement corriger les fluctuations de courte durée. La nécessité d'abrèger le «retard interne», c'est-à-dire le temps qui s'écoule entre le moment où une action est indiquée et celui où l'action est effectivement prise, aurait alors moins d'importance.

Nous avons fait faire des études économétriques préliminaires en vue de déterminer dans quelle mesure et avec quel décalage des modifications de l'impôt sur les revenus des particuliers amènent une réaction dans les dépenses des consommateurs. Bien que ces études n'aient pas été exhaustives, les conclusions générales en sont intéressantes. L'une d'elles démontre que si le revenu disponible des particuliers—c'est-à-dire déduction faite des impôts—était augmenté de 100 millions en un trimestre donné et maintenu à ce nouveau niveau, il faudrait de trois à six mois pour que la consommation augmente d'environ 50 millions et de douze à quinze mois pour qu'elle s'accroisse d'environ 75 millions. L'effet stimulant de ces augmentations estimées serait réduit dans la mesure où celles-ci seraient affectées à des importations et accru dans la mesure où elles déclencheraient des dépenses additionnelles⁶.

Ces résultats statistiques reposent sur la moyenne des données canadiennes récentes concernant le revenu national et la consommation; on n'a décelé aucune différence dans ces résultats

selon que les variations du revenu disponible seraient dues à des changements d'impôts ou à d'autres causes. Les fluctuations dans les dépenses de consommation provoquées par un changement donné d'impôt pourraient bien, cependant, dépendre de plusieurs facteurs, comprenant le sens de ce changement, les groupes affectés et l'état de la situation. Nous ne sommes pas prêts, par conséquent, à attribuer trop de valeur à ces estimations s'il s'agit de prévoir la réaction qu'on obtiendrait d'un changement donné des impôts. Nous considérons, toutefois, que ces résultats fournissent une bonne indication que le retard probable des dépenses de consommation à réagir à une modification de l'impôt sur le revenu n'est pas si long par lui-même qu'il faille renoncer à modifier les impôts comme moyen d'atténuer les écarts cycliques de courte durée.

Si l'on considère maintenant les immobilisations des entreprises, des calculs semblables démontrent qu'il existe une relation entre les dépenses de construction, d'une part, et les profits réinvestis et les provisions pour dépréciations d'autre part. L'analyse statistique n'a pas fait découvrir de rapport semblable entre la formation interne de capitaux et les achats de machinerie et d'outillage. Comme il n'est pas facile d'expliquer cette différence entre les dépenses de construction et les dépenses de machinerie et d'outillage, nous entretenons certains doutes quant au parti que l'on peut tirer de ces estimations. Pour ce qu'elles valent, elles indiquent que si les profits réinvestis et les provisions pour amortissements des entreprises augmentent de 100 millions et se maintiennent à ce nouveau niveau, il s'écoulera de neuf à douze mois avant que la construction pour fins d'affaires augmente de seulement 35 millions⁷.

Notre enquête sur les entreprises a indiqué que certaines maisons déterminent d'assez près leurs dépenses de capital en fonction de leur capacité d'auto-financement, tandis que d'autres se laissent influencer par ce facteur à des degrés divers; on pouvait donc s'attendre à ce que les statistiques

⁶ Voir l'extrait de l'étude de R. M. Will *Post-War Fiscal Policy in Canada: A Study of Policy Lags*, qui sera publié par la Canadian Tax Foundation.

⁷ *Lags in the Effects of Monetary Policy in Canada*, chapitre XI; étude préparée pour nous par H. G. Johnson et J. W. L. Winder.

fassent ressortir au moins quelque rapport. En général, toutefois, la pression qu'exerce la demande sur la capacité de production, plus les perspectives de meilleurs bénéfices qui l'accompagnent, est plus importante pour déterminer le volume des investissements que l'abondance des fonds internes. Comme dans le cas des résultats concernant la consommation, la relation qu'indique l'étude statistique reflète une réaction moyenne à tout genre de fluctuation dans les fonds internes; la réaction à un changement donné des impôts pourrait bien s'écarter de cette moyenne si, par exemple, ce changement signalait un climat fiscal généralement plus favorable aux affaires. Néanmoins, les résultats indiquent qu'une réduction d'impôt en vue de stimuler l'investissement a des effets plus faibles, plus lents et plus incertains qu'une réduction visant à accroître la consommation.

Les fluctuations dans le revenu disponible des entreprises peuvent résulter de changements apportés aux taux d'impôts sur les profits ou autres, ou—pour les entreprises qui ont un actif immobilisé considérable—de changements aux taux de dépréciation autorisés pour fins d'impôts. En supposant un volume donné de profits bruts, une augmentation des taux autorisés de dépréciation accroît le rendement des nouveaux investissements et les courants de trésorerie; c'est donc là un effet en tout point semblable à celui d'un abaissement du taux d'intérêt sur des emprunts contractés pour financer des investissements. Au Canada, nous avons fait quelques expériences concernant la variation des taux autorisés de dépréciation, mais nous sommes loin d'en avoir épuisé les possibilités. D'autre part, des variations trop fréquentes pourraient créer de l'incertitude ou simplement amener les hommes d'affaires à n'en pas tenir compte.

On peut faire divers calculs pour montrer l'effet des variations dans les taux autorisés de dépréciation. Ces calculs reposent tous sur une série d'hypothèses quant aux taux d'imposition, à l'absence d'excédents importants de capacité de production, à la rentabilité des entreprises concernées et au mode de calcul des provisions pour dépréciation. Les résultats n'ont donc de valeur qu'à titre d'indication. Comme exemple, un de nos témoins,

M. E. M. Bernstein, a présenté certains calculs en 1962 à la Commission conjointe sur les problèmes économiques du Congrès des États-Unis concernant les effets d'un certain nombre de variations des taux d'imposition et d'intérêt sur les coûts annuels bruts des investissements en outillage. Il montrait qu'un changement des taux de dépréciation qui permet d'amortir en 10 ans plutôt qu'en 20 ans le coût d'un outillage équivaut à une réduction de 5 p. 100 à 4 p. 100 du taux d'intérêt sur un emprunt. Une réduction de la période de dépréciation à 5 ans, au lieu de 20 ans, équivaut presque à une réduction du taux d'intérêt de 5 p. 100 à 3 p. 100. On peut faire des calculs semblables pour montrer l'effet de ce genre de changements sur la rentabilité après impôt d'un investissement, sur la base de la valeur présente des effets de trésorerie futurs.

On peut, à partir d'une série donnée d'hypothèses⁸, montrer, par exemple, qu'une augmentation de 20 p. 100 à 40 p. 100 par année du taux permis de dépréciation pour une immobilisation de la classe 8 peut en relever de 1½ p. 100, soit de 6.4 p. 100 à 7.9 p. 100, le rendement après impôts. Si le coût total de cette immobilisation pouvait être amorti au cours de l'année où elle est acquise, comme si c'était une dépense courante, et à supposer qu'il y ait des profits contre lesquels appliquer ce dégrèvement, le taux de rendement augmenterait de 6.4 p. 100 à 9 p. 100. De même, si les lois fiscales permettaient à une entreprise de prendre un nouvel élément d'actif d'une durée de huit ans qui commande un taux annuel de dépréciation de 20 p. 100 et de l'ajouter à l'ensemble de son actif dépréciable, mais à 125 p. 100 de son coût le taux de rendement après impôt en perspective serait porté de 6.4 p. 100 à 8.3 p. 100. On peut démontrer que les effets de

⁸ Supposons un investissement de \$200,000 pour l'achat d'une machine d'une durée de huit ans, après quoi elle n'aura aucune valeur de rebut, et un fonds de roulement de \$60,000 pour l'opération de cette machine. Les bénéfices de la machine au cours de chacune des huit années, exprimés en milliers de dollars seront de 70, 65, 60, 40, 50, 30, 30, 20, sur la base des hypothèses adoptées. Avec un taux d'impôt de 47 p. 100 sur les bénéfices après dépréciation, le taux prévu du rendement de cet investissement est de 6.4 p. 100, soit le taux d'escompte à la valeur présente des effets de trésorerie à venir.

ce genre de changements sont plus prononcés pour les biens d'une courte durée que pour ceux d'une longue durée. Ces effets sont importants si on les compare à ceux des variations de taux d'intérêt sur les fonds empruntés. Une diminution de 6 p. 100 à 4 p. 100 du taux d'intérêt sur emprunts correspond à peu près à une réduction de 1 p. 100 après paiement d'impôt. On peut semblablement freiner les investissements en réduisant les taux de dépréciation ou en retardant le départ de la période d'amortissement, comme on l'a fait au Canada au cours de la période de la guerre de Corée.

Nous avons accordé un intérêt particulier à l'exposé que nous a fait le Professeur E. Lundberg des méthodes employées par le gouvernement suédois pour influencer le montant, le moment et le caractère des investissements privés en Suède. On encourage les sociétés suédoises à mettre annuellement de côté une part de leurs profits dans une caisse d'investissement. Les profits transférés à cette caisse ne sont pas sujets à l'impôt pourvu que la caisse soit gérée conformément à la politique économique du gouvernement, telle qu'établie par des règlements promulgués de temps à autre. Des dépenses de capital financées par cette caisse sont autorisées selon que le justifient les conditions des affaires. Comme aucun impôt n'a été payé sur ces fonds, c'est comme si ces dépenses autorisées de capital étaient complètement amorties immédiatement; en une occasion, on permit de faire une «déduction pour investissements» additionnelle de 10 p. 100 des fonds ainsi employés avant de calculer le profit imposable⁹. Cette sorte d'arrangement se prête évidemment à plusieurs variations. Selon le professeur, cette méthode a été appliquée avec succès en Suède depuis 1957. On attribue son succès, d'une part, au fait qu'elle repose sur la participation volontaire des entreprises et, d'autre part, au fait que les variations dans l'attrait à différer ou accélérer ses immobilisations, si draconiennes soient-elles, sont reconnues comme étant d'une nature temporaire. Par conséquent, elles déter-

⁹Témoignages, page 4339. Voir aussi *State of the Economy and Policies for Full Employment*, août 1962, audiences du comité conjoint sur les affaires économiques du Congrès des É.-U., page 716.

minent une réaction rapide. Comme dans le cas d'autres techniques pour faire des conditions très favorables à l'investissement, il est possible que l'on provoque ainsi la mise en place de trop grandes capacités de production; mais cela semble peu probable si la profitabilité générale des affaires n'est pas satisfaisante.

Une autre technique suédoise illustre la façon dont on peut utiliser l'instrument fiscal pour modifier les conditions qui influent sur les décisions d'investir, à un point que l'on ne pourrait atteindre par les politiques traditionnelles concernant la monnaie et la dette. En 1955, pour combattre une demande excessive, le gouvernement suédois décréta un impôt de 12 p. 100 sur les investissements, fit relever les taux d'intérêt de 1 p. 100, et établit un rationnement du crédit. Comme le signale le professeur Lundberg:

«Un impôt de 12 p. 100 sur les investissements est énorme par rapport aux fluctuations normales de l'ordre de 1 à 2 p. 100 dans les taux d'intérêt. Ces impôts devaient, sauf certaines exceptions, être prélevés sur les dépenses d'investissement pour fins de construction et d'achat de machinerie au cours de l'année. Si les sociétés s'attendaient—comme il semble que ce fut souvent le cas—à voir supprimer cet impôt au bout d'un an ou deux, elles avaient de bonnes raisons d'éviter ainsi un coût additionnel de capital. En ce qui concerne les investissements affectés, on peut dire que les sociétés avaient à assumer un coût additionnel d'intérêt de 12 p. 100 pour l'année et que «le taux d'intérêt à court terme» a pu ainsi s'élever à plus de 15 p. 100¹⁰.»

Par bonheur, on procéda à une enquête sur les répercussions de la combinaison de mesures adoptées en Suède en 1955. Cette enquête se fit au moyen de questionnaires adressés en 1955 et en 1956 à 2,200 et 1,100 sociétés respectivement, avec demande d'indiquer combien plus élevés auraient été leurs investissements si l'on n'avait pas adopté ces mesures. Il en fut conclu que les investissements en machinerie, immeubles

¹⁰*Skandinaviska Banken*, n° 4, 1962. Voir aussi Témoignages, pages 4335-6.

et usines de l'industrie manufacturière avaient «été abaissés de près de 15 p. 100 au-dessous du niveau projeté». Comme l'a signalé le professeur Lundberg, cela semble compatible avec ce que les données globales pour l'ensemble de l'économie suédoise indiquent:

«La politique suivie pendant le boom de 1955-1957 pour restreindre les investissements a été si efficace en réalité que, malgré des bénéfices élevés et une rapide expansion, le volume des investissements industriels demeura pratiquement au niveau de 1954. Au lieu—et c'est là incontestablement un heureux aspect de la politique de stabilisation suivie en Suède durant cette période—ces investissements (calculés en prix constants) s'élevèrent très abruptement pendant les années de récession de 1958 et 1959 (de 11 et de 9 pour cent, respectivement); l'impôt sur les investissements fut aboli au début de 1958, et les taux d'intérêt furent ensuite réduits alors que prenait fin la politique restrictive du crédit.»

Le professeur Lundberg conclut que «l'augmentation ordinaire de 1 p. 100 du taux d'intérêt doit apparaître d'importance minime dans l'explication des effets de cette politique», et il nous dit que cette opinion est confirmée par les réponses obtenues aux questions posées lors de l'enquête. Au sujet de l'importance comparative des diverses mesures mises en vigueur, ces réponses montrent que la moitié de l'effet de freinage sur les investissements est attribuable à l'impôt spécial, et que presque tout le reste de l'effet est dû aux politiques de rationnement du crédit¹¹.

Bien que des mesures fiscales de cette sorte aient le grand avantage d'être efficaces, leur efficacité même ouvre la porte à de sérieuses injustices. Les entreprises qui sont dans l'heureuse situation d'avoir justement complété un programme important d'investissements ou celles qui peuvent facilement différer l'exécution d'un projet

d'expansion sont évidemment peu affectées. D'autres entreprises qui ont un besoin urgent d'ajouter à leur capacité de production peuvent n'avoir pas d'autre choix que de donner suite à leur projet en dépit du coût supplémentaire que représente l'impôt. Ce dernier a cependant pour objet de décourager les investissements en une période donnée, et à cet égard, il impose le même fardeau à toutes les entreprises indépendamment des divers avantages qu'elles peuvent avoir par ailleurs. Il est clair que de telles mesures ne devraient être adoptées que dans des circonstances extrêmes si l'on veut qu'elles conservent leur efficacité—un point auquel le professeur Lundberg a fait allusion. Nous ne verrions pas d'un bon œil que l'on modifie fréquemment et extensivement la fiscalité de cette manière, en raison des effets perturbateurs que la chose peut avoir.

Lorsque l'on recourt à des mesures fiscales, spécialement à celles dont la puissance est aussi considérable, il est évidemment de la plus grande importance de bien choisir le moment de les appliquer. Cela devient difficile si l'usage veut que l'on n'effectue de modifications fiscales qu'à l'occasion d'un budget annuel. Le Parlement a fondamentalement le droit de contrôler la perception et l'affectation des fonds de l'État, mais il se présente d'autres occasions que celle du budget annuel pour modifier la portée des lois financières et, pour la plupart d'entre elles, il y a des précédents.

En des circonstances urgentes, il est possible de convoquer une session spéciale du Parlement; et dans les cas plus normaux, il est toujours possible de présenter un budget additionnel ou supplémentaire. De plus, les taux d'imposition et les obligations fiscales sont déterminés par le Parlement, mais les taux de déduction à la source sont du ressort de l'administration. Si les circonstances le justifiaient, il serait possible au gouvernement d'annoncer qu'il présentera, lors de la convocation du Parlement, une loi ayant pour objet de réduire ou d'augmenter de 5 ou 10 p. 100 les charges fiscales sur les revenus et d'ajuster immédiatement les déductions requises. On pourrait agir de même concernant les dépréciations

¹¹ Témoignages, page 4275. Il ajouta qu'en 1960-1961 les mesures sur le crédit furent moins draconiennes, et que les effets en furent à peine visibles et survinrent après de longs retards. Il nota cependant qu'on ne conduisit pas d'enquête par entrevues à cette occasion et qu'on ne connaît pas assez bien le déroulement des faits durant cette période.

ou les taxes d'accise, sauf que les premières ne touchent pas les déductions à la source. Cependant, nous croyons que ces mesures anormales ne sont justifiées que dans des circonstances exceptionnelles.

(ii) *Fluctuations des dépenses pour biens et services*

Si les impôts sont abaissés ou si les paiements de transfert sont accrus, les consommateurs et les entreprises seront subséquemment enclins à accroître leur consommation ou leurs placements. Lorsque le gouvernement ajoute à ses dépenses pour biens et services, il n'y a pas d'étape intermédiaire dans le déroulement des mécanismes de la dépense. Cependant, une politique fédérale de dépenses anticycliques est sérieusement limitée par le faible volume des dépenses que l'on peut faire varier en pratique selon les exigences de la situation des affaires. Sur un budget global de dépenses de 6 milliards en 1960-1961, une somme d'environ 415 millions seulement—sur la base des comptes nationaux—était susceptible de variations annuelles importantes. Il s'agissait de projets d'immobilisations, et ils ne constituaient que 5.1 p. 100 du total des investissements publics et privés. Il est manifeste que, pour obtenir une variation de 100 millions, il faudrait modifier dans la proportion d'environ un quart les immobilisations pour fins de défense et autres.

Il y a aussi des difficultés d'ordre pratique à accélérer ou à ralentir un programme de dépenses de capital. Les principales difficultés pour augmenter et accélérer les projets gouvernementaux tiennent au temps qui se passe à déterminer les besoins, faire la sélection des emplacements, préparer les plans, obtenir les approbations du conseil du Trésor et, finalement, soumettre les projets à l'approbation du Parlement. A cela s'ajoute la difficulté de discerner le moment où il faudra lancer les projets afin de promouvoir l'expansion ou la contraction et quel est le temps dont on dispose d'ici là pour le travail préliminaire. Nous insistons donc de nouveau, comme nous l'avons fait ailleurs, sur l'importance de hâter la mise au point d'indicateurs statistiques

et de coordonner et d'améliorer les études sur la conjoncture dans tous les services gouvernementaux.

Nous avons noté avec satisfaction que l'on s'efforce dans les services du gouvernement d'Ottawa d'adopter une perspective à plus long terme en ce qui concerne les dépenses de capital. Le ministère des Travaux publics, par exemple, cherche à tenir sans cesse à jour un programme de travaux pour trois ans d'avance afin d'être en mesure de l'accélérer si le besoin s'en fait sentir. Au ministère de la Défense nationale, on s'organise pour constamment réviser et mettre au point les projets soumis par les trois armes. On classe les projets de défense par ordre de priorité, on sollicite l'approbation du conseil du Trésor pour ceux de la plus haute priorité, et l'on obtient aussi une indication générale de la nature probable des décisions futures du conseil du Trésor pour ceux de moindre priorité. On vise ainsi à établir une série de projets à divers stades de préparation afin de pouvoir au besoin mettre rapidement en marche ceux qui figurent dans les crédits de l'année et accélérer le reste du programme. En 1962, le ministère des Finances a inauguré la pratique de demander aux ministères qu'ils soumettent en même temps que leurs requêtes budgétaires pour l'année suivante un aperçu des dépenses prévues pour une période de trois ans. Les ministères ont été avisés que l'on espère porter cette projection à cinq ans aussitôt que possible.

Nous approuvons toutes ces initiatives qui contribuent à rendre plus souple le programme de dépenses de capital de l'État. Si la réserve de travaux publics peut être transformée en un courant de travaux publics, on pourra mieux compter sur le soutien des investissements de l'État pour appuyer la politique générale de stabilisation. Planifier les investissements de trois à cinq ans à l'avance n'implique pas dans notre esprit que l'on prépare un budget ou programme de cinq ans à soumettre au Parlement. Il est nécessaire, toutefois, que le gouvernement prévoie les choses de loin, qu'il fasse provision chaque année dans ses estimations pour défrayer l'élaboration des projets qui commencent à prendre forme, et

qu'il aille de l'avant pour soumettre des budgets supplémentaires, au besoin, lorsqu'il faut accélérer les dépenses.

Même si la planification fournit un courant de projets prêts à être exécutés, il n'est pas facile d'augmenter à court délai le débit de ce courant. Il faut du temps pour demander les soumissions, adjuger les contrats et compléter toutes les formalités. Il y a encore délai entre le moment où tous les termes du contrat sont arrêtés et celui où la construction commence effectivement. Notre personnel a obtenu sur ces retards des renseignements de «Defence Construction Ltd». Pour un groupe caractéristique de projets portant sur de petits bâtiments, on a constaté que le délai entre l'adjudication d'un contrat et la mise en chantier est d'un mois et demi en hiver et de moins d'un mois en été. Il y a aussi un délai entre le moment où la construction commence et celui où l'emploi sur le chantier atteint un bon niveau. Ce retard tend à s'allonger en proportion de l'importance du projet, et il se prolonge pour les projets lancés en hiver. On devrait continuer à s'efforcer de réduire au minimum le délai qui s'écoule entre le moment où la décision est prise d'augmenter les dépenses du gouvernement et celui où l'effet bénéfique s'en fait sentir sur le niveau de l'activité économique.

DÉPENSES PROVINCIALES ET MUNICIPALES

Quelque variation qu'il soit possible de déterminer dans les dépenses du gouvernement fédéral produira des effets utiles mais insuffisants. Pour obtenir des résultats importants, il faut en arriver à coordonner les dépenses fédérales avec celles des provinces et des municipalités. Nous avons noté au chapitre 4 que les dépenses des gouvernements provinciaux et municipaux en biens et services sont d'une fois et demie celles du gouvernement fédéral au même chef, tandis que leurs dépenses capitales combinées sont de trois fois celles du gouvernement central. Nous ne suggérons ni ne donnons à entendre ici que le gouvernement fédéral doive empiéter sur les responsabilités des autres gouvernements. A la vérité, nous croyons qu'on ne pourra tendre vers des politiques

concertées que si l'on s'entend sur les objectifs et les limites d'un programme de coordination.

Il est néanmoins évident, d'après les faits analysés dans les chapitres précédents, que les méthodes actuelles d'ajustement des dépenses provinciales et municipales à l'état de la conjoncture, qui reposent dans une grande mesure sur leur sensibilité aux fluctuations dans les conditions de crédit, sont relativement inefficaces. Au cours des récentes années, alors que les conditions de crédit ont varié sensiblement, les investissements des provinces et des municipalités n'en ont pas été suffisamment influencés pour nous fournir quelque assurance que la politique monétaire et la gestion de la dette puissent efficacement inciter les provinces et les municipalités à ajuster leurs programmes de dépenses de capital aux besoins de la stabilisation économique. Ce qu'il faut, c'est une méthode plus directe et plus efficace de coordination.

Nous avons constaté, au cours de nos recherches, que les gouvernements provinciaux manifestent assez d'intérêt envers le problème pour nous porter à croire qu'il est possible de réaliser des progrès de ce côté, quoique cela exigera de la persistance et de la patience. Plus le gouvernement fédéral ne s'intéressera qu'aux montants et aux temps d'exécution des immobilisations des autres gouvernements, et moins il cherchera à influencer sur leur orientation, plus la coordination sera efficace. Comme nous l'avons noté au chapitre 4, il se produit des retards considérables pour faire des dépenses sous l'empire de programmes conjoints détaillés, et l'utilité de ces derniers est réduite encore dans certains cas par la lenteur avec laquelle le gouvernement fédéral paie sa part des travaux déjà complétés.

Nous n'avons pas suffisamment approfondi le sujet pour nous permettre de suggérer quelle sorte de rouages conviendraient pour procéder à des échanges de renseignements et d'opinions et pour faire l'accord sur les méthodes et les limites de la coopération. Mais on pourrait étendre les attributions du comité permanent des ministres des finances et des trésoriers provinciaux et de leurs adjoints de façon à ce qu'il s'occupe de coordination. Nous n'avons pas de proposition

précise à formuler à cet égard; mais nous sommes persuadés que tout arrangement fructueux aura comme conséquence de faciliter les travaux provinciaux et municipaux et d'en abaisser les coûts de financement en périodes de chômage, et de les rendre plus onéreux en périodes de boom économique. Il sera nécessaire aussi que ce soient des arrangements sur lesquels ces gouvernements puissent compter à l'avenir.

CONCLUSION

- ✓ Notre conclusion générale est que, à cause des effets limités des seules politiques monétaires, il est nécessaire de recourir plus que par le passé à la politique fiscale en tant qu'élément
- ✓ d'une politique économique coordonnée. Évidemment, l'instrument fiscal a ses limites. Comme c'est le cas pour tous les autres moyens d'action, ces limites tiennent à la difficulté de prévoir les événements futurs et d'agir avec une rapidité suffisante. Si l'action est prise trop tard, elle peut empirer les problèmes de la période subséquente. Au surplus, en aucun temps peut-on poursuivre une politique fiscale d'une vigueur sans bornes. Son action est limitée en partie par la difficulté et l'inopportunité de changer les dépenses et les impôts de façon fréquente et massive—particulièrement les impôts sur les affaires—en partie par des facteurs internationaux, et enfin, par les répercussions des changements fiscaux sur la confiance tant au pays qu'à l'étranger.

Plusieurs de ces bornes, qui ne sont nullement rigides ni nettement définies, peuvent être surmontées par un usage judicieux de la politique fiscale. Par exemple, en période de contraction économique modérée ou de courte durée, une réduction temporaire des impôts et une certaine accélération des travaux publics à tous les paliers de gouvernements sont moins susceptibles d'affecter défavorablement la confiance que des déficits causés uniquement par un programme qui oblige à augmenter les dépenses de façon permanente. De même, des projets d'utilité douteuse exécutés à seule fin de procurer de l'emploi peuvent aisément ébranler la confiance dans les politiques du gouvernement. De plus, un accroisse-

ment des dépenses de caractère durable obligera éventuellement à majorer les impôts et pourra décourager l'entreprise et les investissements et ralentir ainsi notre croissance économique. Si de tels déboursés entraînent des déficits persistant même en périodes de prospérité, ils peuvent absorber une part indésirablement élevée de l'épargne nationale, accroître notre dépendance envers le capital étranger et restreindre d'utiles investissements privés.

En face de difficultés économiques plus sérieuses ou prolongées, on peut et on doit modifier davantage les programmes d'impôts et de dépenses. Cependant, même si l'on prévoit que ces nouveaux niveaux de recettes et de dépenses seront maintenus durant plusieurs années, les mesures prises devraient être conçues de manière à ne pas gêner le gouvernement dans son action advenant un nouveau jeu de circonstances. En d'autres termes, on devrait les planifier attentivement, demeurer capables de les renverser, et—en ce qui concerne les dépenses—leur faire jouer un rôle constructif pour l'expansion à long terme de l'économie.

- Quelles que soient les circonstances qui requièrent de recourir à la politique fiscale, il est important que le gouvernement planifie son action de façon consciente. Les mesures adoptées au petit bonheur sont toujours cause de perturbations, surtout si elles ne sont pas coordonnées aux autres aspects de la politique générale. De même, une série de mesures de détail ou de dispositions fiscales qui frappent l'imagination plus qu'elles n'ont d'effet ne saurait se substituer à une politique générale bien pensée qui vise
- clairement à stabiliser l'économie. Des déficits ou des surplus fiscaux encourus sensément pour des objectifs raisonnables ne sont pas, après tout, des désastres nationaux—they témoignent d'une gestion économique prudente.

Comme question de fait, nous pensons qu'il pourra se présenter des circonstances qui demanderont d'accepter des déficits et des surplus considérablement plus élevés que dans le passé. Cela ne devrait pas être intolérable si le gouvernement a un plan politique raisonnable et acceptable—y compris une vue claire et cohérente de ses

plans financiers. Le ministre des Finances doit être disposé à expliquer ses déficits et surplus plutôt qu'à s'en excuser. Si le programme du gouvernement est clairement et vigoureusement expliqué au public, et si les mesures qu'il contient sont constructives et peuvent être éventuellement renversées, il y a de bonnes raisons d'espérer que la politique fiscale sera d'un appoint plus précieux à l'avenir qu'elle l'a été dans le passé.

Nous avons déjà présenté nos réflexions au sujet des moyens propres à donner plus de souplesse au régime fiscal. Bien qu'il soit difficile de faire fluctuer rapidement et dans une mesure suffisante les dépenses du gouvernement en biens et services, la formation d'un courant continu de

projets de travaux publics rendra possible d'ajuster plus rapidement les dépenses à l'évolution de la conjoncture. En outre, une plus grande coordination entre les trois niveaux de gouvernement peut ajouter appréciablement à l'ampleur des ajustements qu'on pourra faire. Néanmoins, les difficultés de mettre au point une politique fiscale efficace demeureront; et nous reconnaissons que, pour vaincre ces difficultés, il faudra y mettre le prix. Mais nous sommes convaincus que si l'instrument fiscal ne devient pas partie intégrante de la politique économique générale, nous aurons de temps à autre à porter le fardeau beaucoup plus lourd des coûts qui accompagnent un chômage ou une inflation que l'on aurait pu éviter.

LE CHOIX ET LA COORDINATION DES ÉLÉMENTS DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Comme en tout autre domaine où l'homme doit appliquer un jugement imparfait et une connaissance limitée à un milieu imprévisiblement changeant, le choix d'une politique économique est un art incertain. Dans cet art, les principes scientifiques doivent, si peu facile que cela soit, se marier avec le flair et le doigté; les formules mécaniques mènent aussi souvent, sinon plus, à des erreurs désastreuses qu'à des résultats sûrs; les solutions idéales demeurent impénétrablement cachées derrière des réalités qui, souvent, ne permettent de choix qu'en termes du moindre de deux maux. Toutefois, si l'on convient qu'il n'est pas raisonnable d'escompter la perfection des politiques, le monde n'est pourtant pas si incompréhensible—ni les instruments dont disposent les autorités si peu nombreux et si peu efficaces—que des efforts intelligents pour résoudre les problèmes économiques soient nécessairement voués à la faillite ou ne doivent leurs succès qu'au destin. Au contraire, c'est une des thèses principales de notre rapport que des politiques bien conçues et coordonnées peuvent considérablement améliorer le rendement de l'économie canadienne. Bien qu'on ne puisse jamais atteindre à la perfection et que le hasard jouera toujours quelque rôle dans l'issue des événements, nos destinées économiques seront déterminées, pour une grande part, par la sagesse avec laquelle la politique financière sera arrêtée et exécutée.

La politique économique et financière n'apportera, toutefois, de contribution valable à la croissance de la productivité, au maintien de l'emploi à un niveau élevé et stable, à la stabilité

des prix et à la solidité de notre situation économique internationale que si l'on remplit un certain nombre de conditions. En premier lieu, et cela est des plus important, les autorités doivent établir correctement le «ton» et la cadence d'ensemble de leur politique générale; ainsi, par exemple, lorsqu'il est nécessaire de stimuler l'économie, l'adoption de plusieurs mesures de faible portée—et visant parfois surtout à des objectifs secondaires—est peu susceptible d'apporter des résultats appréciables si la teneur générale de la politique monétaire et fiscale est indûment restrictionniste. En second lieu, si l'on veut réussir à trouver le ton juste de la politique d'ensemble, on doit coordonner en un tout cohérent les politiques monétaire et fiscale, la gestion de la dette et la politique économique internationale—aussi bien que d'autres mesures d'ordre non financier. Ces divers éléments de la politique ne sont pas si indépendants dans leurs effets que l'on puisse les considérer comme des fonctions séparées que l'on confie à la responsabilité de différentes branches isolées du gouvernement. Et aucun des instruments mis en œuvre n'est si puissant sans le soutien des autres que l'on puisse penser les substituer les uns aux autres, en ce sens que l'on pourrait compenser une décision peu courageuse sur un des fronts de la politique par un geste plus hardi dans un autre.

En troisième lieu, pour concevoir une politique intégrée avec succès, il faut qu'un jugement équilibré et bien informé s'exerce à apprécier les éléments extrêmement divers de chaque concours de circonstances. Il est tentant de chercher à

formuler le remède politique idéal, que l'on pourrait aisément ou automatiquement prescrire pour une série simple de situations facilement identifiables. Mais dans la réalité, on ne peut arrêter la combinaison correcte et pratique des politiques qui conviennent à chaque tournant qu'au moment où ses aspects uniques surgissent à la lumière. En quatrième lieu, et découlant de tout ce que nous venons de dire, la qualité des politiques dépendra de la qualité des dirigeants politiques et de l'opinion publique en général. Enfin, on n'obtiendra de succès dans cette tâche difficile que si les grands commis de la politique sont habiles et vigoureux, s'ils disposent d'une information économique à jour et pertinente et s'ils sont capables de peser la portée des événements dans leur contexte historique aussi bien que dans leur immédiateté.

Nous ne pouvons assez souligner que la condition essentielle du succès d'une politique consiste à en orienter les instruments dans la direction indiquée par les traits dominants de la conjoncture. S'ils ne tendent pas à régler le volume global de la demande de biens et de services à un juste niveau, le rendement de l'économie sera vraisemblablement insatisfaisant. De plus, lorsqu'on n'adoptera pas les mesures requises pour soit stimuler soit restreindre la production globale, l'on sera fortement tenté d'y substituer une série de moyens directs qui s'attaquent aux symptômes plutôt qu'au mal et qui ont peu d'effet sur les niveaux de la demande, des prix et de l'emploi pour l'économie dans son ensemble. En fait, de telles mesures peuvent amener des complications et de la confusion, une intervention accrue du gouvernement dans l'économie, des coûts de production élevés en certaines régions ou dans certaines industries, et des obstacles iniques à la circulation des ressources; leur effet net aura donc pu être de nuire à l'accomplissement des objectifs nationaux.

L'insatisfaction récemment exprimée au Canada au sujet des instruments généraux de la politique, et le recours de plus en plus fréquent à des mesures plus spécifiques ne sont pas une conséquence nécessaire de la difficulté d'employer avec efficacité les leviers généraux de la monnaie et de la fiscalité. Comme on l'a vu, cela provient au moins autant

du peu d'empressement que l'on a mis à utiliser ces instruments comme il l'aurait fallu pour atteindre les objectifs nationaux. Il n'est pas nécessaire de répéter ici les exemples donnés dans les chapitres précédents, quoiqu'il vaille la peine de reprendre l'expérience de 1960 pour illustrer ce point. On se rappelle qu'en dépit d'un ralentissement considérable de la conjoncture, la politique monétaire était passablement restrictionniste, une émission d'obligations à long terme du gouvernement fut lancée à l'automne de cette année-là, et un taux de la L.N.H. inapproprié comme le profond repli de la S.C.H.L. à titre de prêteur direct avaient étouffé l'activité dans la construction. Les impôts avaient été augmentés à l'été de 1959 avec le résultat que le budget fédéral était pratiquement équilibré dans la première moitié de 1960 (sur la base des comptes nationaux) malgré que le taux du chômage dépassât 6½ p. 100 de la main d'œuvre; environ la moitié de l'accroissement de la production nationale brute des deux années précédentes avait été captée dans les recettes fédérales et cela alourdissait considérablement l'allure de l'économie. Étant donné ce dosage de politiques, il n'est pas étonnant que le rendement de l'économie ait été léthargique, que notre monnaie ait atteint un cours indûment élevé sur le marché des devises et que les entrées de capitaux aient été anormalement abondantes pour une période de récession. Le mécontentement public qui en résultait poussa à adopter diverses mesures spécifiques, dont nous avons traité dans les chapitres précédents, qui déchaînèrent une foule de situations difficiles; il est significatif, toutefois, que la conjoncture n'ait pas réellement rebondi avant que l'esprit d'ensemble des politiques générales ait été subséquentement modifié.

On peut également se rappeler certaines autres périodes où l'orientation de la politique se traduisait par le sacrifice d'objectifs économiques nationaux. Entre autres exemples, il y a celui du boom de 1955-1957 alors qu'aucune restriction fiscale ne fut appliquée de façon délibérée, que les opérations de gestion de la dette relâchèrent les conditions de crédit et que la politique monétaire fut insuffisamment restrictionniste. On a vu d'autres cas semblables où le budget fédéral a semblé con-

tradictoire—en contenant, par exemple, des stimulants pour activer la production tout en négligeant d'alléger le fardeau général des impôts, ou même en l'augmentant. En disant ces choses, nous ne nions pas l'utilité pour les autorités de faire preuve de vigueur et d'imagination. Nous ne prétendons pas non plus que la politique fiscale ne devrait pas être sélective ni que des mesures particulières ne suppléent pas valablement parfois à des politiques générales. Nous soulignons simplement que si la direction générale de la politique n'agit pas dans le sens désirable sur la demande globale—par opposition à des demandes particulières—et si elle ne réussit pas à créer le climat général désiré, aucun nombre de mesures plus directes ne permettra vraisemblablement de réaliser les objectifs nationaux concernant l'emploi, les prix, et autres.

Dans les chapitres précédents, nous avons signalé que l'efficacité des divers instruments de politique agissant séparément est souvent limitée. La politique monétaire et la gestion de la dette, en particulier, n'ont pas d'effets assez puissants—à l'échelle où on peut les utiliser sans s'attirer des complications internationales—pour assurer la stabilisation de l'économie sans recevoir d'appui des autres politiques. Au surplus, la manière dont on utilise chaque instrument de la politique a de toute façon des conséquences importantes pour le rôle qu'on assigne aux autres. Des mesures coordonnées au petit bonheur peuvent donc avoir des répercussions défavorables sur le climat de confiance tant au pays qu'à l'étranger, ce qui se reflétera tôt ou tard dans une réduction de l'activité économique au Canada. La politique doit donc être intégrée et coordonnée, et les diverses branches du gouvernement ne peuvent pas se préoccuper étroitement chacune d'un seul objectif, en laissant quelqu'autre organisme s'occuper du reste. Les autorités monétaires, fiscales et autres ont chacune leurs responsabilités particulières, mais en vue seulement de chercher comment elles peuvent aider à réaliser les objectifs supérieurs de la nation. Il ne devrait être permis à aucune de se donner des buts distincts et isolés qui lui soient propres, car une attention outrée à un objectif majeur—ou, ce qui est pire encore, à

un objectif secondaire ou mineur—empêchera presque certainement d'atteindre les grands objectifs économiques du pays.

Un programme d'action complet, cohérent et planifié tiendra compte des multiples rapports réciproques entre les politiques. Nous avons démontré, par exemple, comment des changements de politique fiscale affectent les conditions de crédit, les opérations de gestion de la dette et notre position financière internationale; comment les surplus ou déficits de trésorerie du gouvernement n'obtiennent leur plein effet sur la dépense nationale qu'avec le concours d'une politique monétaire appropriée; et comment des changements dans l'échéance de la dette fédérale modifient l'effet des autres mesures monétaires et influent sur les conditions de crédit en général et—par voie de conséquence—sur la dépense intérieure et sur la balance des paiements. Dans le chapitre 23, nous avons aussi décrit les multiples rapports entre les politiques intérieures et notre position financière internationale, et comment ces rapports s'enchaînent sous des régimes de taux, soit fixe soit variable, du change. De la même manière, d'autres politiques gouvernementales—qui portent sur des questions aussi variées que le commerce et les tarifs, la formation professionnelle et la législation sur les cartels—peuvent également avoir d'importantes répercussions sur la conjoncture intérieure en général et sur notre position concurrentielle à l'étranger en particulier, et donc sur la liberté et l'efficacité avec lesquelles les autorités monétaire et fiscale peuvent arrêter les mesures propres à maintenir le plein emploi. Finalement, la législation bancaire et financière influe sur la nature et le montant des capitaux disponibles au Canada à des taux donnés d'intérêt et affecte ainsi la dépense intérieure et notre dépendance à l'égard des capitaux étrangers. Si, dans un domaine quelconque de la politique—financière ou non—action est prise sans égard aux conséquences possibles dans d'autres secteurs, les résultats seront probablement insatisfaisants tant en eux-mêmes qu'en raison de l'incertitude qu'ils créeront.

Plus tôt dans ce rapport, nous avons fait mention d'occasions où depuis la guerre les programmes d'action semblent avoir été imparfaitement coordonnés, par exemple, dans les années d'inflation qui ont immédiatement suivi la guerre où une politique de monnaie facile ne concordait nullement avec une politique fiscale (peut-être insuffisamment) restrictionniste. On a vu une situation inverse en quelques-unes des années subséquentes à 1957 où des mesures fiscales expansionnistes furent partiellement annulées par des politiques de resserrement du crédit. A la vérité, il a semblé parfois, dans l'après-guerre, que l'on ait imposé sans nécessité un trop lourd fardeau à l'un ou à l'autre des instruments parce qu'il y avait des inconvénients électoraux à l'adoption de mesures nécessaires dans d'autres domaines. Cela n'a pas toujours été le cas, et il n'est que juste de signaler qu'en certaines occasions—lors de la déclaration de la guerre de Corée, ou vers la fin de 1957—des mesures fiscales, monétaires et autres ont été mises en œuvre harmonieusement, sinon toujours assez vigoureusement. De telles occasions semblent néanmoins avoir été trop rares dans l'ensemble, même si l'on tient compte de circonstances comme celles de l'été de 1962 quand une combinaison de mesures contradictoires fut consciemment arrêtée par les autorités, les conditions de crédit devant être resserrées à cause de facteurs internationaux en dépit de la faiblesse de la conjoncture intérieure.

FACTEURS D'INFLUENCE DU CHOIX DES POLITIQUES

Nous ne voulons pas suggérer qu'une meilleure coordination fournira une réponse à tous les problèmes des auteurs de la politique. Des programmes d'action se sont avérés insatisfaisants, même quand il y a eu un maximum de coopération et de consultation au sein du gouvernement fédéral, et ces défauts ont quelquefois résulté du peu d'empressement à s'attaquer à des situations difficiles comme il l'eût fallu. Supposant, toutefois, qu'il n'y a pas manque de résolution pour prendre

l'action nécessaire, la difficulté principale qui se pose pour les autorités est celle de bien évaluer la situation qui se présente et de décider quelles mesures s'imposent pour y faire face. Nous nous sommes efforcés de démontrer que cela est une question de jugement et non pas de formules. Chaque concours de circonstances économiques a son caractère propre, et les remèdes qui agissent dans une situation échoueront dans une autre. Il est clair que beaucoup dépendra de la situation internationale et des politiques adoptées en d'autres pays, spécialement aux États-Unis, de la structure de l'économie intérieure et de la façon dont elle évolue, et des attitudes et du degré d'optimisme du public; ces facteurs, à leur tour, prendront forme selon la nature des événements et des politiques récents au pays et à l'étranger. Aussi serait-il chimérique et dangereux de vouloir prescrire une politique pour un avenir imprévisible. Les coûts et les avantages de poursuivre un objectif plutôt qu'un autre changent constamment, et l'efficacité de chaque instrument de politique varie grandement selon les circonstances.

Si l'on est désappointé que nous ne puissions proposer aucune formule de politique précise et détaillée, on le sera davantage que nous soyons incapables d'établir un critère invariable d'après lequel on pourrait juger de notre succès à réaliser les objectifs nationaux. Néanmoins, des objectifs que l'on peut facilement atteindre en certaines circonstances peuvent s'avérer inaccessibles en d'autres. Ainsi, par exemple, un taux de chômage aussi peu élevé que 3½ p. 100 après ajustement saisonnier peut être obtenu sans inflation, si le climat mondial est favorable, si les problèmes de structure sont mineurs et si les exigences des ouvriers et des patrons sont modérées, tandis qu'il serait presque impossible de ne pas dépasser 5 p. 100 dans des circonstances inverses, surtout si la main d'œuvre s'accroît rapidement. La même chose s'applique également aux gains dans la productivité qui—pour des raisons échappant au contrôle des mesures de politique—peuvent, à court terme, s'écarter considérablement d'une moyenne satisfaisante en longue durée. L'objectif de maintenir une solide position financière extérieure ne peut naturellement se ramener à des termes pure-

ment quantitatifs en aucun temps; cet objectif comporte plusieurs éléments distincts concernant notre position concurrentielle, nos réserves de devises, notre dépendance des capitaux étrangers, et de façon générale le caractère du commerce et des arrangements de paiement sur le plan international.

On ne peut pas non plus ranger les objectifs selon un ordre de priorité rigide, advenant qu'ils entrent en conflit temporaire ou durable. Les considérations internationales peuvent prédominer temporairement, et parfois requérir une attention particulière pour des périodes prolongées, spécialement si l'économie est devenue incapable de soutenir la concurrence internationale. En temps normal, toutefois, nous inclinerions à accorder la priorité à l'objectif de l'emploi à cause du coût élevé du chômage en termes de privations personnelles et de perte de production nationale, bien que nous ayons tenté de démontrer que cet objectif n'est pas indépendant des autres. Si notre position concurrentielle ou financière internationale faiblit, si la productivité s'accroît trop lentement ou est stationnaire, ou si les prix continuent de monter considérablement, on devra accorder plus d'attention à la solution de ces problèmes. L'une des raisons d'agir ainsi, et non la moindre, est que les échecs en ces matières pourraient compromettre pour longtemps nos chances d'atteindre à un niveau d'emploi élevé et stable.

Malgré qu'il soit impossible de déterminer un ensemble de règles invariables pour parer à des situations différentes, il y a certaines grandes catégories de problèmes qui continueront de se poser au Canada. Il est peut-être utile, par conséquent, d'esquisser les sortes de programmes de politiques qui seront, croyons-nous, nécessaires pour les résoudre. Nous traitons d'abord du problème de l'insuffisance de la demande et du chômage, et nous passerons ensuite au problème opposé d'une demande excessive et des prix à la hausse.

(i) *Le problème de l'insuffisance de la demande*

Si un ralentissement dans le taux d'augmentation des exportations et des investissements intérieurs, une augmentation du chômage et d'autres

indications portaient à croire qu'une récession peu sévère et de courte durée dans la demande est imminente, la solution pourrait être comparative-ment simple. La situation pourrait commander une certaine détente dans les conditions de crédit (y compris la cessation de toute restriction précédemment imposée sur les prêts et les termes de crédit), une accélération renversible d'un programme de travaux publics utiles, et—peut-être—une réduction temporaire des impôts pour stimuler la consommation. La tâche des autorités serait facilitée si la conjoncture mondiale restait forte, si la structure de nos coûts de production était compétitive sur les marchés internationaux et si nos réserves de devises étaient élevées, car alors une politique expansionniste au pays serait moins astreinte à des limitations d'ordre extérieur. Cela serait également vrai si les arrangements relatifs aux paiements internationaux nous donnaient facilement accès temporaire à toutes devises nécessaires. Des mesures expansionnistes seraient aussi plus aisées à prendre si les ouvriers et les patrons faisaient preuve de modération afin de ne pas menacer la stabilité des prix, et si le public manifestait beaucoup de confiance envers les politiques passées et futures du gouvernement.

Si la période de faiblesse s'annonçait prolongée—disons, parce qu'un boom d'investissements considérables aurait créé beaucoup d'excédents de capacité de production dans l'industrie—il serait beaucoup plus difficile de trouver des remèdes efficaces. Il faudrait accentuer le relâchement monétaire, les émissions d'obligations du gouvernement devraient, autant que possible, se limiter à des échéances plus courtes (un soin rendu plus facile si la politique antérieure avait été d'allonger l'échéance de la dette), et il serait nécessaire de s'appuyer plus fortement sur des mesures fiscales. La coopération avec les gouvernements provinciaux, comprenant un programme de stimulants financiers, pour les encourager à accroître leurs investissements en capital social jouerait aussi un rôle vital.

La situation serait encore plus complexe si l'économie canadienne souffrait de vices structurels généralisés à cause de l'évolution de la demande intérieure et mondiale. Aux mesures de

portée générale qui resteraient essentielles, il faudrait ajouter des programmes spécifiques visant à améliorer la mobilité du travail, à accroître le savoir-faire de la population et—peut-être—à accorder des stimulants à l'industrie sans toutefois encourager l'inefficacité dans la production. Au Canada actuellement, malgré le chômage qui sévit dans plusieurs régions, il y a encore pénurie de main-d'œuvre pour plusieurs emplois spécialisés, et des programmes de rééducation peuvent être utilisés tant pour accroître l'emploi que pour empêcher la rareté de certains types de main-d'œuvre de tirer vers le haut toute la structure des salaires et des prix. Ces programmes, cependant, n'ont pas toujours besoin de mettre l'accent sur des savoir-faire spécifiques; une adaptabilité générale, une facilité d'expression et la connaissance des mathématiques élémentaires peuvent fort bien être plus utiles pour une partie des ouvriers de l'ère des calculatrices.

Lorsque les autorités arrêteront les politiques appropriées pour l'ensemble du pays, elles auront aussi à tenir compte des problèmes régionaux. Les taux de chômage, saisonnièrement ajustés, étaient en novembre 1963, par exemple, de 9.5 p. 100 dans la région de l'Atlantique, de 7.2 p. 100 dans le Québec et de 6.2 p. 100 en Colombie-Britannique, à rapprocher de 3.6 p. 100 en Ontario et de 3.1 p. 100 dans les Prairies. La mesure dans laquelle les noyaux de chômage, régionaux et saisonniers, pourront être éliminés jouera clairement un rôle important pour déterminer quels succès on obtiendra pour réaliser le plein emploi à l'échelle nationale. Dans ce domaine, les mesures fiscales et monétaires de caractère général ne peuvent guère plus que soutenir la demande globale à un niveau désirable. Les impôts et services fédéraux ne peuvent pas facilement différer d'une région à une autre du pays, pas plus qu'il n'est possible d'imaginer une politique monétaire régionale qui ait quelque sens en regard de l'unité essentielle des marchés des capitaux et de la promptitude avec laquelle les fonds affluent vers les centres qui offrent le meilleur rendement. Cependant, des caisses de développement régional peuvent être utiles si l'on veut établir des entreprises qui ne peuvent

payer les taux courants d'intérêt ou en établir pour des raisons autres qu'économiques. Il faudrait noter, toutefois, que nous n'avons pas constaté que l'impossibilité de lever des capitaux soit un problème fondamental dans les régions du pays caractérisées par le chômage.

Les mesures qui visent à conserver l'économie compétitive et flexible ont une importance particulière, car si notre structure de coûts de production est élevée, il devient encore plus difficile de réussir à stimuler l'emploi et la production au Canada. Si les prix intérieurs augmentaient plus rapidement qu'ailleurs, on toucherait vite le point où les facteurs internationaux imposent des limites aux mesures expansionnistes. Ces limitations seraient également rigides si nos réserves de devises étaient faibles ou si le climat mondial était défavorable. Nos réserves subiraient une plus forte pression encore si les conditions de crédit étaient rendues beaucoup plus faciles au Canada qu'aux États-Unis, à cause de la prompt réaction des courants de capitaux internationaux à tout écart notable entre les taux d'intérêt dans les deux pays.

Bien que le lien des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis soit élastique et que le climat extérieur ne doive pas toujours bloquer notre politique intérieure, il faut reconnaître que, dans la pratique, des facteurs internationaux limiteront souvent la portée sur laquelle les conditions de crédit au Canada pourront varier, même avec l'appui d'opérations à terme sur le marché des devises. Ces limitations se feront sentir plus tôt et plus durement si les États-Unis adoptent mal à propos des politiques monétaires restrictionnistes, peut-être pour protéger leur stock d'or ou leur position internationale en général. Cette éventualité met en lumière l'importance d'élaborer des facilités satisfaisantes de liquidité internationale. Non seulement ces facilités donneraient-elles directement au Canada et aux autres pays plus de temps et de latitude pour régler des problèmes assez tenaces, mais elles apporteraient aussi des bénéfices indirects importants: les grands pays industriels seraient moins enclins à compromettre la prospérité mondiale en poursuivant des politiques restrictionnistes inopportunes

dans une vaine tentative d'attirer à soi une meilleure part du stock limité de devises mondiales.

Nous souhaitons donc ne pas nous trouver fréquemment dans la situation où des facteurs internationaux nous obligent à adopter des mesures monétaires et fiscales de rythme différent où même de sens opposés. Nos recherches n'indiquent pas qu'aucun des instruments de la politique ait assez de puissance par lui-même pour qu'on veuille le manier indépendamment des autres si on peut l'éviter. D'autre part, le fait même que, normalement, la politique monétaire affecte peu la dépense réelle—par opposition à la circulation des capitaux—signifie qu'on peut l'utiliser à l'encontre des objectifs intérieurs s'il faut restaurer une position financière internationale temporairement déséquilibrée ou s'il faut gagner du temps pour avoir la chance d'appliquer des mesures plus fondamentales. Ce fut le cas lors de la crise spéculative du change en 1962; bien que la restriction monétaire ait assez frappé l'économie intérieure à cette occasion, elle n'affecta pas la conjoncture au point d'interrompre la reprise des affaires alors en cours. Les résultats auraient été différents si l'on avait dû maintenir cette politique en permanence faute d'avoir aussi adopté d'autres remèdes.

Les limitations internationales à notre faculté de relâcher les conditions de crédit, et l'incapacité apparente de la politique monétaire, même sans ces limitations, de restaurer des conditions de plein emploi dans l'économie en temps de ralentissement sérieux indiquent toutes deux que l'on doit s'appuyer fortement sur des mesures fiscales en de tels moments. Dans une certaine mesure, on peut obtenir une détente additionnelle des conditions de crédit sans trop affecter la structure générale des taux d'intérêt par des moyens comme la réduction de la mise de fonds initiale de la L.N.H. et une plus libérale politique de prêts de la B.E.I.; mais les effets les plus directs et les plus rapides sur les revenus et la dépense intérieurs devront probablement venir du côté fiscal, notamment de réductions importantes des impôts.

Nous ne voulons pas songer à la mise en vigueur en temps de paix de contrôles des devises qui effecteraient la circulation des capitaux ou des marchandises; mis à part leur caractère attenta-

toire à la liberté, ils invitent des représailles, ils peuvent entraîner des hausses de coûts de production et infliger des dommages permanents concernant l'orientation des mouvements de capitaux. Le Gouvernement fédéral peut être en mesure de restaurer tout autant le niveau de nos réserves par des emprunts à long terme sur le marché de New York. Même si le gouvernement des États-Unis s'inquiète de l'état de ses propres réserves, il ne s'objecterait pas si les devises ainsi empruntées par le Canada devaient probablement retourner aux É.-U. en contrepartie de notre déficit commercial. Quelle que soit la situation, il est important, cependant, que les deux pays conviennent de coopérer dans la gestion de leurs positions en devises afin de ne pas se créer sans nécessité des difficultés réciproques; le Canada a récemment joué un rôle constructif en ce sens lorsqu'il a réduit la proportion d'or de ses réserves afin d'alléger la tension sur le stock d'or des États-Unis.

En des circonstances extrêmes—s'il survenait, par exemple, une chute importante de la demande mondiale pour les produits d'exportation canadiens—il pourrait être nécessaire de modifier la parité du dollar canadien. Nous souhaitons que les politiques du Canada et du monde seront suffisamment constructives pour ne jamais rendre la chose nécessaire; mais il peut arriver des temps où il ne serait pas sensé, ni même possible, de défendre le taux du change en imposant un chômage excessif et la stagnation au pays par des politiques restrictionnistes. Toutefois, que cela ne serve pas d'excuse pour mal gérer l'économie intérieure; si on laisse sans nécessité le taux du change se déprécier, quel que soit le régime de taux en vigueur, cela minera rapidement la confiance et entraînera au pays des hausses de coûts et de prix qui, se cumulant, affecteront dangereusement l'emploi et la croissance.

(ii) *Le problème de l'excès de la demande*

Le problème de l'excès de la demande, comme celui de la faiblesse des marchés, peut être d'une complexité et d'une intensité variables. S'il apparaît que la pression sur les ressources physiques et la hausse des prix ne durera pas plus d'un an

ou deux, il pourra être relativement facile de la contrôler en resserrant les conditions de crédit, en retranchant quelques dépenses gouvernementales et, si nécessaire, en augmentant les impôts. Nos réserves de devises pourraient bien s'accroître considérablement si les entrées de capitaux excédaient le déficit de la balance des comptes, mais on peut disposer d'une augmentation temporaire avec facilité, surtout si on peut compter sur la coopération d'autres pays; de tels gains de devises pourraient, à la vérité, être bien accueillis si notre position était faible au départ¹. D'autre part, il est possible que notre position en devise puisse s'affaiblir durant un boom au pays—ce qui atténuerait le conflit entre nos objectifs intérieurs et internationaux—quoique cela n'ait pas été habituellement le cas pour notre économie.

La tâche des autorités serait plus difficile si les tensions inflationnistes s'annonçaient comme devant être prolongées, ou si elles reprenaient tôt après une autre période semblable. De plus, si le climat général dans le monde était également inflationniste, les Canadiens pourraient en venir à attendre des hausses de prix constantes, et les ouvriers aussi bien que les patrons pourraient adopter des attitudes moins compétitives et moins retenues. Les hausses de prix et de salaires qui en découleraient seraient intensifiées par les pressions d'origine étrangère—psychologiques et économiques—et obligeraient à prendre des mesures fiscales d'ordre plus sévère et plus durable, tant pour retrancher les dépenses de l'État que pour augmenter les impôts, y compris, peut-être, une réduction des taux autorisés de dépréciation et l'imposition de taxes spéciales sur les investissements. Les autorités fédérales auraient aussi besoin de rechercher l'aide des gouvernements provinciaux et municipaux afin de réduire la pression sur les ressources physiques. Il faudrait en plus que la politique monétaire soit hautement restrictionniste, du moins autant que

¹ Le problème d'un excès de réserves serait moins aigu dans le cas exceptionnel où une période d'inflation au Canada coïnciderait avec une période de ralentissement relatif dans le reste du monde. Il résulterait d'un tel concours de circonstances un affaiblissement de la demande pour nos produits d'exportation et une vigueur compétitive des produits importés qui tendraient au Canada à contrôler à la fois les augmentations de prix et le taux d'accumulation des réserves.

le permettraient les limitations découlant d'embarrassantes entrées de capitaux et de devises. La sévérité de ces limitations dépendrait en partie du genre de politiques poursuivies ailleurs. Par exemple, lorsque la politique des É.-U. est également restrictionniste, nous avons plus de latitude pour hausser les taux d'intérêt au pays; cependant, si les taux sont maintenus inopportunément bas aux É.-U.—par souci, peut-être, de la position en devises des autres pays si l'on n'a pas institué d'autres arrangements internationaux—notre liberté de manœuvre sera d'autant réduite.

Si ces limitations internationales affectent sérieusement notre capacité d'employer des politiques monétaires de caractère général pour soulager de critiques pressions inflationnistes, nous n'écarterions pas l'usage d'instruments plus sélectifs qui ont moins de conséquences sur le niveau général des taux d'intérêt. Ces instruments pourraient inclure des mesures directes visant à restreindre les sortes et les montants des crédits octroyés par les institutions financières, ou des modifications dans les termes des prêts de la L.N.H. (Nous ne savons pas si la réglementation du crédit aux consommateurs est du ressort du pouvoir fédéral; et de toute façon, une augmentation des taxes de vente serait peut-être plus équitable et tout aussi efficace.) Nous avons mentionné au chapitre 22 que nous n'aimons pas beaucoup les coefficients d'actif et l'usage de la persuasion morale, qui entravent l'évolution des marchés financiers, qui ont des effets iniques, et qui suscitent l'apparition de marchés gris et de subterfuges. Néanmoins, si les conditions sont assez mauvaises, et si les autorités sont empêchées par des facteurs internationaux de resserrer le système financier de la manière habituelle, de telles mesures peuvent être nécessaires. Dans notre opinion, elles devraient, cependant, être sujettes à l'approbation du gouvernement, être de nature temporaire et, autant que possible, être appliquées équitablement à toutes les institutions dont les affaires sont semblables.

Les opérations de gestion de la dette du gouvernement, quoique jouant un rôle réduit dans l'ensemble, devraient aussi servir, lorsque possible,

à créer des conditions de crédit appropriées. Ainsi, le refinancement des émissions arrivant à échéance par des émissions à long terme peut aider les autorités monétaires à exercer le maximum de pression sur les taux d'intérêt à long terme, qui paraissent avoir plus d'influence sur la dépense intérieure, tout en réduisant la pression sur les taux à court terme qui affectent davantage certains des courants internationaux de capitaux. Si les surplus de devises étaient employés à rembourser la dette du gouvernement à l'étranger dans de telles circonstances², cela pourrait enrayer les pressions spéculatives, et répondre aux désirs des États-Unis s'ils voyaient leurs réserves drainées à cause de notre politique; cela nous donnerait donc plus de latitude pour poursuivre une politique de crédit restrictionniste.

Nous avons dit au chapitre 23 que nous ne sommes pas en faveur de mesures directes contre les entrées de capitaux pour régler un problème d'additions excessives aux réserves. Quoique de telles mesures puissent être grandement efficaces dans l'immédiat, elles laissent aussi des effets durables qui pourraient nous empêcher d'obtenir les capitaux étrangers nécessaires une fois les circonstances changées. En fait, si pour résister à une pression à la hausse du dollar canadien sur le marché des devises, il nous fallait beaucoup réduire notre capacité de poursuivre nos objectifs intérieurs et nous résigner à des hausses considérables et permanentes des prix et des coûts canadiens, les autorités pourraient être finalement obligées de revaloriser le dollar. Sous un régime de taux fixe du change, nous ne sommes pas en faveur de changements fréquents, avec les perturbations qui les accompagnent; et nous pourrions ordinairement les éviter grâce à une combinaison de mesures anti-spéculatives, de coopération internationale et de politiques fiscales appropriées. Mais s'il advenait que cela n'empêche pas l'inflation de détériorer notre position compétitive sur les marchés mondiaux et notre capacité de main-

tenir le plein emploi à long terme, un changement pourrait devenir inévitable.

Il est tout à fait certain que des périodes prolongées de tension sur les ressources du Canada —qu'elles nécessitent ou non la revalorisation éventuelle de l'unité monétaire— ne peuvent être efficacement combattues que par un mélange de politiques dans lequel les mesures fiscales prennent un rang éminent. La politique monétaire n'est sûrement pas assez puissante pour s'en charger toute seule en faisant varier les conditions de crédit dans toute la mesure raisonnablement possible, même en faisant abstraction des empêchements internationaux à l'employer pleinement. Cela rend donc impératif, comme nous l'avons souligné au chapitre 24, d'utiliser sagement et avec prévoyance la politique fiscale. S'engager de façon irresponsable et irréversible dans des programmes de dépenses en périodes de récession limitera la capacité des gouvernements, en temps d'expansion trop rapide, de réaliser les surplus nécessaires tout en laissant les impôts à des niveaux raisonnables. Si le gouvernement fédéral ajoute aux pressions sur les ressources et absorbe l'épargne intérieure quand la conjoncture est forte, ou s'il élève alors les impôts à des niveaux intolérables, notre croissance peut fort bien être compromise pour longtemps et la domination de l'étranger sur notre économie s'accroître. De plus, ne pas planifier sa politique à l'avance aura des effets adverses sur la confiance au pays et à l'étranger et sur les marchés financiers, ce qui limitera les possibilités et l'efficacité de la politique fiscale lorsque la conjoncture s'affaiblira de nouveau. Bien que nous estimions qu'il faut encourir les déficits nécessaires, quand ils font trouver un emploi à l'épargne et à la main-d'œuvre qui se gaspilleraient autrement en temps de récession, nous verrions mal que le ministre des Finances s'embarque alors dans des projets qu'il ne sera pas prêt à financer par l'impôt ou à interrompre lorsque les circonstances l'exigeront.

(iii) *Autres problèmes de politique*

On a parfois émis l'idée qu'en déplaçant l'accent entre les mesures fiscales et monétaires de temps à autre, on peut aider à stimuler l'accrois-

² Les autres emprunteurs canadiens ne sont pas susceptibles de faire la même chose, car c'est précisément dans ces moments-là qu'ils éprouvent de la difficulté à rencontrer même leurs besoins de fonds nouveaux sur le marché canadien.

sement de la productivité à la longue. Ces variations dans le « dosage » des politiques est possible dans une certaine mesure et—comme nous l'avons indiqué—de telles variations peuvent, en fait, être nécessaires pour atténuer les conflits entre les objectifs de l'emploi et des prix au pays et les objectifs internationaux. Cependant, il y a des limites à cette liberté, et de toute façon, on ne peut déterminer avec certitude quelle combinaison produira le meilleur taux de croissance de la productivité en toutes circonstances.

L'augmentation de l'efficacité résulte en grande part de l'énergie et de l'esprit d'entreprise du travail et du patronat, de la diversité des talents, de la qualité de l'éducation et de la recherche, des développements technologiques au Canada et ailleurs et de la capacité d'adaptation de la population à de nouvelles situations. La politique financière du gouvernement joue un certain rôle parmi ces facteurs, dans la mesure où elle affecte les stimulants à faire des immobilisations nouvelles, sur lesquelles reposent fortement la croissance de l'efficacité et de l'emploi. Ainsi, la politique fiscale—qui règle le volume et la nature des dépenses et des revenus du gouvernement—peut influencer sur le volume de l'épargne, de l'investissement et de la consommation dans l'économie; tandis que la politique financière internationale—particulièrement celle qui affecte les courants de capitaux—peut avoir des effets semblables. La politique monétaire exerce aussi une certaine influence sur l'évolution de la productivité, en tant que celle-ci dépend des investissements et que ces derniers sont sensibles au coût des emprunts³. Cependant, les gouvernements exercent habituellement une influence plus directe sur la productivité au moyen de mesures non financières—pour faire progresser l'éducation, la mobilité des travailleurs et la souplesse générale des structures économiques. La politi-

³ Voir, par exemple, le témoignage du professeur Paul Samuelson—page 43, paragraphe 3—dans lequel il dit qu'une plus rapide croissance, pour peu qu'elle soit réalisable, doit dépendre de politiques monétaires conçues de façon à stimuler à la longue l'accroissement du stock de capitaux productifs; la réduction correspondante de la proportion des biens de consommation dans la production totale au niveau de plein emploi serait obtenue grâce à une politique fiscale plus restrictive.

que commerciale, en particulier, a un rôle spécial à jouer pour assurer que l'économie demeure compétitive et que les producteurs inefficaces ne sont pas favorisés.

Qu'une combinaison de politiques fiscales restrictionnistes et de conditions faciles de crédit puisse amener des gains de productivité plus rapides que la combinaison inverse (emploi, niveaux des prix et autres politiques étant les mêmes) dépendra, par exemple, de la nature et du poids des impôts supplémentaires que cela implique. Ils peuvent frapper la consommation, l'investissement ou l'épargne à des degrés variables d'intensité, ou plus généralement, ils peuvent affecter la volonté de travailler et d'innover de la population. De même, si quelque partie du programme fiscal restrictif consiste à réduire les dépenses de l'État, son effet net sur la productivité dépendra de l'utilité de la dépense éliminée et de la dépense privée qui la remplace. Si la restriction fiscale n'affecte pas grandement les stimulants à investir et ne réduit pas les dépenses publiques productives, et si l'investissement privé productif réagit au relâchement des conditions de crédit, qui vient aussi pour partie des surplus gouvernementaux arrondissant l'épargne privée, cela peut bien se traduire par des gains de productivité plus élevés que ceux que l'on obtiendrait avec quelque autre combinaison de politiques.

Il est également possible, tout de même, d'imaginer des circonstances dans lesquelles l'augmentation de l'efficacité serait plus favorisée par une politique fiscale plus facile et des conditions de crédit plus restrictives. Outre qu'une telle combinaison pourrait avoir des effets moins adverses sur les stimulants, elle attirerait probablement plus de capitaux étrangers et favoriserait ainsi l'investissement au Canada. De même, si un accroissement des dépenses fiscales remédiait à des imperfections des services du secteur gouvernemental, ce dosage de politiques pourrait amener un meilleur taux de croissance de la productivité que des politiques destinées à stimuler l'expansion d'un stock de moyens de production privés déjà assez abondant par rapport à la demande. En fait, des budgets passablement expan-

sionnistes et des taux d'intérêt élevés—beaucoup plus élevés qu'au Canada—ont caractérisé la politique récente d'un certain nombre de pays européens.

Avec l'une ou l'autre de ces combinaisons de politiques, l'orientation permanente de la politique fiscale peut servir à freiner la consommation et à encourager l'épargne lorsqu'il y a plein emploi. Toutefois, si elle était poussée trop loin, cette orientation pourrait émousser le désir de travailler et abaisser tellement la demande des consommateurs que les hommes d'affaires n'auraient plus intérêt à accroître et à améliorer leurs moyens de production. A tout événement, nous ne croyons pas que les autorités auront normalement beaucoup de liberté d'action pour modifier leurs combinaisons de politiques sans sacrifier l'un ou l'autre des objectifs nationaux majeurs. Dans la mesure où leur latitude est assez étendue, la meilleure combinaison ne peut être déterminée qu'à la lumière des circonstances particulières qui règnent à un moment donné.

Un facteur important pour arrêter une politique est le problème de concilier les deux objectifs de la stabilité des prix et du plein emploi. Quoiqu'il n'existe pas de conflit essentiel ni invariable entre les deux, nous avons noté au chapitre 20 que les prix ont tendance à monter quand les taux de chômage touchent sensiblement moins de 4 p. 100 ou 5 p. 100. Jusqu'à quel point les prix vont en fait monter dépend beaucoup des attitudes des patrons et des travailleurs. Cela, à son tour, dépend partiellement de l'état de la conjoncture mondiale, de l'intensité de la concurrence sur les marchés intérieurs et d'exportations et des caractéristiques et du pouvoir d'adaptation de la main-d'œuvre. Les progrès de la productivité ont été moindres dans les récentes années de cette «ère de l'automation» qu'en plusieurs autres périodes de notre histoire, quoique l'allure puisse s'accroître dans l'avenir. Au surplus, la période dans laquelle nous entrons verra les effectifs des travailleurs s'accroître encore plus rapidement que ces derniers temps⁴.

⁴ Au cours des six années de juillet 1957 à juillet 1963, plus de 800,000 personnes s'ajoutèrent à la main-d'œuvre en dehors du secteur agricole.

Si de rapides changements technologiques, des additions considérables au nombre des travailleurs et un climat des affaires compétitif ne réduisent pas sensiblement le conflit entre la stabilité des prix et le plein emploi, les autorités auront des décisions difficiles à prendre. Si elles restreignent la demande totale afin de freiner des hausses nocives de salaires et de prix, elles pourront provoquer plus de chômage et un ralentissement économique. D'autre part, si elles manquent d'arrêter le phénomène, notre position concurrentielle sur les marchés mondiaux et le désir d'épargner et d'investir seront minés, ce qui aura des conséquences à la longue pour notre capacité de maintenir le plein emploi et d'améliorer les niveaux de vie. Aussi est-il important de s'assurer que les salaires et les prix, en termes monétaires, ne s'élèvent pas sans excuse si les autorités désirent conserver la faculté de poursuivre avec succès des politiques de plein emploi.

Pour tenter de résoudre ce problème, un certain nombre de pays ont adopté des «politiques des revenus», dont nous avons discuté avec quelques-uns de nos distingués témoins étrangers. Dans certains cas, ces politiques ne font rien d'autre que formuler des règles indicatrices des taux appropriés pour les augmentations annuelles de salaires que l'on peut accorder sans créer de pressions inflationnistes; ces règles sont élaborées par des organismes qui représentent les intérêts divers de la collectivité. Dans d'autres cas, les salaires et les prix sont plus directement contrôlés par le gouvernement.

Même là où ces régimes ont un caractère moins contraignant, ils paraissent reposer dans une grande mesure sur des ententes entre mouvements syndicalistes et confédérations d'employeurs hautement centralisés. On ne pourrait donc pas les adapter tels quels à la situation canadienne, où des syndicats autonomes négocient avec chaque employeur ou industrie⁵, et où les contrats de travail—à peu d'exceptions près—sont du ressort des lois provinciales. De toute façon, ces

⁵ Le Congrès canadien du travail, par exemple, n'a pas d'autorité ni de contrôle sur aucune des unions qui lui sont affiliées en matière de politiques de négociation collective.—Témoignages, page 6514.

régimes ne donnent pas toujours des résultats satisfaisants (des pressions politiques font fréquemment accepter de fortes augmentations annuelles de salaires) et la plupart des pays concernés souffrent d'inflation beaucoup plus rapide qu'au Canada ou aux États-Unis. Toute tentative de bloquer l'éventail des salaires entraîne aussi des malaises et des injustices et risque de créer une mauvaise répartition des ressources lorsque la situation change. Le professeur Lundberg nous a dit, cependant, que la Suède évite quelques-uns de ces dangers en préservant un climat extrêmement compétitif, qui expulse les ouvriers des industries en déclin et leur procure l'assistance du gouvernement pour se placer ailleurs. Néanmoins, il admet qu'il y a des « glissements » de salaires, du fait que les employeurs cherchent à surmonter la rareté de la main-d'œuvre en offrant des salaires supérieurs au taux courant⁶. De plus, s'il est pourvu à un arbitrage indépendant, il est probable que les arbitres ne se laisseront pas guider seulement par la politique du gouvernement, et le régime peut fort bien s'écrouler sous la pression des exceptions. Finalement, ainsi que nous l'a rappelé feu Sir Dennis Robertson, il est virtuellement impossible d'avoir une politique des salaires efficace et acceptable sans avoir également une politique des profits, ce qui peut facilement bloquer les taux de bénéfices de façons inappropriées et ruiner les stimulants à grandir et à améliorer l'efficacité⁷.

Toute la question des politiques de salaires et de revenus, et celle de leur place, s'il en est une, dans l'arsenal des politiques gouvernementales, exigent plus d'étude que celle que nous avons pu lui consacrer. Cependant, il est clair que nous pourrions rencontrer des difficultés et des coûts formidables à vouloir établir un régime aussi radicalement nouveau; et nous avons l'impression que la chose n'est ni nécessaire ni désirable à ce moment-ci. Cela ne veut pas dire que le problème puisse être laissé de côté; mais nous pensons qu'une combinaison de politiques financières générales, de mesures non financières et d'attitudes raisonnables du travail et du patronat peuvent

prévenir un retour des tendances excessives à la hausse des salaires et des prix. Le Conseil économique du Canada récemment établi devrait pouvoir jouer un rôle constructif dans ce domaine, en étudiant le problème et en attirant l'attention du public et des parties concernées sur sa complexité. Ses études périodiques sur la conjoncture intérieure et la position internationale du Canada devraient aussi servir à avertir ceux qui participent aux négociations collectives ou à l'établissement des politiques de prix des conséquences à court et à long terme de leurs décisions.

De telles études ne dégageront cependant pas les autorités de leur obligation d'arrêter des politiques générales afin de maintenir la demande aux niveaux appropriés. Pas plus qu'elles ne dispenseront le gouvernement d'appliquer les mesures non financières propres à préserver la capacité d'adaptation et de concurrence de l'économie. Ainsi, la tâche des autorités sera presque toujours très compliquée. Elle les obligera à mettre en œuvre plusieurs instruments de politique, selon la structure de l'économie, le nombre d'objectifs subsidiaires recherchés et les répercussions d'une mesure donnée visant un objectif donné sur les chances de réaliser l'ensemble des objectifs.

Les autorités auront aussi à exercer un choix parmi une grande variété de techniques pour conduire leurs politiques. Comme nous l'avons montré dans les chapitres précédents, elles doivent s'efforcer d'éviter celles qui sèment la confusion ou minent la confiance et qui, donc, placent des bornes inutilement resserrées à l'influence des politiques. Néanmoins, le choix de techniques d'opération particulières est moins important que la tâche de créer un climat favorable en prenant avec cohérence des décisions réfléchies. Si 4 p. 100 est le bon niveau pour les taux à court terme, il importe peu qu'on l'obtienne avec un taux officiel d'escompte fixe ou flottant, quoique il puisse être plus facile de faire accepter un taux fixe par le public. De même, si les taux à long terme doivent être augmentés, on déterminera selon les circonstances si l'on doit le faire en lançant de nouvelles émissions d'obligations du gouvernement à longue échéance, en resserrant les taux à court terme, en conduisant des opérations d'« open market » ou

⁶ Témoignages, pages 4285-97, 4361-7.

⁷ Témoignages, pages 5146-58.

en combinant ces techniques. Le résultat final peut revenir au même quel que soit le choix, et celui-ci devrait se régler selon ce qui est le plus commode et le moins susceptible de créer des bouleversements. Dans tous les cas, les autorités ne devraient pas s'astreindre sans nécessité à des règles d'opération ou à des techniques qui manquent de souplesse; dans les limites de leurs pouvoirs légaux, le seul critère de leurs choix de méthodes devrait être l'efficacité de chacune pour mieux réaliser les objectifs de la politique.

STRUCTURES INSTITUTIONNELLES POUR LA CONDUITE DE LA POLITIQUE

Nous avons souligné plus tôt que même des politiques bien choisies ne seront efficaces que si les politiciens sont sages et prévoyants, s'ils veillent à peser attentivement les conséquences de leurs actions et—si nécessaire—s'ils sont prêts à poser des gestes temporairement impopulaires. Si l'intérêt national commande des politiques restrictives sous forme d'augmentation d'impôts ou de resserrement du crédit, cela sera rarement applaudi. Si une récession fait que le gouvernement est assiégé de demandes de programmes de dépenses permanents et mal avisés pour corriger la faiblesse courante de la demande, il ne lui, sera pas facile de refuser. Pourtant, si l'on manque de fermeté, les conséquences à longue portée peuvent en être sérieuses; aussi le ministre des Finances doit-il être un homme dont les soupçons s'éveillent si ses politiques d'impôts et de dépenses deviennent soudainement trop populaires. Il a aussi le devoir spécial de s'assurer de la compatibilité des politiques économiques qui s'établissent dans la sphère même de ses responsabilités, quoique ce soit sur le cabinet entier que repose la responsabilité finale de l'unité, de la cohérence et du bon sens des politiques.

La meilleure direction politique sera cependant inefficace si elle n'a pas l'appui d'une opinion publique éclairée et intelligente. Le gouvernement lui-même a un rôle important à jouer à cet égard en communiquant au bon moment des données statistiques et économiques, en défendant ouvertement ses politiques au Parlement et ailleurs, et en

encourageant ses hauts fonctionnaires à expliquer ses politiques et à participer à des discussions avec les membres intéressés de la collectivité. Néanmoins, l'éveil de l'intérêt public pour les questions de politique financière relève en bonne part de la responsabilité du secteur privé lui-même—monde des affaires, du travail, des universités et de la presse. Certains organismes privés jouent un rôle utile en étudiant et en commentant les problèmes de politiques, mais nous avons l'impression qu'on pourrait faire plus à cet égard.

Il nous semble aussi que le monde universitaire canadien prend trop rarement l'initiative de stimuler l'analyse éclairée de questions de politique économique, spécialement dans le domaine des problèmes monétaires. Nous réalisons qu'il n'y a qu'un petit nombre d'économistes qui ne conduisent pas, à un moment ou à un autre, de travaux pour le compte du gouvernement, mais nous souhaitons qu'ils remplissent un rôle plus actif dans les discussions publiques sur les problèmes de politiques. Enfin, la presse financière au Canada pourrait, au grand avantage du pays, consacrer plus de ressources à l'évaluation éclairée et intelligente des questions de politique économique. Le Canada est encore un petit pays, mais il n'y a pas de raison pour que sa presse financière ne puisse pas améliorer la qualité de ses commentaires et analyses au sujet des politiques et événements de la finance.

Un troisième ingrédient essentiel d'une bonne politique est l'existence d'un personnel suffisant et bien structuré de conseillers des auteurs de la politique, rapidement pourvus d'informations pertinentes sur lesquelles baser leurs recommandations. Les services statistiques du Canada se sont grandement améliorés depuis l'époque de nos prédécesseurs de la Commission Macmillan; par exemple, des données sont maintenant disponibles, certaines ajustées saisonnièrement, concernant la main-d'œuvre, la production nationale, des prévisions annuelles sur les investissements, et un vaste champ d'affaires financières et industrielles. Toutefois, la complexité croissante de l'économie et les responsabilités accrues du gouvernement augmentent encore plus les besoins et les demandes de statistiques; cela ne vient pas seulement

du gouvernement fédéral lui-même mais du secteur privé, des gouvernements aux autres paliers, et même de corps internationaux.

Nous nous trouvons, par conséquent, en sympathie avec les recommandations de la Commission royale d'enquête sur l'organisation gouvernementale qui préconisent l'augmentation des budgets, du personnel et des autres ressources consacrées à la préparation et à la publication de statistiques par le gouvernement fédéral⁸. Du point de vue de la politique économique, ce qui importe n'est pas tant la quantité des données disponibles que leur actualité et leur pertinence. Dans le chapitre 22, nous avons mentionné quelques-uns des délais avec lesquels sont publiées présentement certaines informations économiques, et nous avons indiqué quelle difficulté cela crée aux autorités pour déterminer ce qui se passe couramment dans l'économie et, par conséquent, pour décider de l'orientation de la politique. Bien que nous soyons d'accord avec l'opinion générale que le Bureau fédéral de la statistique accomplit un travail excellent dans l'ensemble, avec les ressources dont il dispose, nous espérons qu'il sera possible d'accélérer la production des séries statistiques principales et d'affecter plus de ressources à cette tâche importante.

Il semble aussi qu'il y a certaines lacunes dans les données statistiques dont on a besoin tant pour prendre des décisions immédiates que pour apprécier les tendances à plus long terme de l'économie. Nous en avons fourni quelques exemples en d'autres chapitres, comme l'absence de données trimestrielles ajustées saisonnièrement sur les besoins de trésorerie du gouvernement, d'information uniforme sur la position financière et les dépenses de capital des gouvernements provinciaux et municipaux, et de données trimestrielles sur la position financière des entreprises non financières. La tâche des autorités serait facilitée aussi si le relevé des prévisions d'investissements était fait trimestriellement, si de bonnes données sur les nouvelles commandes, les

stocks et les expéditions étaient disponibles plus tôt, et si des renseignements plus détaillés étaient obtenus plus rapidement sur les institutions financières autres que les banques à charte. Il y a eu récemment des améliorations marquées sur ce dernier point, mais il existe encore des lacunes, spécialement en ce qui concerne les credit unions et les caisses populaires. Comme objectif plus éloigné, il serait utile d'avoir plus d'information sur le marché des hypothèques ordinaires ainsi que sur la situation financière et les problèmes financiers de l'agriculture et des petites entreprises.

En général, nous croyons que des séries statistiques améliorées et plus variées, particulièrement si elles sont ajustées saisonnièrement, peuvent aider les hommes d'affaires à prendre des décisions plus intelligentes concernant leurs investissements et leurs stocks. Elles peuvent ainsi contribuer à la stabilisation de l'activité économique, en incitant les hommes d'affaires à mieux répartir leurs déboursés dans le temps autant qu'en assistant les gouvernants pour améliorer leurs politiques de stabilisation.

Si important qu'il soit de posséder de bonnes données dans le processus d'élaboration des politiques, beaucoup dépend du calibre et de la vigueur du personnel de la fonction publique. La fonction publique canadienne est à juste titre tenue en haute estime au Canada et ailleurs, mais nous avons l'impression que les branches du gouvernement qui élaborent les politiques n'attirent pas et ne retiennent pas, présentement, un nombre suffisant d'hommes habiles pour s'acquitter de leurs responsabilités de plus en plus lourdes⁹. Cet état de choses ne tient qu'en partie aux défis et aux attraits croissants qu'offre le secteur privé. Il a aussi pour cause le peu de temps et d'attention qu'accordent au recrutement et à la formation du personnel les hauts fonctionnaires surchargés de travail. Il tient de plus au manque de souplesse des méthodes de recrutement, des barèmes de salaire et des critères de promotions

⁸ *Rapport de la Commission royale d'enquête sur l'organisation gouvernementale* (Commission Glassco), volume 3 pages 35-51.

⁹ L'organisation de la Banque du Canada sera traitée séparément au prochain chapitre.

qui règnent dans la fonction publique. En tout cas, comme l'a observé la Commission Glassco, plusieurs des fonctionnaires les plus capables d'aujourd'hui ont été recrutés durant la dépression et immédiatement après la guerre¹⁰. Ils ont bien servi le pays, mais il est essentiel que les besoins futurs de haut personnel ne soient pas oubliés en raison même des talents incontestables de ceux qui occupent présentement des postes élevés. On devrait donc prendre des dispositions —selon ce que recommande la Commission Glassco—pour améliorer et rendre plus souple le recrutement du personnel dans la fonction publique afin de pouvoir attirer et retenir les sujets disponibles les mieux qualifiés et d'assurer que ceux qui remplissent des postes supérieurs ont l'habileté et le tempérament nécessaires pour bien s'acquitter de leurs lourds devoirs.

Nous partageons aussi l'impression de la Commission Glassco que le ministère des Finances n'a pas un personnel suffisant pour procéder à plus de recherches fondamentales, particulièrement en ce qui concerne les problèmes à longue portée. Cela résulte, en partie, de la pression constante des analyses spécifiques à faire chaque fois que des problèmes urgents et imprévus se présentent. Quelques-unes de ces recherches à longue portée seront sans doute accomplies par le nouveau Conseil économique. Cet organisme a pour objet de conduire des études, et de conseiller le gouvernement, sur des questions comme les perspectives à moyen et à long terme de la conjoncture, et les politiques les plus propres à réaliser les objectifs économiques majeurs de la nation. Il a aussi reçu une série de directives plus précises lui assignant l'étude de sujets comme la participation des Canadiens dans leur industrie, l'automation et les changements technologiques, les formes d'évolution et d'investissement dans certaines industries, le développement régional, les grands projets d'investissement, et les relations entre ouvriers et patrons. Il est additionnellement chargé de promouvoir le progrès de la productivité et des techniques de gestion, la formation et la rééducation des travailleurs, l'extension de

la recherche, et nombre d'autres questions connexes¹¹.

Les études et les rapports annuels du Conseil, incluant une analyse annuelle des perspectives économiques à moyen et à long terme, devraient contribuer considérablement à rendre le public plus conscient des problèmes de politiques et de leurs implications à longue portée. Le Conseil accomplira sans doute sensiblement le même rôle précieux auprès des principaux auteurs de la politique à Ottawa, quoique sa position exacte à l'égard de l'élaboration des politiques ne se définira qu'à l'expérience. Le Conseil, composé de trois membres à plein temps et de vingt-cinq représentants de divers intérêts dans la collectivité, aura son propre personnel et constituera vraisemblablement une source indépendante de conseils pour le gouvernement à qui il fait rapport par l'intermédiaire du secrétaire d'État. Toutefois, comme il n'aura pas de responsabilités administratives spécifiques dans le domaine des politiques, ses membres pourront aussi participer à tout débat public à ce sujet, d'une façon beaucoup plus libre que le personnel des ministères qui doivent fournir leurs conseils privément et qui ne peuvent se mêler de polémiques publiques. A cet égard, le Conseil sera dans la position d'un organisme consultatif semi-indépendant comme il en existe en quelques pays européens, bien que, nous l'espérons, il pourra travailler en étroite coopération avec les ministères où s'élaborent les politiques et avec la Banque du Canada.

Cependant, comme le professeur Samuelson nous l'a souligné¹², des comités de l'extérieur, quelque distingués que soient leurs membres, ne devraient pas être laissés en mesure d'arrêter les politiques, ni de rendre confuse la responsabilité du gouvernement, lequel doit prendre ses décisions et en accepter les conséquences. Comme conseiller supplémentaire, et comme foyer sur lequel se porte l'attention et d'où rayonne la discussion sur les questions de politiques, le Conseil jouera sans doute un rôle constructif; mais le ministre des Finances doit toujours retenir

¹¹ Voir la législation qui le régit, Bill C-72, 1^{re} Session, 26^e Parlement, 1963.

¹² Témoignages, pages 6323-7.

¹⁰ *Op. cit.*, volume 1, page 246.

la place centrale dans l'élaboration des politiques économiques et financières. C'est lui, après tout, qui est responsable de la politique monétaire et des budgets, les deux principaux instruments de stabilisation économique¹³. Il importe donc que le ministre des Finances ait à son service un personnel hautement qualifié, dont les membres soient capables d'entreprendre plus d'études à longue portée, quelle que soit l'assiduité de leurs contacts avec le Conseil. Le ministère des Finances aussi bien que le Conseil pourraient utilement renforcer les cadres de leur personnel en s'assurant les services d'experts choisis dans les universités, dans le monde des affaires et dans le mouvement syndical et ce, pour des périodes temporaires allant jusqu'à, disons, deux ans. Cette pratique, extensivement suivie aux États-Unis et, à un moindre degré, au Royaume-Uni, apporte une fraîcheur de vue et une compréhension plus réaliste des problèmes de politiques tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du gouvernement.

CONCLUSION

Même avec des structures institutionnelles efficaces, il restera de nombreux obstacles à l'élaboration de bonnes politiques. Les autorités ne peuvent jamais faire le point précis de notre position dans l'univers en expansion des phénomènes économiques, et—malgré les progrès réalisés dans l'art de prévoir—la prédiction de l'avenir conserve inévitablement une qualité nettement pythienne. Cependant, nous ne croyons pas qu'il soit impossible d'arrêter correctement la teneur générale et la cadence des politiques; quelques mois de retard pour rectifier l'orientation ou la force d'impact d'une politique, cela ne serait pas une catastrophe. De plus, l'expérience nous apprend que les principales erreurs dans la période de l'après-guerre ont eu surtout pour

cause l'hésitation à utiliser comme il l'eût fallu les instruments de politique générale, ou le recours à des expédients issus de la hâte et du hasard quand des programmes bien mûris et soigneusement coordonnés auraient mieux répondu au besoin.

La conduite des politiques comporte aussi ses limitations parce que dans une société libre et diversifiée, l'opinion n'est pas toujours unanime sur les objectifs à poursuivre et sur les moyens à employer. Nous avons soutenu, toutefois, que ces difficultés peuvent être surmontées si l'on fait preuve d'ascendant et si l'on s'efforce consciencieusement d'expliquer aussi clairement que possible les coûts et les avantages de donner priorité à tel objectif sur tel autre. Une opinion publique éclairée et le monde de la finance ne poseront vraisemblablement pas d'obstacles sérieux à l'emploi de mesures monétaires et fiscales d'une portée raisonnablement étendue. C'est pour cette raison que nous avons souligné l'importance de fournir des explications complètes au sujet des politiques et de leurs objectifs afin, par exemple, que les autorités ne se voient pas forcées d'équilibrer le budget à des moments où cela ne ferait que déséquilibrer l'économie et créer du chômage. Il serait également indésirable que les autorités soient contraintes, par les exigences d'un public mal renseigné, de maintenir les taux d'intérêt indûment bas dans les circonstances inverses où agir ainsi ne pourrait que causer de l'inflation et entraîner des difficultés pour plus tard.

Un troisième facteur, celui du climat international, imposera de temps en temps, des limites aux politiques et à leur efficacité. Nous avons déjà indiqué, cependant, que les problèmes de courte durée dus à cette cause peuvent être parfois résolus sans dommage sérieux à l'économie intérieure en rajustant le dosage des politiques pour accentuer les mesures fiscales et en aidant au développement d'arrangements financiers internationaux plus élaborés. Pour faire face à des difficultés plus aiguës et prolongées, cependant, il faudra peut-être parfois modifier la valeur de notre monnaie sur le marché des devises afin de soulager quelque peu la tension sur l'économie intérieure. Le fait demeure, néanmoins, que

¹³ La situation est différente aux États-Unis où le Président est ultimement responsable de toute politique, sujet à l'approbation législative lorsque requis. Les membres de son conseil économique sont des titulaires réguliers du gouvernement dont les attributions consistent à conseiller le Président sur les questions économiques et, fréquemment, à défendre les politiques de l'administration devant des auditeurs partisans.

nous sommes reliés à l'économie mondiale, quels que soient nos arrangements monétaires, et si le climat économique dans le monde est défavorable, le rendement de l'économie canadienne sera insatisfaisant en dépit des meilleurs efforts des gouvernements.

La mise en œuvre de politiques appropriées aux circonstances dans tout pays comporte des difficultés considérables et ne peut sans doute pas permettre de rejoindre l'idéal. Les autorités canadiennes ont à compter avec des restrictions additionnelles en raison de notre situation extrêmement ouverte à la pénétration des influences mondiales, celle des États-Unis en particulier. Le rendement de notre économie a surpassé le leur une grande partie de la période d'après-guerre (en partie parce que nous avons pu alternativement recourir aux importations ou les refouler pour équilibrer une demande intérieure tour à tour trop forte ou trop faible), mais il sera toujours difficile pour le Canada de faire beaucoup mieux que les États-Unis. Néanmoins, nous devrions pouvoir au moins faire aussi bien, et un insuccès prolongé à cet égard ferait douter de l'efficacité de nos politiques.

En dépit des délais, des incertitudes et des limitations des politiques, notre sentiment, en somme, est assez optimiste. Nous croyons qu'une politique discrétionnaire, appliquée judicieusement, peut améliorer notre rendement économique, et que des objectifs économiques définis en termes raisonnables ne sont pas hors de notre portée avec les moyens dont nous disposons. Nous n'avons pas de raison de croire que des

décisions discrétionnaires seront si souvent mauvaises ou perverses qu'on ferait mieux de les remplacer par des règles automatiques, telles que le maintien des taux d'intérêt à un niveau déterminé ou l'augmentation annuelle de la masse monétaire à un rythme prédéterminé, ou autres règles de ce genre. En vérité, nous avons soutenu que des règles automatiques ou mécaniques sont insuffisantes pour faire face aux changements constants de la conjoncture et des préférences politiques. De plus, ce n'est qu'en conduisant leurs politiques selon les variations des conditions que les autorités acquerront l'expérience nécessaire pour savoir comment faire face à des situations nouvelles et difficiles.

Nous avons constaté que chaque instrument de la politique commande des effets assez puissants pour qu'on ne puisse être indifférent à la façon dont il est utilisé ou négligé. En même temps, nous avons souligné qu'aucun élément de la politique n'a d'effets assez prononcés pour qu'on puisse se fier exclusivement à son pouvoir. Des politiques incohérentes ou contradictoires auront ainsi des résultats graves pour l'économie. Mais si on les réunit en un faisceau soigneusement coordonné elles possèdent ensemble un pouvoir de stabilisation qui peut être considérable par rapport à l'amplitude des oscillations qui autrement se produiraient dans l'économie—plus considérable, en fait, que la somme des effets de chaque partie composante d'une politique intégrée. Inversement, les résultats d'un programme de politiques mal conçu peuvent être très dommageables.

LE STATUT ET L'ORGANISATION DE LA BANQUE DU CANADA

Une politique financière, nous l'avons souligné, se compose de fils divers qu'il faut toujours tisser bien serrés—encore qu'il faille en varier la composition selon les époques—de manière à produire un tissu politique global dont le dessin, les qualités et la texture s'adapteront le mieux à notre climat particulier. Nous étudierons donc comment on peut intégrer les fils de la politique de la Banque du Canada dans la trame de la politique générale de l'État, et organiser la banque centrale de manière qu'elle collabore de façon efficace et harmonieuse à une politique d'ensemble.

Le préambule de la Loi sur la Banque du Canada donne en ce moment à la Banque des instructions générales satisfaisantes: il la charge de régler le crédit dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation, et il mentionne plus particulièrement les objectifs de la stabilité des prix intérieurs, du change, de l'emploi et de la production. Un bon nombre de témoins ont suggéré que ce préambule mentionne expressément les objectifs du plein emploi et de la croissance économique. Cela n'aura peut-être aucun effet pratique sur les opérations de la Banque, puisque déjà celle-ci garde ces objectifs bien en vue; mais nous croyons qu'il serait utile de rédiger de nouveau le préambule afin de formuler avec plus de précision la portée complète des objectifs de la politique économique. Il pourrait ordonner à la Banque d'utiliser ses pouvoirs de façon à favoriser le bien-être économique et financier de la nation, et à contribuer à la réalisa-

tion d'objectifs tels que l'accroissement de la productivité, un niveau d'embauche élevé et stable, la protection de la valeur de l'unité monétaire nationale, le développement d'un système financier souple et efficace, et le maintien d'une solide situation financière à l'extérieur.

LA RESPONSABILITÉ DU GOUVERNEMENT À L'ÉGARD DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Loi sur la Banque du Canada ne dit mot du rôle du gouvernement en matière de politique monétaire, sans doute, entre autres motifs, parce que la commission Macmillan, tout en reconnaissant la souveraineté ultime de l'État, jugeait souhaitable que la banque centrale restât à l'abri de tout danger d'ingérence d'inspiration électorale¹. Cette opinion, selon laquelle la Banque devrait être un organisme indépendant chargé de conduire une politique nationale en vue du bien commun, fut confirmée par le ministre des Finances de l'époque qui insista pour que la Banque du Canada ne soit pas soumise aux ordres du gouvernement, dont les besoins financiers peuvent parfois entrer en conflit avec une sage politique monétaire². Mais on assista en 1936 à un revirement d'opinion; le ministre des Finances de l'époque déclara que, si la Banque se devait de résister aux caprices passagers du public, d'autre part elle devait se montrer sensible

¹ Paragrapes 207 et 219 du rapport de la commission royale sur les affaires de banque et la monnaie, 1933.

² *Débats de la Chambre des communes*, session de 1934, pages 824 et 837.

à l'opinion publique et rendre des comptes au gouvernement. Il ne s'agissait pas pour le gouvernement de se mêler des opérations courantes de la Banque, mais bien d'en avoir le contrôle en s'assurant qu'elle était dirigée par des gens dont le jugement méritait sa confiance³.

Cette façon de voir fut élaborée davantage par le gouverneur de la Banque, dans une déclaration subséquente, où il dit que la banque centrale devait conformer sa politique à celle du gouvernement, et par une déclaration d'un autre ministre des Finances qui, en 1941, revenant sur sa dénégarion antérieure du pouvoir du gouvernement de régir la politique de la Banque du Canada, affirma que la responsabilité du gouverneur et du conseil d'administration ne relevait nullement le gouvernement de la sienne quant à la ligne de conduite de la Banque ni n'empêchait le contrôle public de la politique monétaire. La politique monétaire de la Banque devait être celle du gouvernement, même si l'exécution de la politique devait être laissée à la direction de la Banque; s'il y avait désaccord, il était incontestable que les vues du gouvernement devaient l'emporter⁴. En 1951 et en 1954 un autre ministre des Finances indiqua qu'il partageait ces vues, et en 1954 le gouverneur confirma, dans une nouvelle déclaration, que les administrateurs et la direction de la Banque n'avaient aucun prétexte pour se soustraire à leur pleine et entière responsabilité pour tous leurs actes dans le domaine monétaire, mais que de son côté le gouvernement ne pouvait non plus s'en excuser. Même si le Parlement avait confié à la Banque du Canada la première responsabilité, le gouvernement en place, grâce à sa majorité parlementaire, avait toujours la faculté de modifier la loi⁵. Le deuxième gouverneur de la Banque confirma cette opinion en 1956, indiquant qu'un gouvernement qui serait assez mécontent de la Banque ou de sa direction pourrait en remplacer les dirigeants⁶.

³ *Débats de la Chambre des communes*, session de 1936, pages 3324-27.

⁴ *Ibid.*, session de 1941, pages 4017-18.

⁵ *Délibérations du Comité permanent de la Chambre des communes sur la banque et le commerce*, 1954, pages 28-29.

⁶ *Ibid.*, 1956, 15 mai, page 6 et 22 mai 7-10.

Toutefois, la loi primitive n'avait pas été modifiée de façon à refléter l'évolution de l'opinion survenue depuis 1933; et en 1956 un autre ministre des Finances put décliner toute responsabilité du gouvernement à l'égard de la politique de la Banque—la Banque seule en étant responsable—bien qu'il reconnût que le gouvernement était tenu au courant de l'évolution de la situation monétaire⁷. Ces opinions furent sévèrement critiquées dans certains milieux, mais le successeur du ministre rejeta catégoriquement, lui aussi, l'idée qu'il pouvait être le moins responsable de la politique monétaire⁸. On continua donc à affirmer officiellement que seul le Parlement était directement responsable de la Banque et que le ministre n'avait rien à y voir. Mais en 1961 les événements révélèrent que cette opinion était insoutenable et impraticable. Dès son entrée en fonction le nouveau gouverneur déclara donc qu'à son avis la Banque du Canada était responsable de la politique monétaire en temps normal, mais que le gouvernement avait le droit et le devoir, s'il désapprouvait cette politique, de prescrire à la Banque celle qu'elle devait suivre. Le gouvernement a accepté cette déclaration, et la situation apparaît maintenant comme suit: la Banque accepte pleine et entière responsabilité pour sa politique, et de son côté le gouvernement—tenu au courant de façon complète et continue—ne désavoue pas sa responsabilité⁹.

Cependant la loi ne prévoit aucun moyen par lequel le gouvernement puisse s'acquitter de sa responsabilité en matière monétaire. Les déclarations antérieures à 1956 et celle de 1961, susmentionnées, indiquaient que la direction et les administrateurs qui ne seraient pas de l'avis du gouvernement sur une question essentielle devraient démissionner, ou donnaient à entendre qu'il existait des moyens de se débarrasser des administrateurs et de la direction, surtout si le conflit se prolongeait. Mais en vérité, le gouvernement n'a pas le pouvoir de congédier les administrateurs et le gouverneur, ni d'imposer ses

⁷ *Débats de la Chambre des communes*, session de 1956, pages 7599-7600.

⁸ *Ibid.*, session de 1959, pages 2144-45, 3245-46.

⁹ *Témoignages*, page 7454.

vues à la Banque, sauf, il va sans dire, par voie de mesure législative spéciale, même s'il semble maintenant généralement admis que la responsabilité ultime quant à la politique monétaire doit incomber au gouvernement et que la banque centrale ne doit pas être un État dans l'État.

Il n'existe pas cependant d'unanimité quant à ce que devrait être la nature exacte des rapports entre les deux organismes. De ce que la Banque est un organe de la politique du gouvernement, il ne s'impose pas qu'elle doive constituer une branche du pouvoir exécutif. De fait, la plupart des 100 banques centrales du monde—celles des pays totalitaires non comprises—sont des institutions distinctes aussi bien en fait qu'en droit, précisément parce que l'expérience a démontré qu'un régime qui laisse quelque indépendance à l'autorité monétaire offre le meilleur moyen d'atteindre les objectifs de la collectivité. D'aucuns pourront prétendre que toute mesure d'indépendance, quelque faible qu'elle soit, est inconciliable en logique avec le but d'assurer une politique financière formant un tout cohérent; mais nous ne sommes pas de cet avis. Il n'est pas contraire au bon sens de préférer une certaine division des responsabilités à une concentration des pouvoirs en un seul point, pourvu qu'il existe des moyens raisonnables de concilier les différences d'opinions en un ensemble harmonieux. Toutes les politiques doivent tendre aux mêmes objectifs supérieurs, ce qui requiert qu'elles y soient consciemment orientées; mais si elles étaient mises au point et exécutées par des méthodes rigoureusement identiques et qui ne tiendraient pas compte du rôle assigné à chacune, nous croyons que le bien commun en souffrirait.

Une des raisons pratiques les plus importantes d'accorder à la banque centrale une certaine mesure de liberté au sein du gouvernement, c'est que nationaux et étrangers, particulièrement ceux qui se livrent à des opérations financières, comptent sur une banque centrale indépendante pour garantir que le marché ne soit pas affecté par des transactions inspirées par un opportunisme politique sans rapport avec les grands objectifs de la politique monétaire et financière. Si les cotes

étaient sujettes à l'influence capricieuse des efforts du gouvernement pour obtenir la faveur passagère des électeurs, ni les Canadiens ni les étrangers ne seraient aussi empressés de placer leurs capitaux au Canada, et le marché des devises comme les marchés financiers intérieurs seraient plus occupés à spéculer sur la prochaine décision du gouvernement qu'à canaliser l'épargne vers l'investissement. Il incombe en outre à la banque centrale—c'est un de ses rôles importants—de favoriser la croissance d'un système financier souple et efficace, pour répondre aux besoins d'ensemble de l'économie aussi bien qu'aux exigences particulières des auteurs de la politique. Étant donné cette fonction, ainsi que celle connexe de conseiller le gouvernement sur la situation financière, il est essentiel que la banque centrale soit axée sur le marché aussi bien que sur la politique si l'on veut qu'elle soit vraiment utile. Normalement, une certaine indépendance encourage une banque centrale à acquérir la vigueur et l'audace, la compétence et la souplesse techniques, et la connaissance approfondie des forces et des attitudes du marché, qui l'aident à bien s'acquitter de ces fonctions. Transiger sur les marchés, par opposition à conduire d'autres opérations de politique financière, demande de prendre sans cesse des décisions, ce qui ne peut s'exécuter intelligemment si chacune doit d'abord être approuvée par le ministre responsable ou par le cabinet. Sans compter que, dans une certaine mesure, il est plus facile à une banque centrale de s'acquitter de ses responsabilités envers l'étranger, et en particulier de traiter avec les organismes financiers internationaux et les autres banques centrales, lorsqu'elle jouit d'une certaine mesure d'indépendance.

Mais le motif le plus fort pour accorder une certaine autonomie à la banque centrale, c'est le penchant historique des gouvernements, quelle que soit la nature du régime politique, à contracter l'habitude des finances inflationnistes¹⁰. Comme relativement peu de personnes comprennent les processus inflationnistes et qu'on trouve

¹⁰ Mémoire de G. F. Towers, pages 10 et 11.

à l'inflation peu d'autres adversaires organisés dans notre société, il incombe tout particulièrement à la banque centrale de voir à ce que le gouvernement ne néglige pas l'objectif de la stabilité des prix simplement parce que d'autres objectifs sont dans l'immédiat plus populaires du point de vue politique. Bien que nous partageons l'avis du gouverneur et d'autres témoins lorsqu'ils affirment que la protection de la valeur de la monnaie n'est pas un objectif plus important que les autres—encore qu'il mérite parfois une attention particulière—il n'est pas exagéré de reconnaître que le gouvernement pourrait, à l'occasion, être tenté d'utiliser le système monétaire à mauvais escient pour financer ses besoins au moyen de l'inflation—cette taxe occulte et unique—plutôt que par voie d'impôts qui l'exposeraient à un examen minutieux, et parfois embarrassant, de la part du Parlement et du public en général. En vérité, si la Commission Macmillan recommanda la création d'une banque centrale indépendante, c'est surtout parce qu'elle avait constaté que, dans le cas des avances effectuées sous le régime de la loi sur les finances, on en variait les taux pour répondre bien plus aux exigences du financement de l'État qu'aux besoins de crédit du pays¹¹. Cette indépendance permet à la banque centrale de prendre certaines mesures pour protéger le public lorsque le caractère général de la politique adoptée lui paraît plus inflationniste que ne l'exige l'intérêt national, même s'il faut admettre que la seule protection réelle et durable contre l'inflation est la résolution du gouvernement lui-même d'y résister. En outre, une certaine mesure de liberté rend plus efficace le moyen ultime dont dispose la Banque pour protéger le bien commun—l'avertissement donné par la démission de ses dirigeants—car le départ de personnes indépendantes va normalement provoquer l'attention et l'inquiétude du public.

Nous croyons en outre qu'une certaine mesure d'indépendance rend la banque plus forte lorsqu'elle doit exercer son droit et sa responsabilité de tenter confidentiellement—par ses discussions, son ascendant, son harcellement ou son opposi-

tion—de faire adopter le meilleur «dosage» de mesures politiques. Ce rôle est vital à cause de la complexité croissante des programmes de l'État et des répercussions de plus en plus prononcées sur les affaires monétaires des politiques adoptées au sujet de la fiscalité, de la gestion de la dette publique et des finances internationales. Nous sommes convaincus que les conseils experts d'une banque centrale affranchie de la crainte des pressions politiques à court terme contribuent à faire adopter des programmes mieux approfondis que si la direction de la Banque n'était qu'un entre plusieurs groupes de conseillers ministériels nullement tenus de résister à des mesures qu'ils désapprouvent. Cette indépendance doit, il va sans dire, être compatible avec la responsabilité qui incombe au gouvernement d'imbriquer tous les aspects de la politique; elle impose même au gouvernement le devoir de ne pas abdiquer ses fonctions aux mains de la Banque, surtout lorsqu'elles se révèlent provisoirement impopulaires. S'il surgit des divergences persistantes, le gouvernement doit voir à faire appliquer sa politique, et non celle de la banque centrale—du moins jusqu'à ce que le Parlement, et en définitive le public, ait pu se prononcer en dernier ressort.

D'aucuns prétendent qu'il est impossible et peu souhaitable d'organiser par de claires dispositions de la loi ce mélange embarrassant de responsabilité gouvernementale et d'indépendance de la banque centrale, mais qu'il est préférable de s'en remettre au bon sens en laissant tout cela dans un état plutôt flou. Aucune loi ne saurait spécifier avec précision les éléments nécessaires pour amener la bonne entente dans toutes les circonstances imaginables entre gouverneurs et ministres dotés de personnalités distinctes et portés à envisager leurs tâches de façons différentes. Deux hommes doués d'intelligence et de bonne volonté peuvent évidemment en arriver à harmoniser—sinon nécessairement à rendre identiques—leurs vues, et peuvent faire fonctionner sans heurts même le régime le plus mal conçu, tandis que le meilleur régime au monde n'est pas à l'épreuve de la sottise, de la mauvaise volonté ou de l'acharnement à ne rien comprendre. On prétend donc qu'une

¹¹ *Op. cit.*, paragraphe 195.

crise entre un gouvernement et une banque centrale émane d'une certaine fatalité et ne pourrait pas être évitée simplement par une bonne série de dispositions juridiques. D'un autre côté, il ne nous semble pas très édifiant ni profitable de voir un conflit d'opinion entre le gouverneur et le ministre s'étaler en public et créer de l'embarras et de l'incertitude au sujet de l'orientation politique future. Les discussions devraient se poursuivre derrière la scène tant que le gouvernement n'a pas pris une décision. Agir autrement pourrait semer la confusion et fausser le débat public qui aurait inévitablement lieu de toute façon si on ne parvenait pas à s'entendre. Il y aurait aussi danger de légiférer alors à la hâte et de façon mal avisée, ce qu'on peut éviter en instituant à l'avance un dispositif juridique pour résoudre ce genre de différend et assurer la prépondérance de la politique du gouvernement. Les gens ont la mémoire trop courte pour qu'on laisse les choses telles quelles.

Nous avons songé à un régime législatif qui prévoirait que la banque centrale fonctionne en vertu d'instructions permanentes du gouvernement. A notre avis, ces instructions permanentes—proposées par un certain nombre de témoins—seraient ou bien si générales qu'elles n'auraient pratiquement aucun sens ou bien si rigides qu'elles détruiraient l'indépendance de la Banque. Encore qu'il serait possible de tenir compte des opinions de la Banque lors de chaque nouvelle rédaction de cette série continue d'instructions, nous croyons qu'un tel régime ne ferait que lui donner un faux semblant d'indépendance, soit de tous les maux choisir peut-être le pire.

Nous sommes d'avis que le meilleur moyen de concilier l'indépendance de la banque centrale avec la responsabilité du gouvernement au sujet de la politique monétaire est d'établir un régime de responsabilité conjointe en vertu duquel la Banque formule la politique monétaire et l'applique au jour le jour, tandis que le gouvernement se tient responsable sans réserve et en tout temps de cette politique. Il y aurait lieu d'amender la Loi sur la Banque du Canada pour rendre la chose claire et pour conférer au ministre des Finances le droit de donner des instructions à la

Banque lorsque le gouvernement n'approuve pas sa politique. Nous croyons qu'on ne devrait avoir recours à cette procédure, où le gouvernement dicte à la Banque sa politique, qu'en tout dernier ressort, après avoir consciencieusement cherché par tous les moyens à s'accorder autrement. Si jamais on en venait là, la situation serait assez grave pour justifier le formalisme d'une procédure conçue pour faire porter sur la question en litige le feu d'une discussion publique complète et éclairée. Nous recommandons par conséquent que toutes instructions prennent la forme d'un arrêté en conseil, afin d'assurer que le cabinet en a pris connaissance; qu'elles soient libellées en termes aussi précis que possible, exprimant clairement que le gouvernement est d'avis que la politique de la Banque a été trop restrictionniste ou trop expansionniste, expliquant avec arguments à l'appui comment cela est entré en conflit avec la politique économique de l'État, et décrivant quelles mesures le gouvernement veut faire adopter, telles que, si possible, un changement du taux officiel d'escompte, du niveau des taux du marché ou des réserves d'encaisse du système bancaire; que ces instructions soient publiées dans le plus bref délai possible, mettons dans les quinze jours qui suivront leur remise; qu'elles s'accompagnent d'une déclaration du gouverneur exposant ses vues sur la question; et qu'elles deviennent caduques après un délai de 30 jours, afin de ne pas devenir des instructions permanentes.

Certains témoins ont prétendu que ce genre de procédure pourrait se révéler embarrassant tant pour le gouvernement que pour la banque centrale; mais nous sommes portés à croire qu'elle doit être assez gênante pour empêcher qu'on y ait recours trop fréquemment ou à la légère. En outre, si la situation devenait assez grave pour obliger le gouvernement à donner des instructions à la Banque, le public devrait en être informé sans retard—quelque gênant que cela puisse être pour les parties en cause. De telles dispositions existent déjà dans divers pays, dont l'Australie, et l'on nous dit que le seul fait de leur existence a permis d'éviter les difficultés qui auraient pu surgir autrement, même si on n'y a jamais recouru que nous sachions. Comme nous l'ont dit

M. Rasminsky et d'autres témoins, on peut imaginer de rares circonstances où le gouverneur et le gouvernement pourraient «convenir de ne pas s'entendre» afin de faire porter directement sur ce dernier la responsabilité d'une certaine politique. Dans des circonstances aussi extraordinaires, les deux parties publieraient forcément des communiqués exposant clairement leurs raisons de procéder par voie d'instructions; sinon, on pourrait créer sans motif suffisant une atmosphère de crise et miner l'indépendance et le prestige de la Banque¹². Même si nous ne voulons pas fermer la porte à cette éventualité, nous croyons très improbable qu'on recoure à des instructions en d'autres circonstances que celle d'un profond désaccord qui amènerait le gouverneur à démissionner.

Il est possible, nous le savons, que le gouvernement prenne l'habitude d'émettre des instructions, s'il en a le pouvoir et si on lui dénie la faculté, parfois fort commode, d'éluder sa responsabilité quant à la politique monétaire. On peut aussi imaginer que la Banque de son côté prenne le goût de recevoir des instructions, pour faire ainsi porter ses responsabilités par d'autres. Nous ne croyons pas cependant que la Banque ni le gouvernement trouvent cette façon de procéder bien agréable ou populaire en temps normal, et le fait qu'on n'y a jamais eu recours ailleurs est de nature à nous rassurer. Vu les récents événements au Canada, et l'opinion générale que le gouvernement doit avoir le dernier mot quant à la politique monétaire, nous croyons avec le gouverneur que le pouvoir de donner des instructions ne restreindrait pas davantage l'indépendance effective de la Banque (ni les responsabilités effectives du gouvernement), mais aurait tout simplement pour effet de sanctionner l'attitude prise par les deux parties et approuvée par la vaste majorité du public¹³. Aucune mesure législative ne peut, naturellement, garantir l'indépendance de la banque centrale à perpétuité, étant donné qu'un gouvernement qui jouit de

l'appui parlementaire nécessaire et qui est résolu à agir peut toujours la modifier. Aucune mesure législative ne peut, non plus, protéger le pays contre un gouvernement déterminé à éluder ses responsabilités à l'égard de la politique financière. Mais de bonnes lois peuvent éveiller l'attention publique si le gouvernement a tendance à se mêler trop ou trop peu des affaires de la Banque du Canada.

Quelles que soient les dispositions de la loi, il est clair qu'elles ne se révéleront pratiques que si le gouverneur et le ministre des Finances se tiennent sans cesse pleinement au courant l'un l'autre de leurs politiques et des principes dont elles s'inspirent. Nous comprenons qu'ils se rencontrent maintenant de façon régulière chaque semaine, en plus d'avoir de nombreux contacts plus officieux; mais nous sommes d'avis que la loi devrait les obliger explicitement à avoir l'un avec l'autre des rapports étroits et constants, et qu'elle devrait conférer au gouverneur le droit de libre accès auprès du ministre à titre de conseiller de la politique financière du gouvernement. La fréquence de ces discussions varierait sans doute selon les circonstances, mais nous croyons qu'elles devraient, comme aux États-Unis, avoir lieu à des intervalles fréquents et réguliers. L'existence du pouvoir d'instructions ne devrait pas obliger le gouverneur à conférer avec le ministre plus souvent qu'il ne le ferait de toute façon; mais elle rend souhaitable de faire sanctionner par la loi la pratique actuelle d'obtenir l'approbation préalable du ministre avant de modifier le taux d'escompte officiel. Toutefois, pour les opérations ordinaires d'«open market» il suffit d'en tenir le ministre bien au courant.

Étant donné les propositions que nous formulons dans le présent chapitre et nos recommandations antérieures au sujet de la coordination de la politique économique du gouvernement, nous ne voyons aucun besoin d'établir un autre comité pour coordonner les rôles de la Banque du Canada et du ministère des Finances. Somme toute, le sous-ministre des Finances est d'office membre du conseil d'administration et du comité exécutif de la Banque—arrangement qui, croyons-

¹² Témoignages, pages 7848-7850.

¹³ Témoignages, page 7842.

nous, est tout à fait satisfaisant et ne demande pas de commentaires; et grâce à ses fréquents rapports officiels et officieux avec le gouverneur, il est tout à fait en mesure de fournir au ministre des opinions bien renseignées sur la politique et les opérations de la Banque.

Nous avons soutenu que l'indépendance de la banque centrale est désirable et nécessaire pour établir de saines relations avec les marchés financiers et le public, tant au pays qu'à l'étranger, pour conseiller le gouvernement avec vigueur et une certaine impartialité, et pour alerter la nation si un gouvernement était tenté d'altérer la monnaie. Mais cette indépendance ne lui donne pas licence de jouir d'un pouvoir souverain; elle lui impose le devoir d'agir dans l'intérêt public. Elle n'a de valeur que si les dirigeants de la Banque ont assez de sagesse et de bons sens pour trouver des compromis pratiques lorsque les différences d'opinions ne portent pas sur des questions essentielles, et assez de courage et d'intégrité pour résister fermement lorsqu'ils croient vraiment que l'intérêt national est menacé. Un bon gouverneur n'ira jamais à l'encontre de ses convictions profondes, mais il ne se croira pas obligé de s'opposer systématiquement à toute idée émanant de l'extérieur. En dernière analyse, cependant, s'il croit sincèrement que la politique du gouvernement l'empêche de s'acquitter de ses fonctions de directeur monétaire, il doit en toute conscience être prêt à démissionner.

Nous avons fait valoir en outre que le gouvernement doit partager la responsabilité à l'égard de la politique monétaire, et qu'il doit disposer des moyens de s'assurer, advenant un désaccord, que ses vues l'emporteront. Bien que nous souhaitions voir le ministre laisser normalement la Banque diriger elle-même la politique monétaire, et le voir aussi protéger cette institution contre les pressions politiques à courte vue, nous nous rendons bien compte que ce ne sera pas facile— somme toute, c'est une question posée par l'opposition au sujet du relèvement du taux d'escompte officiel «au niveau sans précédent de 3½ p. 100» qui porta un ancien ministre à fuir sa responsa-

bilité en 1956¹⁴. Nous ne pouvons toutefois qu'espérer que, comme dans d'autres pays, la méthode quelque peu gênante et embarrassante que nous avons préconisée affermira les ministres à l'avenir dans leur détermination à défendre les autorités monétaires contre des attaques injustifiées, et qu'elle les portera à reconnaître leurs propres responsabilités à l'égard des conditions de crédit du moment, ne fut-ce que parce qu'ils ont décidé de ne pas s'y opposer.

Dans une démocratie bien ordonnée, la responsabilité à l'égard de la politique monétaire, bien que double, doit être claire et nette. Il ne devrait pas être possible pour la Banque et le gouvernement de se décharger l'un sur l'autre en prétendant qu'ils ont dû agir contre leur gré. Il est clair que notre régime politique oblige le gouvernement à tenir compte des préférences du public; mais il est tout aussi clair qu'il ne doit pas le faire de façon furtive, inconsiderée ou hâtive, en sacrifiant le bien commun à long terme aux pressions politiques du moment. Nous avons donc proposé un dispositif qui permettrait au gouvernement d'assumer la responsabilité directe en matière monétaire s'il croit que l'intérêt national l'exige, mais d'une façon qui devrait réduire le danger d'une domination occulte sur la banque centrale, favoriser l'examen complet de toutes les répercussions de ses actes, et susciter le genre de discussions publiques, amples et bien informées, qui sont un élément essentiel d'une démocratie vraiment responsable.

DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DE LA BANQUE

Quant à la forme, les responsabilités des administrateurs de la Banque du Canada ne diffèrent guère de celles d'un conseil d'administration de compagnie. La loi statue que la Banque est gérée par son conseil d'administration, mais elle prévoit que le gouverneur est le chef de la direction et

¹⁴ La suite de la question (en anglais) parlait d'«augmentations spectaculaires» au-dessus de 1½ p. 100 et de leurs «répercussions très dangereuses et néfastes». *Débats de la Chambre des communes*, session de 1956, page 7599.

qu'il gère et contrôle les affaires de la Banque pour le compte du conseil; il a les pleins pouvoirs en tout ce qui n'est pas spécifiquement réservé au conseil ou au comité exécutif. En substance cependant, les devoirs des administrateurs sont inévitablement différents de ceux d'un conseil d'administration ordinaire, étant donné la complexité technique de la plupart des opérations officielles de la Banque du Canada, le fait que celle-ci est une institution d'État, et la nécessité de coordonner étroitement tous les aspects de la politique gouvernementale.

Nous croyons néanmoins que des administrateurs distincts de la direction peuvent et doivent jouer un rôle actif et important dans les affaires de la Banque, notamment pour voir—et ce n'est pas négligeable—à ce que ses méthodes et son organisation administratives soient rationnelles et efficaces, ses dépenses bien contrôlées, ses biens immobiliers bien gérés, et aussi à ce que la Banque ne déborde pas le cadre de ses attributions juridiques. Cette routine administrative est particulièrement importante dans une banque centrale, où les dépenses ne représentent qu'une faible proportion des recettes et où il est facile de se laisser aller au gaspillage. Un rôle plus important des administrateurs cependant est celui d'engager le personnel, de voir à ce que les traitements soient raisonnables, de s'assurer qu'on recrute des personnes qualifiées et qu'on les forme bien, et de juger le travail accompli par la direction, particulièrement aux échelons supérieurs. Étant donné qu'il doit choisir les dirigeants, le conseil d'administration doit veiller spécialement à ce que le personnel de la Banque comprenne toujours un bon nombre de sujets prometteurs—encore que l'on puisse aller à l'extérieur pour certaines nominations à des postes supérieurs.

Certaines personnes ont soutenu que le rôle du conseil d'administration se termine là, sauf pour un rôle mineur de conseiller en matière de politique générale. Nous craignons cependant que le gouvernement soit incapable de trouver des personnes qualifiées même pour ce rôle limité, si on en fait des conseillers magnifiques, informés après coup de ce qui se passe et utilisés pour

sauver les apparences mais pour rien d'autre. On nous a souligné que la responsabilité primordiale des administrateurs est très lourde, pouvant aller jusqu'à devoir dire au ministre que la direction n'est pas à la hauteur de sa tâche¹⁵. Ils doivent aussi avoir une connaissance générale des politiques monétaires et de leur place dans l'ensemble des politiques économiques nationales. Pour toutes ces raisons, le conseil d'administration doit être composé de personnes de grande capacité et dévouées au bien commun.

Le conseil d'administration a aussi pour mission de renseigner la direction sur le climat des affaires, et de lui faire part d'impressions recueillies de première main sur les réactions des milieux d'affaires et du public à la politique de la Banque. Bien que ces fonctions soient moins importantes qu'elles l'étaient autrefois, étant donné l'amélioration des moyens de communication et la mise au point de nouvelles sources de renseignements statistiques et autres, nous croyons que le conseil d'administration pourrait très bien faire plus qu'il n'accomplit en ce moment en ce domaine. Comme les gouverneurs du Système fédéral de réserve, les membres du conseil d'administration devraient prendre activement part au rôle d'expliquer la politique de la Banque à la collectivité, encore que la différence entre les deux régimes, nous le reconnaissons, ne leur permette pas de jouer ce rôle avec tout autant d'indépendance énergique que leurs homologues américains.

Nous croyons cependant que la plus importante fonction du conseil d'administration est d'assumer collectivement la responsabilité ultime pour la gestion et la politique de la Banque, sous réserve du droit d'instructions du ministre. Cette responsabilité doit se manifester de diverses façons dont les suivantes: examiner les mesures prises et les propositions formulées par la direction afin de s'assurer qu'elles sont raisonnables; formuler des suggestions; s'assurer qu'on a bien tenu compte des opinions diverses au sein même de la Banque, et empêcher que la politique soit dictée selon les entêtements d'un seul homme ou d'un seul groupe; et ce qui est encore plus important, appuyer et

¹⁵ Mémoire de G. R. Towers, page 2.

encourager le gouverneur, en étant prêt à démissionner avec lui au besoin pour défendre les politiques que le conseil d'administration estime être justes. Comme tout bon organe directeur, le conseil d'administration s'en remet surtout, comme il se doit, à la direction à plein temps pour formuler des recommandations sur la ligne de conduite à suivre; et il doit laisser libres les hauts fonctionnaires en ce qui concerne sa mise en application; quitte à en faire l'examen subséquent. Toutefois, s'il advenait que le conseil d'administration n'eût plus confiance dans le personnel supérieur de la Banque, il est clair qu'il devrait suivre les événements de plus près et tenir le ministre constamment au courant. Mais normalement le conseil d'administration pourra exercer un contrôle satisfaisant des affaires de la Banque du simple fait que la direction se saura bientôt tenue d'expliquer et de justifier sa conduite. De vifs débats auront sans doute lieu de temps à autre, comme cela se produit par exemple en Australie et aux États-Unis, mais nous voulons croire que le conseil d'administration n'estimera pas de son ressort de jouer les prophètes en second derrière la direction.

Nous reconnaissons que maintenant le gouverneur s'efforce vraiment de connaître l'opinion générale des administrateurs, de leur expliquer et motiver ses décisions d'une façon générale, et de leur indiquer la nature de la politique qui apparaît opportune pour l'avenir immédiat¹⁶; mais nous avons néanmoins l'impression que le conseil d'administration pourrait être davantage consulté au sujet de la politique de la Banque. Par exemple, on pourrait tenir des réunions spéciales pour l'étude de problèmes extraordinaires; et si ce n'était pas possible, il faudrait au moins informer et consulter les administrateurs par téléphone au sujet des changements majeurs, dans la politique de la Banque ou en d'autres domaines. Nous exhortons en outre le gouverneur, dont les relations étroites et constantes avec le ministre lui permettent d'être mieux au courant de la politique gouvernementale que les membres du

conseil venant de l'extérieur, de se confier pleinement aux administrateurs dans toute la mesure du possible. Nous savons bien que parfois—par exemple, à l'occasion de la préparation du budget—il possédera des renseignements confidentiels au sujet de la politique gouvernementale; cependant, on a tendance à exagérer à Ottawa en matière de secret. Chaque fois que c'est possible, le ministre devrait encourager le gouverneur à discuter avec son conseil—ne fut-ce que de la façon la plus générale—les questions de politique gouvernementale qui se rattachent à leurs problèmes. On nous a fait part du découragement que ressentent les administrateurs de la Banque lorsqu'on leur demande d'entériner le fait accompli.

Étant donné l'étendue du Canada, les administrateurs ne pourront jamais se réunir aussi fréquemment ni aussi facilement que peuvent le faire les membres de la Cour de la Banque d'Angleterre; nous croyons cependant qu'ils devraient se réunir plus que sept ou huit fois par an, comme à l'heure actuelle, bien qu'ils n'aient peut-être pas à se réunir aussi fréquemment que les membres du comité d'«open market» du Système fédéral de réserve qui se réunissent, eux, à toutes les trois semaines. Par conséquent, nous recommandons que le conseil d'administration soit tenu de se réunir au moins dix fois l'an, et plus souvent lorsque les circonstances l'exigent. Nous croyons qu'à cette fin on devrait majorer le montant global de 30,000 dollars fixé pour les honoraires des administrateurs—ce qui a pour effet de limiter le nombre des réunions possibles—de manière à les rendre plus comparables à ceux qui sont en usage dans les banques à charte. Nous recommandons en outre que le comité exécutif, qui se réunit chaque semaine et qui détient les pouvoirs du conseil d'administration entre les réunions de celui-ci, devrait être élargi par l'addition d'un, ou préférablement de deux, administrateurs de l'extérieur à l'exécutif actuel, qui se compose du gouverneur, du sous-gouverneur, du sous-ministre des Finances et d'un administrateur de l'extérieur (un second administrateur de l'extérieur qui est membre du comité exécutif de la

¹⁶ Témoignages, pages 7801-7802.

Banque d'expansion industrielle¹⁷ assiste souvent à ces réunions). Le comité exécutif joue un rôle essentiel, vu ses réunions fréquentes et son intimité avec les problèmes de la politique passée autant que projetée; aussi croyons-nous qu'un plus grand nombre de directeurs de l'extérieur devraient participer aux travaux de ce comité, étant donné surtout que l'amélioration de moyens de transport leur permet de le faire plus facilement qu'autrefois.

En même temps qu'elles affermissent l'indépendance de la Banque tout en l'intégrant au gouvernement, ces propositions ne sont pas susceptibles d'accroître la possibilité lointaine d'un conflit entre le conseil d'administration et le gouverneur ou entre le conseil d'administration et le ministre des Finances. Un bon gouverneur aura de l'ascendant sur son conseil, et si ses rapports avec les administrateurs sont sains, il n'ira probablement pas entrer en conflit avec l'autorité politique sans l'appui de ses collègues. D'ailleurs, le conseil d'administration a pour mission, notamment, de déceler le plus tôt possible toute tendance du gouverneur à perdre de son efficacité, et de prendre les mesures nécessaires pour établir la situation. A cet égard, nous croyons que si jamais le conseil d'administration venait à perdre confiance dans le gouverneur, la loi devrait obliger les administrateurs à en faire part au ministre des Finances, préférablement par écrit. Si de tels désaccords surgissaient entre le gouverneur et le conseil d'administration, c'est le gouvernement, en tant qu'actionnaire unique et ultime contrôleur des affaires de la Banque, qui serait l'arbitre en dernière analyse. Si le ministre et le cabinet acceptaient les vues du conseil d'administration, ce serait au gouvernement à poser les gestes subséquents. Si par contre le gouvernement n'était pas de l'avis des administrateurs, le conseil d'administration démissionnerait probablement. D'autre part, un groupe d'administrateurs intelligents et bien renseignés est beaucoup plus susceptible de constituer pour le gouverneur une source d'appui

¹⁷ Ce ne sera peut-être plus le cas à l'avenir si l'on adopte notre recommandation de constituer un conseil distinct pour la B.E.I. Voir chapitre 12.

qu'un foyer d'opposition. Il est peu probable qu'un gouvernement, quel qu'il soit, envisage à la légère la menace de démission en bloc d'un conseil d'administration représentant les divers secteurs de l'opinion publique, surtout si cette menace venait à la suite d'une immixtion injustifiée dans les affaires de la Banque; ainsi que la chose s'est produite ailleurs, nous a-t-on dit, le gouvernement abandonnerait probablement toute demande déraisonnable ou chercherait un compromis sensé.

LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LES QUALITÉS DE SES MEMBRES

Nos prédécesseurs de la Commission Macmillan avaient recommandé que les membres du conseil soient des hommes «expérimentés, habiles et intègres»¹⁸, mais la loi dit seulement que les administrateurs doivent être des citoyens âgés d'au plus 75 ans, qui ne soient pas membres de la fonction publique du Canada ou d'une province, et qu'ils doivent être «choisis parmi des professions diverses». Dans la pratique, les nominations se sont faites sur une base régionale, chaque province comptant un représentant, sauf Ontario et Québec qui en ont deux; le gouverneur, le premier sous-gouverneur et le sous-ministre des Finances font partie du conseil, lequel est nommé par le ministre des Finances avec l'approbation du cabinet. Nous avons reçu maints mémoires appuyant sur l'importance de la qualité des membres du conseil, y compris quelques projets de modification de la loi actuelle; mais aucune loi ne saurait garantir que les gouvernements feront des nominations sages et sensées; notre première et plus importante recommandation est donc d'exhorter le plus énergiquement possible le gouvernement à ne nommer comme administrateurs que des gens possédant les meilleurs titres et qualités possibles.

Pour plus d'efficacité et afin que les administrateurs aient conscience de participer vraiment aux affaires de la Banque, le conseil pourrait bien

¹⁸ *Op. cit.*, paragraphe 227.

être plus petit, et composé moins en fonction de considérations géographiques. Il serait possible, croyons-nous, de réaliser une représentation régionale satisfaisante ainsi qu'une utile variété de professions si l'on nommait, mettons, cinq administrateurs de l'extérieur en s'inspirant de ces considérations et trois autres choisis uniquement pour leurs qualités personnelles ou leur connaissance professionnelle de la finance. Même s'il ne s'avérait pas pratique de réduire le nombre des administrateurs, le conseil devrait néanmoins compter un très bon noyau de gens possédant des qualités et une expérience spécialement appropriées. Nous ne sommes pas en faveur d'accroître le nombre des administrateurs car cela pourrait compromettre gravement l'utilité du conseil et ne faciliterait en rien le recrutement de personnes qualifiées. Nos opinions au sujet du nombre d'administrateurs et de la composition régionale du conseil se rattachent à la suggestion que nous formulons ci-après de songer à établir des comités consultatifs régionaux; mais quel que soit le sort de cette autre proposition, nous tenons à recommander que la durée du mandat des administrateurs soit portée à cinq ans. La période actuelle de trois ans nous semble inutilement courte étant donné le temps qu'il faut pour se familiariser avec cette fonction. La loi devrait aussi déterminer un échelonnement des nominations (et faire pourvoir aux parties de mandats non expirées par des nominations intérimaires) afin d'assurer une meilleure continuité, et d'écartier la possibilité de remplacements en bloc à l'occasion d'un changement de gouvernement.

Nous avons étudié une proposition à l'effet d'accorder au conseil lui-même le droit de nommer le tiers de ses membres, sous réserve de l'approbation du ministre des Finances. Mais ce serait, semble-t-il, compliquer inutilement les choses, car on nous a dit que les nominations faites par le Conseil fédéral de réserve lui-même aux conseils des banques régionales n'étaient pas d'un calibre bien différent des nominations d'autres groupes. Il serait peut-être peu souhaitable, étant donné les circonstances différentes qui règnent chez nous, d'adopter la coutume anglaise en vertu de laquelle la Banque d'Angleterre joue

un rôle important dans le choix des membres de sa Cour—bien qu'ils soient nommés officiellement par le Chancelier; nous croyons d'autre part que le gouvernement et la Banque auraient avantage à suivre la tradition du Royaume-Uni de faire une «prospection» poussée pour découvrir des candidats au conseil. Sauf erreur, on consulte privément le gouverneur et parfois aussi d'autres personnalités indépendantes au sujet des nominations au conseil de la Banque du Canada. Il serait utile d'étendre cette coutume et de solliciter les avis de la direction et des administrateurs de la Banque.

A propos d'une question plus technique, nous désirons recommander que soit supprimée l'interdiction du paragraphe 1^{er} de l'article 10 de la loi, qui défend aux administrateurs de la Banque de posséder des actions d'une banque à charte. Il est peu probable que la possession d'un nombre relativement faible d'actions dans une institution financière quelconque influe sur la conduite d'hommes intègres et indépendants; et l'obligation de se dessaisir de la propriété de ces actions constitue une vexation inutile. L'intérêt public serait suffisamment protégé, croyons-nous, si l'on modifiait la loi de manière à obliger les administrateurs à révéler au ministre des Finances leur portefeuille de titres d'institutions financières ou bancaires. Les administrateurs seraient tenus en outre de le tenir au courant sans retard de tous changements dans leurs portefeuilles de tels titres.

Quelque souhaitables que puissent être ces modifications législatives, la valeur du conseil d'administration dépendra en fin de compte du calibre de ceux qui le composent. Il ne s'ensuit pas que devraient être nommés seulement des experts en matières financières ou en sciences économiques. Nous partageons l'avis de nos témoins représentant des banques centrales, dont la nôtre, lorsqu'ils affirment que la sagesse et la valeur collectives du conseil seraient affaiblies s'il se composait uniquement de financiers et d'économistes. Somme toute, le personnel de la Banque même compte de nombreux spécialistes, et les qualités premières des administrateurs

doivent être l'intelligence, la sagesse et un sain jugement. On trouvera ces qualités, à notre avis, en choisissant des hommes hautement qualifiés venant de milieu et possédant une expérience diversifiés, encore que nous rejetions explicitement l'opinion, exprimée en maintes occasions, selon laquelle ces hommes devraient être choisis pour représenter les intérêts de certains groupes particuliers de la collectivité, tels que les gouvernements provinciaux, les chambres de commerce, les associations d'économistes ou les syndicats ouvriers. Les membres du conseil d'administration devraient être au service exclusif du bien commun; ils ne devraient pas être des délégués munis d'instructions pour défendre des intérêts spéciaux. Bien que des hommes ayant fait carrière dans le domaine économique, au service de l'État, ou dans le syndicalisme puissent apporter au conseil de la Banque une expérience et une compréhension précieuses, nous croyons que la composition du conseil d'administration ne doit pas être fixée avec rigidité—juridique ou autre; la seule prescription: recruter les meilleurs talents possibles. Il est évidemment souhaitable que certains membres du conseil d'administration se soient rompus à l'économie et à la finance, pour ajouter aux connaissances de la Banque dans ces domaines, et pour apporter un point de vue spécialisé à cette primordiale tâche d'évaluer la qualité de la direction. Le conseil d'administration compte actuellement des gens qui possèdent une vaste expérience des questions financières, notamment un président de banque à la retraite, des administrateurs de compagnies d'assurance-vie et de fiducie, ainsi que des administrateurs d'une banque d'épargne provinciale et d'une société de financement municipal; mais il serait bon d'ajouter au conseil un ou deux membres possédant des titres et qualités appropriés dans les domaines de la finance et de l'économique.

Nous sommes fermement convaincus, toutefois, qu'on ne doit pas nommer membre du conseil d'administration tout administrateur, directeur ou employé d'une maison de placement ou d'une institution bancaire. Par conséquent, nous recommandons que soit modifié en conséquence le

paragraphe 1^{er} de l'article 10 de la loi qui ne réfère qu'aux banques à charte à ce sujet. C'est, de fait, la situation qui existe dans la plupart des banques centrales, bien que la Banque d'Angleterre compte parmi les membres de sa Cour un administrateur de l'une des petites banques, et que quelques membres des conseils des Banques fédérales de réserve—qui ne participent pas à l'élaboration de la politique du Système—viennent du domaine de la banque et de la finance. On nous a aussi dit bien librement qu'au Canada un banquier ne pourrait pas être membre du conseil d'administration sans susciter des conflits d'intérêts et donner l'impression qu'il jouit d'un certain avantage sur ses concurrents¹⁹. Naturellement, les hommes honnêtes se garderont contre l'influence des conflits d'intérêt, qui surgissent constamment où que l'on soit placé; cependant, ce qui s'est produit en d'autres pays nous a convaincu qu'un conseil d'administration de banque centrale qui s'intéresse de près à la politique monétaire ne doit laisser jour à aucun soupçon, —même injustifié—qui pourrait porter atteinte à la renommée et à la réputation de l'institution elle-même. Aussi, recommandons-nous que toute personne désignée pour le poste d'administrateur soit tenue de se dissocier des activités de sa société sur lesquelles les décisions de la banque centrale pourraient directement influencer, afin que ses gestes et ses omissions ne portent pas les gens à spéculer qu'il «se passe quelque chose» à la Banque du Canada. Le conseil d'administration voudra peut-être adopter un règlement pour sanctionner cette pratique. Nous pensons également que ce serait une bonne coutume à établir pour les administrateurs qui laissent le conseil de la Banque de laisser s'écouler quelque temps avant d'accepter de siéger sur le conseil d'administration d'institutions privées qui traitent directement avec la Banque.

On trouvera peut-être souhaitable de compléter le rôle du conseil d'administration en établissant un certain nombre de comités consultatifs régionaux, par exemple, dans les provinces atlantiques, Québec, Ontario, les Prairies, et la région

¹⁹ Témoignages, pages 8308-8309.

du Pacifique. Ces comités pourraient aider la Banque à accroître sa connaissance de l'évolution générale et des réactions publiques dans divers secteurs de l'économie; ils encourageraient les fonctionnaires supérieurs de la Banque à sortir d'Ottawa plus souvent; et ils pourraient contribuer à éclairer l'opinion publique sur les questions monétaires. Ces comités pourraient se composer de six à huit membres nommés par le conseil d'administration et choisis parmi un groupe de gens possédant une connaissance éclairée et approfondie de leur région, incluant des banquiers et des négociants en valeur. Ils pourraient se réunir deux fois l'an dans divers centres de chaque région sous la présidence d'un administrateur de la Banque afin de discuter à fond, après un bref exposé de la situation par un membre de la direction de la Banque, l'évolution récente dans les domaines économique, financier et monétaire au Canada.

LA DIRECTION INTÉRIEURE DE LA BANQUE

Eu égard à nos propositions antérieures, nous n'avons aucune modification à suggérer au sujet de la disposition qui confie au gouverneur, ou en son absence au sous-gouverneur, la direction quotidienne des affaires de la Banque entre les réunions du comité exécutif et du conseil d'administration. La gestion des affaires par un comité de dirigeants, comme aux États-Unis, présente cet avantage de réduire le pouvoir d'un individu de poser des gestes mal conçus, mais aux prix d'une diminution de souplesse et de réceptivité; d'ailleurs l'efficacité de ce type de direction repose aussi sur l'ascendant d'un chef d'administration. Un tel régime demanderait de rompre radicalement avec les traditions qui se sont établies au Canada; et en définitive nous ne croyons pas que ce serait une innovation heureuse. Avec un conseil d'administration et un comité exécutif forts, le danger d'erreurs de jugement graves et persistantes devrait être beaucoup moindre. Si de plus le personnel supérieur s'enrichit de temps à autre d'un membre réputé du monde financier ou universitaire, nous croyons que la banque centrale canadienne peut très bien faire face aux problè-

mes croissants et toujours plus complexes qu'elle rencontre. En d'autres mots, nous ne voudrions pas voir diviser ou diminuer l'autorité du gouverneur, mais nous croyons de la plus grande importance de l'entourer des meilleurs conseillers possibles. La responsabilité de décider doit rester sienne, mais il doit s'assurer en sage administrateur qu'il a soigneusement étudié tous les aspects de la situation avant d'agir. En vérité le gouverneur a souligné qu'il cherche avec diligence à obtenir tous les secours et les conseils que son personnel peut lui fournir, et qu'il a conservé la coutume de son prédécesseur de tenir chaque matin une réunion des fonctionnaires supérieurs de la Banque pour passer en revue les événements financiers, les informations économiques, les politiques nouvelles du gouvernement et l'évolution de la situation internationale²⁰.

On nous a fait quelques fois remarquer que la banque centrale est devenue trop centrée sur elle-même et a perdu contact avec les marchés financiers, et qu'il y aurait lieu de nommer aux échelons supérieurs un plus grand nombre de gens ayant acquis une vaste expérience à l'extérieur. Il a été proposé, en particulier, que la loi ou la coutume exige qu'un des sous-gouverneurs vienne d'une institution financière privée pour une période précise de service auprès de la Banque.

Le contraste qui existe entre la situation actuelle de la Banque et celle de ses premières années est à la base de ces propositions. Bon nombre de ses hauts fonctionnaires du début arrivaient avec une expérience reçue dans les postes supérieurs de banques ou de maisons de placements. L'expérience du fonctionnement d'une banque centrale qui nous manquait avait été empruntée de la Banque d'Angleterre en la personne du premier sous-gouverneur. Or une génération plus tard notre principale préoccupation n'est plus de trouver des talents en matière monétaire mais plutôt de tenir la Banque en contact avec les marchés financiers, les institutions bancaires et les gens qui les dirigent afin de les comprendre. Les carences de la Banque à cet égard ne sont pas faciles à déterminer; mais elles se font générale-

²⁰ Témoignages, pages 7818-7819.

ment sentir, et nous croyons qu'elles posent un réel problème. La Banque semble être elle-même consciente de ce problème, comme l'indiquent certaines de ses actions et nominations récentes.

Nous croyons qu'il peut être utile de nommer certaines personnes qualifiées de l'extérieur à des postes supérieurs, et nous espérons que la Banque tiendra l'œil ouvert aux occasions. Nous reconnaissons que la chose n'est pas du tout facile. Nos témoins venant des banques centrales nous ont dit combien il est difficile de recruter à l'extérieur les employés des paliers élevés, d'abord parce que les affaires de banque centrale sont devenues un domaine d'activité unique nécessitant des attitudes et des talents particuliers, et ensuite parce que les banques centrales ne peuvent rivaliser avec les autres institutions quant à la rémunération des employés. La nomination de personnes haut placées de l'extérieur pour une période de service limitée nous semble poser des obstacles formidables, entre autres l'interruption d'une carrière, des conflits d'intérêts, et la difficulté de devenir tout à fait compétent dans les domaines particuliers à une banque centrale sur une courte période. Nous ne voulons pas dire que rien n'est possible dans cette direction; mais il est plus prometteur de chercher à nommer de temps à autre des personnes expérimentées de l'extérieur à de hauts postes permanents. Nous pensons vraiment que lorsque la Banque ajoute à son équipe dirigeante un habile négociant en valeurs, un économiste universitaire ou un banquier, la chose peut contribuer à la compréhension mutuelle entre la Banque et le monde extérieur. En ce qui touche le problème d'offrir des conditions d'emploi suffisamment attrayantes, ceci ne fait que souligner le besoin pour la Banque d'établir une échelle de traitements satisfaisants, quoique sa proximité de la fonction publique l'empêchera toujours d'obtenir une rémunération qui peut rivaliser avec celles que l'entreprise privée donne aux hommes compétents. L'importance des responsabilités, un certain prestige, le goût des choses de la fonction publique, et d'autres attraits non monétaires sont cependant d'un grand poids; et à cet effet nous croyons que la Banque pourrait être en mesure d'attirer des personnes quali-

fiées à des postes additionnels de sous-gouverneurs. Le nombre de tels postes à remplir ainsi est sans doute petit, mais nous ne voyons aucun problème à l'accroître d'un ou deux (il y en a trois actuellement), surtout si c'est le moyen d'introduire en même temps du sang nouveau. Une autre mesure à considérer serait de nommer plus d'un des sous-gouverneurs au conseil d'administration, quoique nous ne voulons pas voir le conseil dominé par des administrateurs «de l'intérieur».

A notre avis, le mode actuel de nomination du gouverneur et du premier sous-gouverneur est bon. Que la nomination soit faite par les administrateurs assure que cette fonction très importante est accomplie dans une optique non-politique, tandis que l'approbation requise du cabinet permet au gouvernement de rejeter toute nomination qui ne le satisfait pas; il y a lieu de croire que le conseil d'administration démissionnerait si ses membres croyaient que le gouvernement ne désirât pas voir confier l'un et l'autre poste à des hommes de valeur. Les autres nominations se font par le conseil lui-même mais, comme pour les deux postes supérieurs, la présence au conseil d'administration du sous-ministre des Finances est une garantie qu'on tiendra compte de toute saine proposition du gouvernement. Le mandat de sept ans qui est actuellement prévu dans le cas du gouverneur nous semble suffisant pour lui garantir un statut indépendant; en réduire la durée l'obligerait tout simplement à en consacrer une plus forte proportion à apprendre son métier. Nous ne croyons pas, non plus, que son mandat devrait automatiquement prendre fin dès l'accession au pouvoir d'un nouveau gouvernement, car la fonction risquerait de devenir trop clairement identifiée au parti politique au pouvoir; d'ailleurs l'existence d'un régime d'instructions rendrait cette disposition inutile. Nous sommes satisfaits de la disposition qui prévoit que le gouverneur tiendra son emploi durant bonne conduite, sauf démission volontaire pour des motifs personnels ou de politique. Cela signifie que le gouverneur (et le sous-gouverneur) ne peut être démis de ses fonctions que par une loi

spéciale ou une adresse conjointe des deux chambres du Parlement. Nous reconnaissons que c'est une façon de procéder peu commode et embarrassante, mais il n'y a pas de raison de rendre trop facile pour un gouvernement de se débarrasser des dirigeants de sa banque centrale sans motifs légitimes. Nous présumons qu'un gouverneur qui se trouverait nettement et essentiellement en désaccord avec les vues du gouvernement offrirait sa démission, qu'on ait eu recours ou non à des instructions.

Nous n'avons pas examiné à fond les dispositions relatives au traitement et à la pension de retraite du gouverneur et du sous-gouverneur, mais nous sommes d'avis que leurs rémunérations doivent refléter la nature particulière et le lourd fardeau de leurs responsabilités, ainsi que la difficulté d'attirer des personnes hautement qualifiées de l'extérieur. On ne devrait pas exiger des titulaires de ces postes qu'ils aient une fortune personnelle ni qu'ils soient disposés à s'imposer des sacrifices, les traitements prévus étant déjà bien inférieurs, nous l'avons déjà dit, à ceux qu'on verse dans le secteur privé pour des fonctions analogues. Nous aimerions ajouter ici que les dispositions concernant les pensions de retraite doivent être assez généreuses pour qu'aucun gouverneur n'ait à s'inquiéter outre mesure de la sécurité des siens lorsque viendra le moment de décider s'il doit démissionner sur une question de principe, étant donné surtout qu'il ne lui sera pas facile de trouver immédiatement un emploi convenable dans l'entreprise privée. Les pensions de retraite actuellement prévues paraissent satisfaisantes à cet égard. Les administrateurs de la Banque déterminent le traitement du gouverneur, sous réserve de l'approbation du cabinet; afin d'éviter toute controverse à l'avenir, nous recommandons que les droits à la pension soient aussi établis selon le même mode.

Un autre aspect du statut du gouverneur que nous avons étudié est son droit de veto à l'égard de toute décision du conseil d'administration, pourvu qu'il signale par écrit les circonstances d'un veto au ministre dans les sept jours. Tout administrateur ou membre du comité exécutif

peut aussi communiquer par écrit au ministre son avis sur le sujet. Cette correspondance doit être transmise au cabinet, qui peut alors confirmer ou rejeter le veto. Insérée dans la loi à l'époque où les administrateurs étaient élus par des actionnaires particuliers, cette disposition est maintenant anachronique. S'il arrivait que le gouverneur et le conseil d'administration entrent en conflit, le ministre l'apprendrait par les voies déjà indiquées et pourrait prendre les mesures qu'il jugerait nécessaires dans les circonstances. Étant donné que sous tout régime d'instructions le droit de veto serait superflu et pourrait empêcher parfois le conseil de débattre une question, nous recommandons qu'il soit aboli.

Nous avons estimé qu'aux termes de notre mandat nous n'avons pas à étudier à fond l'organisation intérieure de la Banque du Canada, et nous n'en avons rien fait. Nous avons l'impression qu'elle s'administre de façon soignée et efficace. La plupart des 840 membres du personnel de la Banque s'adonnent, de fait, à des travaux ordinaires: manipulation du numéraire et des titres de la dette publique, vérification interne, administration et mise à jour de séries statistiques régulières. Les fonctions capitales de la banque centrale sont confiées à un groupe relativement restreint. Quelque dix personnes assistent aux réunions quotidiennes avec le gouverneur, encore que ceux-ci puissent bien solliciter les avis d'une douzaine d'autres employés²¹.

Une partie des membres du personnel qui n'est pas absorbé par le travail de routine ne sont adaptés, par formation, préférence ou instinct, qu'à l'exécution d'une seule tâche; nous croyons cependant qu'un bon nombre, y compris la faible minorité qui plus tard constituera la haute direction, pourraient avoir avantage à ce qu'on procède à de plus nombreux échanges de personnel entre les divers services de la Banque. Nous savons quelle formation variée l'on peut acquérir dans les diverses sections d'un même service, surtout dans celui des recherches; mais nous avons été frappés

²¹ Le personnel des services des valeurs, des devises et des recherches est formé d'un total d'environ 60 personnes, sans comprendre les bibliothécaires et les commis.

de voir combien la Banque fédérale de réserve de New York déplace ses employés d'un service à l'autre, et de constater les résultats apparemment excellents de ce programme. Nous croyons que la Banque du Canada trouverait peut-être utile d'établir un programme de roulement d'employés-clés entre les divers services, de manière, par exemple, à ce que les préposés aux recherches puissent obtenir une connaissance pratique des marchés des valeurs et des devises, et que les préposés aux transactions sur titres puissent mieux connaître les forces économiques et monétaires fondamentales sous-jacentes aux fluctuations quotidiennes du marché. Ainsi un spécialiste en recherches pourrait atteindre un poste supérieur après deux périodes de services du côté des valeurs—d'abord dans un poste subalterne, puis avec de plus grandes responsabilités—ainsi qu'une période de service du côté des devises. Un tel régime accroîtrait peut-être les chances d'avancement du personnel et le nombre de dirigeants en puissance, en plus d'améliorer les communications, la coordination et l'expérience à l'intérieur de la Banque.

Pour l'ensemble du personnel aussi, des efforts constants s'imposent pour empêcher que la Banque ne fonctionne en vase clos. On pourrait encourager les employés à tous les niveaux sauf les plus inférieurs à acquérir une plus vaste expérience des marchés et de la finance en général et à se frotter aux points de vue de l'extérieur en organisant des échanges provisoires d'employés avec des banques et des sociétés de placement. Même plus, la direction de la Banque devrait se résigner à accepter dans une certaine mesure de perdre du personnel, surtout si l'on considère qu'un essaimage de ses employés peut amener les mondes financiers et universitaires à devenir mieux informés. Nous ne voudrions pas voir ces arrivées et départs dans le personnel poussés au point qu'il soit impossible à des personnes qualifiées de faire carrière avec satisfaction à la banque centrale, mais d'autre part, on doit se rendre compte que, où qu'ils soient recrutés, les fonctionnaires de la Banque auront bientôt tendance à vivre en vase clos si on ne s'efforce pas de favoriser leurs contacts

avec le monde extérieur et de les mettre en rapports continuels avec les marchés, les institutions financières et la collectivité en général.

RELATIONS ET CONTACTS AVEC LE PUBLIC

On a prétendu que la banque centrale devrait procéder à plus d'échanges de personnel avec les universités: elle invite actuellement des professeurs universitaires à participer à des travaux de recherche durant les vacances académiques, et elle a pris récemment des dispositions pour que l'un d'eux séjourne chez elle pendant un an. Nous espérons qu'on jugera avantageux de multiplier ces initiatives qui, nous dit-on, ont donné d'excellents résultats à la banque centrale des États-Unis. Nous ne voudrions même pas écarter la possibilité de voir la Banque créer de temps à autre des bourses, afin de favoriser des études sur les marchés et la politique financière dont la Banque pourrait bénéficier. Ces études pourraient faire partie d'un programme de recherches en science pure que la Banque jugerait opportun d'établir, même si la plus grande partie de ses recherches doit rester de caractère appliqué. Le gouverneur nous a dit, par exemple, qu'il est possible que la Banque élargisse le champ de ses travaux économétriques et autres touchant les répercussions de la politique monétaire sur les décisions relatives à la dépense, ce que notre propre expérience en la matière nous porte à croire devoir se révéler fort utile et intéressant. Nous espérons aussi que la Banque n'hésitera pas à publier davantage les résultats de ses propres travaux internes de recherche ou de statistique, dans le cadre d'un programme permanent pour améliorer l'information monétaire et financière au Canada. A certains égards nous retardons sur les États-Unis quant à l'étendue des renseignements et des données statistiques fournis par la banque centrale, bien qu'à d'autres égards—surtout en ce qui concerne le marché monétaire—l'information soit plus rapide et plus complète que dans n'importe quel autre pays. Dans le cadre de ce vaste programme éducatif, la Banque pourrait aussi songer à organiser chaque année des rencontres officielles avec des éco-

nomistes venant des universités, des gouvernements, des milieux ouvriers et de l'entreprise privée en vue d'échanges d'idées, de vues et de renseignements sur les questions monétaires et financières.

La banque centrale est quelquefois accusée de se renfermer dans une tour d'ivoire. A dire vrai, il lui faut les larges vues et l'atmosphère de réflexion détachée que procure une tour d'ivoire; mais celle-ci doit être pourvue d'une porte utilisable—et souvent utilisée—d'un abord accueillant et de beaucoup de fenêtres sur le monde. Quoique la Banque du Canada ait toujours eu conscience de la nécessité de maintenir de bonnes relations avec les institutions et les marchés financiers, il est arrivé qu'on les ait plutôt négligées. Bien qu'animé de bonnes intentions, on est parfois trop occupé de part et d'autre pour organiser une réunion; ou parfois, un sentiment de méfiance réciproque semble séparer la Banque et le secteur privé. Parfois aussi les représentants d'institutions privées sont allés à des réunions sans préparation suffisante, de sorte que non seulement y a-t-on accompli relativement peu de choses mais que la façon dont la Banque a pu dominer la réunion a grossi le ressentiment. Nous ne pouvons que conseiller à l'une et aux autres d'intensifier leurs efforts pour établir entre eux des contacts plus francs et plus fréquents. A notre avis, pour que ces rapports soient utiles, il faut aussi que chacun veuille écouter l'autre et essayer de le comprendre, et qu'on soit disposé à préparer sérieusement ces réunions. Il est clair cependant que la banque centrale ne pourra jamais être complètement sans réticence au sujet de la politique qu'elle entend suivre, bien qu'elle ne devrait pas pousser le secret jusqu'au mystère.

A certains égards les contacts de la Banque avec les institutions et les marchés financiers sont fréquents et paraissent s'améliorer, par exemple, dans le domaine bancaire où ont lieu des rencontres trimestrielles avec les gérants généraux; d'autres rencontres ont lieu aussi avec les présidents, tandis que des contacts moins formalistes ont lieu aux autres niveaux. Il résulte de ces discussions un échange de renseignements sur les perspectives économiques d'ensemble, l'évo-

lution des affaires bancaires et les tendances générales de la finance. Entre la Banque et le monde du placement, il y a aussi passablement de «va-et-vient», selon l'expression du gouverneur, sans compter de temps à autre des rencontres plus formalistes avec les négociants du marché monétaire. Ce milieu a indiqué qu'il faudrait cependant créer un comité consultatif officiel pour améliorer ces relations. Mais il serait difficile d'établir le mode de nomination des membres d'un tel comité; des conflits d'intérêts surgiraient; la responsabilité du gouvernement et de la Banque n'en serait pas modifiée dans les questions de politique financière. Tout cela indique qu'un tel comité aurait peu d'utilité—il pourrait même devenir trop ritualiste et coupé de la réalité. La Banque pourrait tout de même tenter de rencontrer régulièrement les associations de négociants en valeurs et les bourses. La Banque a consenti récemment à maintenir des contacts périodiques avec l'association des compagnies de fiducie et avec ses principaux membres. Elle pourrait instituer un régime semblable de rencontre avec les divers organismes représentant les credit unions et caisses populaires, les compagnies de petits prêts, les compagnies de finance et les compagnies d'assurance-vie qui ont toutes exprimé leur désir d'un tel régime de contacts officieux et réguliers.

Tout comme en Angleterre et aux États-Unis, ces contacts auraient d'abord pour objet de favoriser la compréhension mutuelle et aussi, bien que dans une moindre mesure, de faciliter l'échange de vues et de renseignements. Ces rencontres, croyons-nous, ne devraient pas tourner, pour l'une ou pour les autres, en occasions de se communiquer des avis. C'est le conseil d'administration de la Banque qui est le conseiller extérieur officiel de la direction; mais il va sans dire que cette dernière doit considérer toute idée intéressante quelle qu'en soit la source. La Banque ne devrait pas non plus, normalement, utiliser ces contacts pour influencer sur la conduite des diverses institutions intéressées, ou pour substituer son jugement à celui du marché. Il pourra arriver cependant que la Banque, grâce à ses connaissances particulières, soit en mesure

de souligner soit les conséquences et les dangers, soit les avantages de certains genres d'activité; mais elle ne devrait le faire que rarement et dans des circonstances spéciales. Au Chapitre 22, nous avons dit qu'à notre avis il n'y avait pas lieu de conférer à la Banque le pouvoir d'imposer des contrôles sélectifs sur les institutions financières; mais elle peut vouloir les amener à passer des ententes d'une durée limitée lorsqu'une situation spéciale se présente. Comme nous l'ajoutions, ces ententes devraient recevoir l'approbation expresse du ministre et, règle générale, être publiées sans délai.

Ces propositions tendent à élargir et rendre moins olympiens les rapports de la Banque avec le marché; car, il ne faut pas l'oublier, l'élaboration de la politique monétaire, bien que fonction du gouvernement, ne doit pas se faire dans l'isolement, sans autres compagnons que des chiffres et des calculatrices²². Nous sommes néanmoins désireux d'empêcher que la Banque ne devienne captive du marché, dont l'optique est quelque peu différente et souvent plus étroite et plus bornée. Il nous a été, par conséquent, très difficile d'apprécier en général la validité des observations déjà signalées au Chapitre 16 et selon lesquelles les pratiques de négociation de la Banque, bien que bonnes dans l'ensemble, pourraient être améliorées. On prétend surtout que le besoin se fait sentir à Toronto et à Montréal d'agents-négociateurs plus nombreux et jouissant d'une plus large mesure d'autorité, afin de réduire les délais qui surviennent à l'occasion et de supprimer certaines pratiques qui troublent le marché et diminuent l'efficacité des opérations de la Banque. Bien que très occupé aux périodes de pointe, le service de la négociation de la Banque ne semble pas manquer gravement de personnel. Néanmoins, nous avons l'impression qu'on améliorerait la qualité des rapports avec le marché si l'on accordait parfois plus de latitude pour négocier aux représentants de la Banque à Toronto et à Montréal et si on les tenait plus au courant des objectifs qu'ils doivent chercher à atteindre.

²² Mémoire soumis par M. Allan Sproul, page 19.

Les rapports avec le marché pourraient également être meilleurs si la Banque abandonnait sa fastidieuse pratique actuelle de seulement répondre aux demandes et aux offres du marché. A l'occasion, il peut lui être utile d'avoir une liste précise de prix affichés, et dans ce cas elle peut les publier sans inconvénient. Lorsque d'autre part elle cherche à encourager le marché à trouver son niveau par ses propres moyens, nous ne voyons pas pourquoi elle ne pourrait immédiatement dire à tout interlocuteur si elle est ou non «dans le marché» et à quel niveau, même lorsque, à l'instar du Système fédéral de réserve, elle reste à l'écart de plusieurs émissions ou cote des prix extérieurs au champ circonscrit par les transactions privées. Nous avons la certitude qu'il en résulterait beaucoup plus de confiance et de compréhension.

Entre autres propositions, on a formulé l'avis que la Banque devrait centraliser toutes ses opérations d'«open market» dans un des principaux centres financiers, à l'imitation du Système fédéral de réserve qui confine ses activités à New York ce qui donne d'excellents contacts avec le marché et favorise l'imagination technique dans les opérations comme dans la conception de la politique. Toutefois, en partie à cause de ce régime, il n'y a qu'un seul marché monétaire aux États-Unis tandis qu'au Canada environ 60 p. 100 des transactions ont lieu à Toronto et presque tout le reste à Montréal. Il est clair qu'il serait peu logique de confier toutes les opérations de la Banque à deux hauts fonctionnaires postés en deux endroits différents en dehors d'Ottawa, et encore moins de tout centraliser de force en un seul. Au surplus, mener les opérations à peu près indépendamment d'Ottawa ne ferait que déplacer les problèmes de communications, en les situant au sein de la Banque plutôt qu'entre la Banque et le marché. Malgré la grande mesure d'autorité déléguée à son agent principal, le Système fédéral de réserve doit consacrer beaucoup d'efforts et de ressources au maintien des communications entre Washington et New York, sans toujours y réussir.

Même si la banque centrale en Australie est restée à Sydney, avec un bureau important à

Melbourne, après le déménagement de la capitale à Canberra, il ne nous apparaît pas pratique ni désirable d'adopter une mesure drastique comme le déménagement du siège de la Banque du Canada dans un des grands centres financiers. En plus de la difficulté de savoir quel centre choisir, il n'est pas si impossible de trouver d'autre remède au problème d'améliorer les rapports avec les milieux financiers qu'il faille se résigner à un si grand bouleversement. Encore plus important est le rôle de la banque centrale comme conseiller et agent du gouvernement; et à notre avis son éloignement d'Ottawa affecterait sérieusement l'efficacité de ses rapports réguliers avec les autorités fédérales.

Une proposition contraire est à l'effet de centraliser à Ottawa toutes les transactions sur le marché. Cela ne poserait pas de problème technique de communications, mais on y perdrait grandement, à notre avis, de cette connaissance du marché que donnent non seulement des contacts personnels fréquents mais aussi de baigner dans l'atmosphère même d'un marché actif. La Banque doit être une institution axée sur le marché autant qu'un instrument de politique, et nous sommes d'avis que centraliser à Ottawa toute la négociation sur le marché entraînerait un certain manque d'imagination et d'efficacité dans l'exécution du programme établi.

Nous en sommes donc venus à la conclusion, étayée sur les vues que nous avons exprimées plus tôt concernant la mutation du personnel au sein de la Banque, que les administrateurs devraient songer à la possibilité de modifier les qualités requises des agents principaux de la Banque à Toronto et à Montréal, ainsi que leurs fonctions. Ces hommes dirigeraient de haut la négociation sur le marché dans ces centres et agiraient comme conseillers pour cet aspect de la politique; assistés d'adjoints administratifs, ils auraient la haute main sur toutes les affaires de l'agence et, ainsi que la chose se fait à New York, ils pourraient disposer aussi d'un petit personnel qui s'occuperait de recherches relatives au marché ainsi que de statistiques financières courantes. Comme leurs homologues de New

York, ils pourraient consacrer chaque jour au moins une demi-heure à des discussions avec deux ou trois des principaux négociants en valeurs, à tour de rôle, au sujet de problèmes techniques ou de questions générales d'intérêt commun. Tout cela ne devrait pas empêcher les membres de la communauté financière de se rendre à Ottawa, mais on s'attendait qu'ils discutent d'abord la plupart des questions avec les agents à Toronto ou à Montréal. Le gouverneur et les autres dirigeants de la Banque continueraient comme maintenant à visiter les principaux centres financiers et autres, mais les agents —qui pourraient recevoir éventuellement le rang de sous-gouverneur—assumeraient à leur place une partie des nombreux contacts ordinaires de plus en plus requis par un système financier en pleine croissance. Évidemment ces agents devraient rester en relations étroites avec Ottawa afin d'assurer la coordination et l'exécution efficaces de la politique et afin que les vues de la Banque et du marché soient bien comprises de part et d'autre. Nous croyons qu'un tel régime, sans doute plus difficile à appliquer que le régime actuel, s'adapterait facilement à toutes modifications de la structure des marchés financiers du pays, et qu'il permettrait d'atteindre le double objectif d'améliorer la formation de hauts fonctionnaires pour la direction et d'accroître le degré de compréhension mutuelle entre la banque centrale et la collectivité; grâce à quoi, on parviendrait plus facilement à l'objectif ultime de rendre la politique monétaire plus efficace.

Nous avons déjà formulé certaines propositions visant à faire mieux comprendre la politique monétaire au grand public et à continuer d'abattre les barricades qui entourent encore de secret les opérations de la banque centrale. Le mystère mène au malentendu; or on ne saurait avoir de politique monétaire efficace et acceptable que si l'opinion publique est bien formée. Ainsi que l'a fait remarquer le gouverneur, une grande partie de l'information fournie doit être rétrospective, mais nous croyons qu'il n'est pas nécessaire qu'elle le soit entièrement. Le rapport annuel de la Banque constitue un excellent point de départ

pour alimenter les analyses publiques, et nous espérons que, chaque fois que la situation s'y prêtera, le gouverneur et ses principaux aides n'hésiteront pas à prononcer des discours sur la politique de la Banque et sur son rôle dans le cadre de la politique du gouvernement. Encore qu'il doive être maintenant bien établi que les dirigeants de la Banque doivent s'abstenir de participer à toute controverse publique sur d'autres aspects de la politique du gouvernement sans l'assentiment du ministre (sauf en cas de recours à la procédure d'instructions), nous croyons fermement que la banque centrale doit prendre l'initiative de fournir au public des idées aussi bien que des faits si elle veut susciter des études et des discussions intelligentes et éclairées sur la politique financière en général.

Nous avons rappelé plus tôt l'importance des contacts au sommet entre la Banque et le ministre des Finances, mais nous tenons à souligner ici combien il est important que les employés de la Banque, à tous les échelons, aient d'étroits et fréquents rapports avec leurs homologues du ministère des Finances et d'autres ministères. Il y a eu, croyons-nous, des moments où les rapports de travail n'étaient ni assez fréquents ni assez étendus, sûrement beaucoup moins qu'aux États-Unis. Il existera peut-être toujours une saine émulation professionnelle entre les fonctionnaires des ministères et ceux de la Banque, mais on ne doit pas permettre que cela nuise au maintien de bonnes relations entre eux. La plus grande mesure d'indépendance et de souplesse dont jouit la Banque pour recruter et faire avancer son personnel peut être la cause d'un certain ressentiment à Ottawa, bien que nous ayons constaté que les traitements versés par la Banque, sauf au sommet, sont comparables à ceux de la fonction publique lorsque les responsabilités sont analogues. En tout cas, ainsi que nous l'avons soutenu au Chapitre 25, le meilleur moyen de régler ce problème serait d'accorder plus de liberté au ministère des Finances pour recruter et faire avancer les gens de talent à des traitements proportionnés aux lourdes responsabilités qu'ils sont appelés à assumer.

AUTRES RECOMMANDATIONS D'ORDRE LÉGISLATIF

A part celles dont il a été fait mention plus tôt au présent chapitre, d'autres dispositions de la Loi sur la Banque du Canada devraient faire l'objet de modifications. Par exemple, l'application des articles 22 et 23, qui prévoient le rachat en or des billets de la Banque du Canada et le maintien d'une réserve-or, a été suspendue depuis un bon nombre d'années; ces articles devraient disparaître de la loi. La valeur fondamentale de notre monnaie ne repose pas sur l'or, mais plutôt sur l'habileté et la sagesse de la gestion monétaire. Le monde ne dépend plus seulement de l'or pour ses réserves internationales; nos avoirs en d'autres devises sont peut-être un meilleur indice de notre position vis-à-vis les autres pays; mais on ne peut ni ne doit préciser dans la loi quel rapport doit exister entre ces réserves et nos engagements ou quelque autre élément de comparaison que ce soit. Bien que nous ayons recommandé que le ministre des Finances continue de détenir nos réserves de devises, afin que leur fluctuation n'entraîne pas de complication monétaire inutile, nous avons soutenu que la Banque doit continuer à agir à titre d'agent du ministre dans ce domaine, et qu'elle doit aussi conserver le pouvoir de négocier en devises pour son propre compte. Ceci est particulièrement important en raison de l'expansion graduelle des opérations monétaires internationales des banques centrales pour renforcer le régime des paiements internationaux.

Quoique personne n'ait prétendu insuffisante ou excessive la liste d'instruments dans lesquels la Banque du Canada a le pouvoir de négocier, nous ne voyons pas du tout pourquoi cette liste—déjà très longue—ne serait pas supprimée tout à fait de la loi et remplacée par une disposition qui autoriserait la Banque à transiger sur n'importe quels titres, à recevoir ou payer des intérêts sur n'importe quels titres, à recevoir ou payer des intérêts sur n'importe quels dépôts, et à faire tous prêts que les administrateurs pourraient juger nécessaires, pourvu que toutes telles transactions n'aient pas un but uniquement lucratif.

Ceci assurerait la souplesse requise pour parer à des éventualités que les présentes dispositions ne prévoient pas; il deviendrait de plus inutile de modifier spécialement la loi pour permettre à la Banque de recevoir des dépôts de diverses classes d'institutions et de leur consentir des avances, pour donner suite à notre recommandation du chapitre 19 au sujet de celles qui devraient maintenir leurs réserves d'encaisse à la Banque²³. De la même manière, on n'aurait plus à insérer dans la loi de disposition spéciale en vue d'autoriser la Banque à verser des intérêts sur les dépôts étrangers si la chose s'avérait nécessaire²⁴.

La Banque doit clairement continuer à agir comme agent financier du gouvernement fédéral, étant donné sa connaissance spéciale du marché et la nécessité de maintenir un rapport harmonieux entre la gestion de la dette et la politique monétaire. Toutefois, le même article de la loi permet à la Banque d'agir, de consentement mutuel, à titre de banquier ou d'agent financier du gouvernement de n'importe quelle province du Canada. Même si l'on n'a jamais eu recours à cette disposition dans la pratique, nous croyons qu'il y aurait lieu de la supprimer, vu que la Banque ne pourrait pas appliquer efficacement une politique monétaire nationale si elle se trouvait sans cesse dans l'obligation de lancer de nouvelles émissions pour le compte des provinces; du moins ne le pourrait-elle pas sans conflits entre ses responsabilités monétaires et ses obligations d'agent envers ses clients provinciaux. Il existe ailleurs des sources satisfaisantes de conseils en matières bancaires et financières; et il n'est que trop facile de concevoir la situation embarrassante qui résulterait du refus par la banque centrale d'approuver un programme financier provincial qu'elle jugerait mauvais.

Nous croyons aussi qu'il y aurait lieu de modifier les dispositions de la loi qui ont trait aux

²³ Il ne semble vraiment pas nécessaire de conserver l'article 71(3) de la Loi sur les banques qui assure les banques à charte de la garantie du gouvernement à l'égard de leurs dépôts à la Banque du Canada si «l'actif de la Banque du Canada est insuffisant pour payer ses dettes et si celle-ci suspend ses paiements».

²⁴ En ce moment, la Banque contourne ce problème en percevant pour le compte de l'organisme international concerné l'intérêt de certaines valeurs qu'elle détient à part.

investissements en immeubles, afin d'établir clairement le droit qu'a la Banque d'acquérir les biens-fonds requis pour ses besoins actuels et dans une mesure raisonnable pour ses besoins futurs. On a prétendu que la Banque outrepassait ses pouvoirs en projetant la construction d'un immeuble à Vancouver, bien que son conseiller juridique soit d'avis que tel n'est pas le cas. Quoi qu'il en soit, il y a lieu, croyons-nous, de définir nettement les pouvoirs de la Banque dans ce domaine de manière à indiquer hors de tout doute qu'elle a la faculté de louer l'espace dont elle n'a pas immédiatement besoin.

Nous n'avons pas de vœux particuliers à formuler au sujet des dispositions actuelles relatives à la vérification des états financiers de la Banque, qui prévoient la nomination de deux vérificateurs de l'extérieur choisis parmi une liste appropriée de comptables. Nous conseillons cependant d'ajouter des annexes à la loi pour obliger la Banque à indiquer assez en détail les sources de ses revenus, la répartition de ses dépenses par catégories, le nombre de ses employés et leurs fonctions, et d'autres renseignements pertinents; les récents rapports annuels marquent déjà un louable début en ce sens. La Banque doit déposer son rapport au Parlement tôt après la fin de son exercice financier; cette disposition nous semble appropriée et satisfaisante. Normalement, on peut s'attendre que le ministre des Finances réponde au Parlement à toutes les questions portant sur la politique monétaire, qu'elles découlent ou non du rapport annuel, car du point de vue politique il est responsable des opérations de la Banque du Canada. Mais il pourrait être indiqué pour un comité parlementaire d'interroger directement la direction de la Banque dans des circonstances particulières, par exemple, lorsque la loi fait l'objet d'une révision ou lorsqu'on a eu recours à la procédure d'instructions.

CONCLUSION

Notre but primordial en formulant ces recommandations a été d'assurer que le statut et l'organisation de la Banque du Canada rehausseront l'efficacité des mesures monétaires. Nous sommes

convaincus qu'un régime où les responsabilités de tous les intéressés sont réelles et bien délimitées, offre le meilleur moyen d'atteindre cet objectif. Nos propositions ne fournissent aucune excuse au gouvernement pour négliger d'harmoniser la politique monétaire et ses autres programmes, ou à la direction et au conseil d'administration de la Banque pour ne pas prendre toutes les mesures qu'exige l'intérêt public. Pourtant, la liberté dont la banque centrale a besoin pour s'acquitter de ses devoirs envers la nation n'est pas la liberté de se soustraire à la volonté du peuple. En cas de conflit la volonté des autorités politiques doit primer, mais il est préférable que ce soit en vertu d'un régime où leurs décisions feront l'objet d'un débat approfondi et bien informé. La Banque

doit donc être sans restriction un organe de la politique nationale, mais elle doit aussi être tout autant une institution orientée vers les marchés financiers. Tout en demeurant la conseillère confidentielle du gouvernement, elle doit renseigner aussi pleinement que possible le public sur ses activités. Mais par-dessus tout, elle doit être dirigée par des hommes intègres et habiles; les dispositions les mieux conçues du monde seront inutiles si sa direction est faible ou arrogante ou si ses maîtres politiques sont craintifs ou bornés. On peut devenir de plus en plus savant sur les techniques et les effets des politiques financières, mais le succès de celles-ci dépend encore essentiellement de la volonté et de la sagesse de ceux qui les conçoivent et les appliquent.

VUE D'ENSEMBLE ET RÉCAPITULATION

Les institutions et les marchés financiers du pays se sont développés à un rythme accéléré depuis une génération. A tout prendre on peut dire qu'ils se sont adaptés d'une façon satisfaisante à l'évolution des besoins des emprunteurs et des prêteurs. Il s'y est manifesté un accroissement de la concurrence et de la capacité d'adaptation à de nouvelles formules utiles et profitables en même temps qu'une saine tendance de la part des diverses classes d'institutions à empiéter sur le champ d'action les unes des autres. Mais, au cours de cette évolution, il s'est formé des lacunes dans l'armature de la réglementation qui protège le public. De fait, certaines prescriptions légales adaptées aux besoins de périodes passées ne remplissent plus aujourd'hui le rôle auquel on les avait destinées: quelques-unes même ne servent plus qu'à faire obstacle à l'offre de services financiers désirables ou à en augmenter le coût. Nous avons donc trouvé que dans l'ensemble les structures financières du pays fonctionnent bien, mais qu'il y a lieu d'apporter certaines améliorations importantes aux lois et aux pratiques courantes afin de favoriser l'adaptation de ces structures à l'évolution des besoins de l'économie suivant des concepts sains et constructifs.

Aux chapitres qui traitent des besoins des prêteurs et des emprunteurs primaires que nos organismes financiers sont appelés à satisfaire, nous avons conclu que dans l'ensemble les individus et les familles administrent leurs finances d'une façon saine. Comme on l'a vu au chapitre 2, le niveau de l'épargne des particuliers chez nous

est élevé à presque tous les points de vue (par rapport à ce qu'on trouve ailleurs) et la population se comporte de façon assez rationnelle en matière d'emprunt et de placement personnels. Le total de ses dettes s'est multiplié par onze depuis la fin de la guerre alors qu'il était plus bas que la normale, mais il ne semble pas qu'on doive s'inquiéter du niveau qu'il a atteint. Une grande proportion de ce crédit a servi à financer l'achat de maisons et d'autres biens durables qui sont très rentables, et il remplace d'autres engagements qui, sans apparaître autrefois dans les statistiques, n'en étaient pas moins réels: loyers, frais de buanderie et autres services. Nous avons souligné qu'une bonne partie de l'épargne de particuliers prend la forme de contributions à des régimes de pensions de retraite, que ceux qu'administrent les gouvernements peuvent avoir d'importantes répercussions sur le niveau de l'épargne et sur sa forme, et que ces répercussions sur les marchés des capitaux et plus spécialement celui du marché des actions méritent la plus grande attention. Le volume des investissements des entreprises, qui avait atteint un niveau inusité en 1957, a baissé depuis relativement au total des investissements. Comme on l'a vu au chapitre 3, les investissements des entreprises se financent surtout à même leurs revenus d'exploitation, et le rapport entre leur dette et leur actif est modeste. Ce rapport est maintenant à la baisse après avoir augmenté pendant la plupart des années qui ont suivi la guerre. Les appels de fonds de la part des gouvernements se sont beaucoup accrus depuis

quelques années, mais le niveau de leurs dettes demeure satisfaisant d'après la plupart des normes généralement acceptées.

Le pays a utilisé une forte proportion de capitaux étrangers de temps à autre depuis la guerre. Cependant la baisse du niveau des investissements depuis les sommets qu'il avait atteints vers le milieu et la fin des années '50, conjuguée avec une politique financière mieux orientée, a réduit notre emploi de capitaux étrangers à des proportions beaucoup plus modestes. Le fardeau constitué par le service de la dette étrangère et par le paiement de dividendes à l'étranger n'est pas lourd; il est même relativement moindre qu'il l'était durant des périodes comparables dans le passé. Par contre, la vague de capitaux étrangers de l'après-guerre qui ont pris surtout la forme d'investissements directs ont produit une augmentation du contrôle par les étrangers de certains secteurs de notre économie. Il ne nous appartient pas de discuter les aspects non financiers de cette question, mais nous avons souligné que la possibilité pour les Canadiens de consacrer plus de leurs ressources à des participations dans les entreprises dépendra principalement du relèvement de leurs revenus et de leur capacité d'épargner. Des stimulants fiscaux, le relèvement des normes de divulgation, et un accroissement des placements en actions par les institutions financières peuvent avoir une profonde influence sur les formes de l'épargne, mais ils ne peuvent pas à eux seuls amener une augmentation sensible du niveau de l'épargne chez les Canadiens. Si, par ailleurs, on prend les mesures nécessaires pour maintenir notre économie en bonne position de concurrence, il n'y a pas de raison de prévoir que le Canada soit un importateur net de capitaux étrangers durant les périodes où son économie ne fonctionne pas à plein. Le retour à une position d'équilibre, qui ne peut être que graduel, est déjà bien amorcé. Néanmoins les capitaux étrangers continueront d'être un facteur important pour la croissance de notre économie, particulièrement dans les périodes où ses ressources seront sous pression.

Malgré que les facteurs déterminants du comportement de l'économie canadienne soient l'énergie, l'initiative et la discipline des citoyens—de même que le comportement de l'économie du reste du monde dont nous faisons partie—une politique financière éclairée peut améliorer ce comportement d'une façon sensible. Il y a des limites à ce que peut accomplir la meilleure politique financière. Il ne faut donc pas s'attendre à la perfection. Par contre, même si l'on admet qu'il est difficile d'établir et de mener à bien une politique financière appropriée aux circonstances, on doit se convaincre que ces difficultés ne sont pas si sérieuses qu'elles doivent nous conduire à épouser la thèse qui prétend que la politique financière est susceptible de faire plus de tort que de bien, ni à nous résigner à des résultats médiocres. Au contraire, nous croyons qu'en ayant recours à une politique financière, il devient possible et même probable qu'on obtienne des meilleurs résultats dans le contexte d'objectifs tels que les suivants: faible chômage, stabilité des prix, meilleur emploi des ressources et, sur le plan international, une balance des paiements satisfaisante.

Nous avons insisté sur le fait qu'il n'y a pas de moyen facile ou de formule mécanique pour atteindre les objectifs cités et d'autres que se propose la collectivité. Il s'agit d'une tâche qui requiert un bon jugement, une grande habileté et beaucoup de courage de la part de nos dirigeants. Les préférences de la collectivité en termes d'objectifs ne sont pas immuables et la nature des problèmes à résoudre change constamment. Par conséquent les mesures à prendre en face de la conjoncture s'avéreront tout-à-fait erronées si on n'en a pas bien saisi la nature exacte qui en surface peut être trompeuse. Nous sommes convaincus qu'il y a très peu de circonstances où l'on puisse formuler une politique financière adéquate en se servant d'un seul levier. On ne peut ordinairement obtenir des résultats satisfaisants que si on est préparé à faire appel, d'une façon coordonnée, aux moyens qu'offrent la politique monétaire, la politique fiscale et les politiques non financières.

Il ne s'agit pas ici de réaffirmer en détail les recommandations que contient ce rapport et qui

doivent se lire dans le contexte de la discussion qui les accompagne dans les chapitres qui précèdent. On n'aiderait pas le lecteur, on risquerait même de l'induire en erreur, en tentant de les résumer hors de ce contexte et sans les entourer des réserves qui s'y rattachent. Dans les quelques pages qui suivent nous ne faisons donc qu'esquisser les grandes lignes de la pensée qui a inspiré les recommandations majeures que nous avons proposées.

PROTECTION DU PUBLIC

Partant de la proposition qu'on ne peut pas garantir au public qu'il ne subira aucune perte en traitant avec les institutions financières et sur les marchés financiers, nous en sommes venus à la conclusion que la meilleure façon de protéger le public consiste à adopter une législation financière destinée à faire régner des normes de divulgation satisfaisantes et des pratiques efficaces d'auto-discipline, appuyées d'une surveillance étroite par des autorités gouvernementales armées des pouvoirs nécessaires pour les faire respecter.

L'élargissement que nous avons proposé de la portée de la Loi sur les banques devrait contribuer à accroître la protection du public contre des pertes évitables. On devrait conserver les traits principaux de la présente loi, et puisque à notre avis, on ne renforce guère la position financière des institutions en leur imposant des coefficients d'actif statutaires, nous n'avons pas recommandé qu'on en établisse dans la loi. A ce sujet, nous avons souligné combien il est difficile de généraliser en matière de liquidité, de capital-actions ou d'autres rapports entre les postes des bilans sans gêner les opérations du système financier, à cause de la variété des institutions qui le composent. C'est pourquoi nous avons recommandé qu'on laisse à l'Inspecteur-général des banques le soin d'établir des pratiques saines avec les institutions concernées et qu'on lui donne plus de pouvoirs pour les faire respecter.

Dans le même esprit, nous avons recommandé au chapitre 9 que les gouvernements provinciaux améliorent leur surveillance des credit unions et

caisses populaires locales, et que ces dernières soient enjointes de faire partie de centrales, qui à leur tour seraient régies par la réglementation fédérale sur la banque, et de participer à des caisses d'assistance mutuelle comme assurance contre des revers possibles. Au chapitre 13 nous avons recommandé que les caisses de retraite—qui absorbent une proportion croissante de l'épargne—soient assujetties à certaines règles touchant leur solvabilité. Ces règles viseraient en même temps à éliminer certains problèmes de conflits d'intérêt et porteraient sur leur politique de placements.

On trouvera aux chapitres 16 et 17 des recommandations qui visent à augmenter la portée et l'efficacité de la réglementation sur les marchés de valeurs et sur les opérations des négociants. Malgré l'amélioration sensible des normes d'auto-discipline qui règnent dans le commerce des valeurs mobilières—normes qui touchent à l'étiquette professionnelle et aux questions de solidité financière—nous croyons que la réglementation devrait être plus poussée et qu'une agence fédérale devrait être créée pour indiquer le pas dans ce domaine et pour fonctionner en collaboration avec les autorités provinciales. Nous croyons aussi que les entreprises ne fournissent pas suffisamment de renseignements au Canada et que des exigences plus strictes en cette matière devraient être consignées dans la loi. Cette recommandation s'insère dans un plus ample programme destiné à encourager un public mieux informé à prendre des participations dans les entreprises canadiennes. A notre avis, l'intérêt public serait mieux servi et la clientèle mieux protégée si les négociants en valeurs mobilières fournissaient plus de renseignements au sujet de leur propre situation financière. D'autres recommandations plus spécifiques visent aux mêmes fins: entre autres, que les bourses ne permettent pas que leur parquet serve à la distribution de titres spéculatifs, qu'elles soient plus sévères en matière d'admission à la cote et de radiation, qu'elles augmentent leur personnel administratif et lui donnent plus de pouvoirs, et qu'elles élisent quelques gouverneurs recrutés en dehors du milieu pour veiller aux intérêts du public.

FAVORISER LA LIBRE CIRCULATION DES CAPITAUX

Nous sommes souvent revenus sur les avantages qu'il y a à permettre aux institutions financières d'opérer dans une atmosphère de concurrence aussi libre que possible tout en les entourant de la réglementation nécessaire à la protection de leur clientèle. Plusieurs des restrictions actuelles sur les pouvoirs de placement des institutions ne font rien pour la protection du public; elles gênent les opérations des institutions et par suite empêchent le système financier d'atteindre le degré d'efficacité dont il serait capable sous un régime de plus libre concurrence. De tels obstacles au fonctionnement du système relèvent souvent le coût du crédit accordé au public et quelquefois même empêchent que certains crédits soient accordés du tout. Par exemple, le plafond de 66 $\frac{2}{3}$ pour cent de la valeur des propriétés sur les prêts en première hypothèque a limité le montant total de ces prêts et repoussé beaucoup d'emprunteurs sur le marché des deuxièmes hypothèques où les taux d'intérêt sont plus hauts. De nouveaux prêteurs de bonne réputation mais non assujettis à ce plafond se sont intéressés à ce domaine—bien servi depuis plusieurs années d'ailleurs par les caisses populaires dans le Québec—de sorte que les institutions qui doivent respecter ce plafond se trouvent de plus en plus désavantagées vis-à-vis la concurrence. Nous avons cru sage qu'on maintienne un critère de qualité pour le prêt en première hypothèque et avons recommandé que le plafond en question soit relevé à 75 pour cent. Ce changement, conjugué avec la permission aux banques à charte de consentir des prêts hypothécaires ordinaires auxquels il n'y a pas d'objection qu'elles consacrent une partie de leurs disponibilités, devrait faire beaucoup pour faciliter le financement des propriétés déjà existantes et obvier à la nécessité d'étendre le champ des garanties du gouvernement. Si, comme nous l'avons recommandé, on laisse fluctuer le taux d'intérêt de la L.N.H. suivant l'offre et la demande, on devrait grossir les courants de capitaux privés vers le marché des nouvelles habitations et rendre ce marché

moins sujet aux violentes fluctuations provoquées par la rigidité présente du taux de la L.N.H. et par les changements dans le volume des prêts consentis par le gouvernement lui-même. Le gouvernement faciliterait la transition souhaitable entre une réduction des prêts directs consentis par la S.C.H.L. et une augmentation des prêts privés de la L.N.H. s'il faisait moins concurrence aux institutions pour s'attirer l'épargne du public au moyen des obligations d'épargne.

Nous avons recommandé dans un autre domaine qu'on libéralise les règles qui gouvernent l'évaluation des éléments de l'actif des compagnies d'assurance-vie et leurs placements en actions dans le but d'encourager ces compagnies à prendre plus de participations. Pour le moment elles auront leurs coudées assez franches si on remonte le plafond qui limite le montant de leurs placements en actions à 25 pour cent de leur actif, et rien n'empêche qu'on revienne sur la question dans quelques années suivant les circonstances. Par ailleurs nous avons recommandé qu'on supprime le plafond de 6 pour cent sur le taux d'intérêt que peuvent exiger les banques à charte. Ce plafond, tout comme les restrictions sur leurs prêts hypothécaires, gêne l'accès de certains emprunteurs au crédit et, en les repoussant vers des sources plus dispendieuses, il fait du tort à ceux-là mêmes qu'il était destiné à protéger. D'un autre côté, à certains moments il impose une limite aux rendements que peuvent offrir les banques à charte sur leurs dépôts. Il en résulte que certains épargnants en souffrent pendant que d'autres obtiennent des meilleurs rendements de la part d'autres institutions qui ne sont pas plafonnées et qui font concurrence aux banques.

Les institutions et les garanties gouvernementales peuvent jouer un rôle utile en servant d'aiguillon au secteur privé pour prendre plus d'initiatives et pour développer de nouvelles formes de crédit (on en trouve un bon exemple récent dans la vente à l'enchère de prêts hypothécaires par la S.C.H.L.) mais il faut éviter, dans ce rôle, de gêner l'activité du secteur privé en accordant des taux d'intérêt en bas du marché. C'est pourquoi, au chapitre 12, nous avons recommandé que le gouvernement abandonne certaines for-

mules de garanties, et que pour celles qu'il retiendra il adopte des pratiques plus souples particulièrement en ce qui concerne l'usage de taux d'intérêt axés sur ceux du marché. Pour illustrer notre pensée, notons que le taux d'intérêt de 5 pour cent sur les prêts de la Société du crédit agricole, adopté quand le gouvernement empruntait en bas de 3 pour cent, se trouve aujourd'hui inférieur à ce que le gouvernement a dû payer sur des emprunts à échéance comparable. Cette Société joue tout de même un rôle utile, et nous avons suggéré que le montant maximum de ses prêts individuels soit relevé de même que ses taux d'intérêts s'alignent mieux sur ceux du marché. Dans le même esprit, nous avons suggéré que la Banque d'expansion industrielle fasse moins concurrence au secteur privé et qu'elle s'occupe plutôt de faciliter les rouages du crédit provenant de sources privées et d'aviser les petits emprunteurs en matière de finance et d'administration. Si, par ailleurs, nous n'avons pas jugé bon de suggérer l'établissement de nouvelles agences de prêts gouvernementales—de caractère régional ou autre—c'est que nous n'avons pas trouvé de lacunes sérieuses dans le système financier actuel.

Un régime qui favorise la concurrence relèvera la qualité des services et stimulera l'initiative. Mais l'expérience prouve que sans une réglementation adéquate, il y a danger qu'on encourage des politiques de placement malsaines et qu'on ne protège pas assez le public. La surveillance du gouvernement peut facilement suffire à écarter le premier danger, mais pour ce qui est du second, il y a lieu de renforcer la loi. C'est ce qui a inspiré la recommandation qu'on trouvera au chapitre 19 à l'effet que tous les prêts en espèces aux individus, jusqu'à concurrence de 5,000 dollars soient assujettis à une limite de coût pour les emprunteurs, même s'ils ne tombent pas sous l'empire de la Loi sur les petits prêts, qui ne régit d'ailleurs présentement que les prêts jusqu'à concurrence de 1,500 dollars. Il y a lieu d'espérer que cette modification protège mieux les emprunteurs mal informés contre la tendance de certaines institutions et d'autres prêteurs peu scrupuleux à les exploiter. Nous sommes en faveur de la formule actuelle qui limite à 2 pour cent par mois le taux

d'intérêt sur les prêts jusqu'à concurrence de 300 dollars, car à ce niveau-là les frais d'administration sont proportionnellement élevés; mais sur les montants en excès de 300 dollars nous recommandons un plafond unique de un pour cent par mois. (Le plafond actuel de une demie de un pour cent qui s'applique entre 1,000 et 1,500 dollars ne sert qu'à diminuer le nombre de ces prêts.)

Il ne faudrait pas croire que des mesures législatives puissent seules nous assurer un système financier souple et compétitif. Cela dépendra aussi des attitudes et de l'esprit d'initiative des institutions et de tous ceux qui opèrent sur les marchés. C'est à eux de veiller à ne pas céder à un traditionalisme exagéré et à ne pas laisser la routine des affaires restreindre leurs horizons. Les conséquences pour chacun de ne pas y veiller seront d'autant plus prononcées si le système favorise la concurrence. Un système ainsi caractérisé devrait d'une part atténuer la tendance chez les institutions à ouvrir un nombre excessif de succursales et à donner trop de prix à la grosseur, et d'autre part encourager la concurrence en termes de prix et de qualité de service.

UN SYSTÈME BANCAIRE COMPÉTITIF

Animés de cette préférence pour un système financier qui favorise le jeu de la concurrence dans le cadre d'une saine et équitable réglementation, nous avons étudié les institutions bancaires avec un soin particulier et fait ressortir les ressemblances frappantes qui existent entre celles qui, chez nous, portent le nom de banque et celles qu'on appelle autrement. Une bonne partie des activités des unes et des autres se confondent, et au point de vue pratique, il n'y a plus de raisons pour les assujettir à des réglementations différentes. Les banques n'ont pas le pouvoir de «créer» du crédit d'une façon mystérieusement différente des autres (voir la discussion de cette question au chapitre 6) et toutes les institutions jouent un rôle essentiellement semblable comme canaux de crédit entre les prêteurs et les emprunteurs. Ce qui distingue les institutions bancaires c'est la nature de leur passif, qui est

constitué par des créances à court terme ou à demande qui servent de moyens de paiement ou qui en sont les succédanés. Nous en sommes venus à la conclusion que l'ensemble des lois qui régissent ces institutions ne répond plus aux besoins du pays: il contient des restrictions illogiques et inéquitables qui ne rendent service ni aux institutions ni au système financier ni à la société. Par ailleurs, dans certains cas il n'institue pas les modes de surveillance des institutions qui seraient désirables.

D'où les recommandations contenues aux chapitres 18 et 19 à l'effet que la portée de la loi sur les banques soit étendue à un plus grand groupe d'institutions qui font des opérations de banque, que les institutions qui seront soustraites à la loi n'aient pas le droit de se livrer à ce commerce et qu'on étende les pouvoirs de toutes les institutions bancaires en matière de prêt. En plus donc d'abolir le plafond de 6 pour cent sur l'intérêt des prêts de banques à charte et de leur permettre de prêter sur hypothèques, nous permettrions aux banques d'épargne, aux compagnies de fiducie et de prêts et aux autres compagnies qui tomberaient sous l'empire de cette loi de faire des prêts commerciaux et des prêts aux particuliers. Par contre nous exigerions que toutes les institutions bancaires maintiennent les mêmes coefficients d'encaisse contre leur passif à court terme. Ce coefficient serait plus bas pour les dépôts retirables sur préavis réel que pour les dépôts à demande. Ce régime d'encaisse pourrait bien avoir comme résultat d'inciter les institutions en question à maintenir le reste de leur actif au degré de liquidité désirable, mais son but premier serait d'assurer à toutes les institutions engagées dans les mêmes genres d'affaires un traitement équitable en face des contrôles monétaires.

Il y a toujours un danger que le jeu de la concurrence soit gêné soit par des ententes ou par une concentration excessive du pouvoir financier. C'est particulièrement vrai du commerce de la banque, et c'est pourquoi nous avons recommandé au chapitre 18 qu'on défende aux institutions bancaires de faire des ententes concernant les taux d'intérêt sur leurs prêts ou sur leurs emprunts,

et que la loi prévienne les remèdes nécessaires pour faire respecter cette défense. Nous avons aussi recommandé qu'aucune institution bancaire ne soit admise à posséder plus que 10 pour cent des actions de participation ou des actions de contrôle d'une société non financière. Nous jugeons indésirable que les dirigeants ou employés des banques siègent sur les conseils d'administration des entreprises commerciales. Pour prévenir la concentration du pouvoir dans le système bancaire et financier, nous avons recommandé qu'aucune institution bancaire ne soit admise à posséder plus que 10 pour cent des actions de participation ou de contrôle d'une compagnie financière mais non bancaire. D'autres recommandations ont pour effet de conserver la défense aux banques à charte de détenir les actions les unes des autres, et d'empêcher toutes les institutions bancaires de prendre des participations les unes dans les autres sans autorisation préalable du conseil du Trésor. (Exception serait faite pour les cas où il s'agirait de deux institutions de faible taille.) Nous avons recommandé en plus que le conseil du Trésor puisse revenir sur une autorisation qu'il aura déjà donnée et prescrire les remèdes qu'il jugera nécessaires pour maintenir la concurrence en vue de l'intérêt public. Nous avons aussi suggéré que la loi prescrive des limites au nombre d'administrateurs communs que les institutions bancaires pourraient élire à leurs conseils. Nous recommandons enfin qu'on corrige l'anomalie de la loi actuelle qui défend qu'une banque à charte détienne des actions d'une autre sans rien prescrire quant aux participations des banques étrangères dans nos banques canadiennes, mais qu'on prévienne de façon expresse l'établissement d'agences de banques étrangères sous l'empire de la Loi sur les banques. Sans interdire des fusions ou amalgamations qui pourraient accroître la concurrence ou protéger l'intérêt public, les mesures proposées ont pour but de rendre les grosses transactions de ce genre sujettes à étude préalable de la part des autorités en vue de prévenir des concentrations de pouvoir excessives.

Bref, nous sommes en faveur d'un système bancaire plus ouvert et plus compétitif, conscien-

cieusement et équitablement surveillé en vertu d'une réglementation uniforme, mais libre des entraves qui empêchent les institutions de s'adapter aux nouveaux besoins de l'économie, qui les tiennent casanées chacune dans leur spécialité ou qui mettent certaines d'entr'elles à l'abri de la concurrence. Nous croyons qu'un régime comme celui que nous avons proposé encouragera l'esprit d'initiative et l'efficacité, qu'il fera naître le plus grand choix possible de services financiers dont bénéficiera le public, tout en réduisant le danger que des institutions soustraites à la réglementation surgissent pour répondre à des besoins auxquels les institutions régulières seraient empêchées de satisfaire. Certaines institutions existantes choisiront peut-être d'offrir à leur clientèle une gamme complète de services, d'autres de se spécialiser, mais la loi leur permettra à toutes—y compris les nouvelles institutions qui voudront se soumettre à la réglementation—de s'adapter aux circonstances et aux perspectives nouvelles que fait naître l'évolution des besoins et des préférences du public.

POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

L'étude que nous avons faite de la politique économique nous a convaincus que les mesures relevant de la politique monétaire utilisées au degré auquel on y a eu recours depuis la guerre ne sont pas assez puissantes pour contrecarrer seules des fluctuations prononcées du cycle économique. Le retard avec lequel les effets de ces mesures se font sentir les rend encore moins efficaces dans le cas de fluctuations sur courte période. Toutefois, les effets retardés découlant de l'application de mesures monétaires restrictives n'entraînent pas en général de conséquences assez sérieuses pendant la période d'affaiblissement subséquent de la conjoncture pour qu'on rejette l'usage de ces mesures, pourvu qu'on soit prêt à opérer des renversements rapides de la politique monétaire. Dans les cas de boom soutenu, on pourrait théoriquement porter les taux d'intérêt à un niveau assez haut pour modérer l'économie, mais comme nous l'avons fait remar-

quer, il y a des limites pratiques à la hausse des taux d'intérêt. Par contre, en période de ralentissement prononcé, les mesures monétaires ordinaires ne sont pas efficaces pour stimuler l'économie, surtout si les perspectives commerciales sont mauvaises et s'il y a un excédent de capacité de production généralisé. Il semble que sur une longue période une politique monétaire expansionniste puisse donner quelques résultats, mais il n'y en a pas de preuves convaincantes.

Nous avons souligné, au chapitre 22, que la gestion de la dette fédérale peut dans certaines conditions appuyer les autres mesures prises pour changer les conditions de crédit, et que de toute façon elle devrait toujours être coordonnée avec la politique monétaire. Elle n'apparaît tout de même pas comme un puissant levier de commande autonome pour faire naître les conditions de crédit qu'on désire. Nous avons fait remarquer que ce ne sont pas des problèmes d'ordre technique qui empêchent les autorités d'opérer des variations plus fortes dans les conditions de crédit. Les techniques employées sont d'importance très secondaire par rapport à la position d'ensemble prise par les autorités, et même s'il est important de veiller à ne pas sans raison bouleverser le marché et alarmer le public, il ne faut pas que les autorités s'astreignent à des règles immuables pour opérer sur le marché des valeurs et les autres marchés.

Nos observations nous portent à croire qu'il pourra se présenter des cas d'urgence où, à cause de problèmes d'ordre international ou d'un déséquilibre très prononcé au pays même, il faudra avoir recours à des moyens directs de contrôle du crédit qui permettent de rationner le crédit tout en modérant la hausse des taux d'intérêt ou d'obtenir d'autres résultats plus marqués que n'en produiraient les moyens normaux pour influencer sur les conditions de crédit. Cependant, un usage fréquent de ces moyens directs bouleverserait et affaiblirait le comportement des marchés financiers et pourrait amener les autorités à employer les mesures de portée générale avec moins de circonspection, confiantes qu'elles seraient de pouvoir recourir plus tard à des contrôles directs. D'ailleurs, il ne faut pas oublier que le marché

des capitaux s'arrangera toujours pour contourner les contrôles directs par des subterfuges qui pour être préjudiciables à l'économie n'en réussissent pas moins. Il faut donc avoir recours le moins possible à des contrôles directs et les abolir aussitôt que possible après que la crise qui les a rendus nécessaires est passée.

L'efficacité limitée des mesures monétaires nous oblige à conclure qu'il faut presque toujours les appuyer de mesures fiscales qui agissent d'une façon plus immédiate sur les revenus et la dépense. Nous croyons qu'on pourrait se servir de mesures fiscales plus délibérément qu'on ne l'a fait depuis la guerre pourvu qu'on y apporte beaucoup de soins et qu'on évite de s'engager dans des programmes de dépenses irréversibles. Il n'y a pas lieu de faire souvent des changements violents dans le niveau des impôts et des dépenses, mais, à l'occasion, des modifications dans les taxes affectant les biens durables ou dans les taux d'amortissement pour fins d'impôt s'avéreront utiles pour retarder ou accélérer le rythme des investissements. Nous avons insisté sur le fait que si l'on veut mener à bien des mesures fiscales d'importance il faut les coordonner, par des consultations mutuelles, avec les programmes des gouvernements provinciaux qui sont responsables d'une proportion importante et croissante des déboursés qui portent sur des biens et services.

Nous avons souligné aussi que d'autres politiques que la politique financière peuvent contribuer beaucoup à nous acheminer vers nos principaux objectifs économiques, particulièrement en ce qui concerne la croissance de la productivité. Dans un régime de taux fixe du change, les mesures fiscales et non financières méritent plus d'attention comme remèdes aux problèmes intérieurs, parce que sous un tel régime les mesures monétaires doivent être orientées avec plus de soin en fonction des facteurs internationaux. Nous sommes revenus souvent dans ce rapport sur le fait que les relations se font de plus en plus étroites entre les marchés des capitaux canadiens et ceux des autres pays, comme sur le fait aussi que les mouvements internationaux de capitaux sont très affectés par les

variations dans les écarts entre les taux d'intérêt que la politique monétaire peut facilement influencer. Malgré que le Canada, quel que soit son régime du change, ne puisse pas s'isoler de ce qui se passe ailleurs, nos relations avec le reste du monde ont des conséquences plus immédiates pour la politique monétaire sous un régime de taux fixe du change.

Nous écartons toute tentative d'isoler le pays des influences économiques extérieures par interventions directes à cause de ce qu'il en coûterait en termes de productivité et de croissance économique. Au contraire, ce n'est qu'en conservant à notre économie sa souplesse et sa capacité de concurrence qu'on peut lui assurer une position internationale viable qui nous permettra de réconcilier les problèmes qui naissent d'influences extérieures avec ceux que pose la poursuite de nos objectifs économiques intérieurs. Le Canada, pays qui dépend beaucoup de son commerce extérieur, a tout intérêt au développement d'un appareil financier international apte à favoriser la croissance économique à travers le monde sans qu'il y ait d'inflation. C'est pourquoi nous suggérons au chapitre 23 que le Canada prenne une part active dans les pourparlers qui sont en cours pour modifier cet appareil, de façon à mettre des réserves additionnelles de devises à la disposition des pays qui auront besoin de temps pour effectuer les corrections essentielles nécessaires à leur économie pour la mettre sur un pied de concurrence.

Dans la dernière partie du rapport nous avons mis en lumière les multiples facteurs de compénétration qui existent entre les politiques monétaires, fiscales, le taux du change et les autres politiques, et nous avons fait voir que l'usage bien coordonné de ces politiques peut avoir une influence considérable sur l'économie. Chacune des mesures qui relèvent de ces politiques, prise isolément, n'a peut-être pas autant de poids qu'on le croyait en certains milieux, mais conjuguées elles sont puissantes: en fait, c'est certainement là un de ces cas où l'ensemble dépasse la somme de ses éléments. D'où notre insistance sur la nécessité de savoir bien coordonner les politiques, de s'assurer d'un personnel de tout premier ordre

pour diriger la politique économique du gouvernement fédéral, et de lui enjoindre d'étudier plus à fond le jeu des avantages et des inconvénients pour le court et pour le long terme qui résultent de l'application de différentes combinaisons de mesures. Par ailleurs, étant donné que plusieurs des échecs essuyés au cours de l'après-guerre sont nés surtout d'une certaine timidité devant l'action, due en partie à la crainte des réactions du public, nous avons insisté aussi sur l'importance qu'il faut attacher à la qualité de nos chefs politiques et à l'éducation du public.

La tâche première des autorités consiste à choisir la bonne combinaison de mesures et le moment approprié pour les appliquer dans le but d'agir sur la demande dans la bonne direction. Il faudra quelquefois avoir recours, pour appuyer des mesures d'ordre général, à des moyens qui affectent spécifiquement certains secteurs de la demande, mais ces moyens ne nous permettront pas d'atteindre nos principaux objectifs économiques s'ils s'insèrent dans une politique générale fautive. L'amalgame de mesures devra nécessairement varier suivant la conjoncture, tant et si bien qu'il pourra même quelquefois contenir à dessein des mesures qui ne travaillent pas toutes dans le même sens, lorsqu'il s'agira de faire place à certains objectifs particuliers, quelle que soit l'orientation de la politique générale. Dans les périodes où l'embauche sera à son maximum, le choix des mesures à prendre en vue d'acheminer l'économie vers les autres objectifs économiques primordiaux sera très limité. Il n'y a d'ailleurs pas d'unique combinaison de mesures qui doive, dans toutes les circonstances, être utilisée pour stimuler la croissance de la productivité ou maintenir la stabilité des prix. La conjoncture qui à un moment donné exigerait une certaine combinaison de mesures en exigera tantôt une autre, malgré qu'en surface elle ne semble pas avoir changé. Les autorités ne doivent donc pas nourrir de préjugés dans le choix des mesures à prendre.

Dans le chapitre précédent nous avons souligné que la Banque du Canada doit être considérée comme l'un des bras du gouvernement en matière de politique économique. Mais il y a de

bonnes raisons pour qu'on lui conserve une certaine autonomie au sein du gouvernement si elle doit jouer son rôle de protecteur de la monnaie et d'aviseur du ministre des Finances en matière de marchés et de techniques financiers. D'un autre côté, il faut créer un mécanisme qui permette au gouvernement, au cas de divergence d'opinions, d'adopter la politique monétaire de son choix, puisqu'il en est responsable. C'est pourquoi nous avons recommandé que le gouvernement puisse donner des directives à la banque centrale pour résoudre le conflit, mais en passant par un mécanisme qui exposerait le problème au public. Il faut espérer qu'on n'aura jamais recours à ce mécanisme. Cependant, comme toujours, les bonnes relations entre le gouverneur de la banque centrale et le ministre des Finances reposent en dernière analyse sur le sens des responsabilités et sur le bon sens tout court des parties en jeu. Après avoir indiqué le rôle important que peuvent jouer les membres du conseil d'administration et les employés supérieurs de la Banque dans la conduite de ses affaires, nous avons fait quelques suggestions qui visent à ce que les personnes qui seront appelées à ce rôle important soient d'une haute compétence et aient la meilleure préparation pour leur tâche. A cause aussi de l'importance pour l'efficacité de la politique monétaire qu'il y ait des relations étroites et une compréhension mutuelle entre la Banque et les milieux de la finance de même que le grand public, nous avons fait quelques recommandations pour améliorer les contacts de la Banque avec les marchés et le public.

Bref, les recommandations que nous avons faites au sujet des politiques et de la façon de les établir touchent aux façons dont les responsables devraient s'y prendre pour attaquer les problèmes qui se posent; nous n'avons pas prescrit une série de lois ou de règles à suivre. Nous croyons que, conjuguée avec une réglementation plus souple qui favorisera la concurrence comme celle que nous avons proposée pour les marchés et les institutions financières, et avec les changements dans certaines modalités du crédit que nous avons suggérées, une politique financière

bien conçue peut faire beaucoup pour le meilleur comportement de l'économie et pour la faire s'adapter aux besoins en évolution du public. Seulement nous insistons de nouveau sur le fait qu'il n'existe pas de remaniement possible du système financier qui par lui-même fera atteindre les objectifs économiques de la nation. Les institutions, les marchés et les politiques financiers ne peuvent que créer l'ambiance et les facilités nécessaires pour atteindre ces buts; si on y trouve le sens de l'initiative et de l'innovation, ils favoriseront la conquête de ces objectifs; sinon ils la rendront impossible. Les concepts qui ont

inspiré nos recommandations sont de nature à favoriser une évolution constructive du système financier. Nous ne doutons pas que les changements observés depuis la commission Macmillan vont continuer de se produire à un rythme accéléré et qu'il serait impossible ou même dangereux de chercher à prévoir toutes les éventualités. Bien que nous ne puissions pas prédire les événements qui marqueront l'avenir de la finance pendant la prochaine génération, nous avons confiance que nos successeurs se trouveront en face d'un système financier qui aura pleinement contribué au progrès du pays.

NOUS SOUMETTONS RESPECTUEUSEMENT LE TOUT À L'ATTENTION DE
VOTRE EXCELLENCE.

Dan Harris Post

le président

W. Thomas Brown

James D. Hughes

Gordon L. Harold

Carl H. Leman

John C. Macabee

A. C. ...

Donald Anthony ...

le secrétaire

Willis ...

le secrétaire conjoint

le 5 février 1964.

APPENDICE 1

L'ARRÊTÉ EN CONSEIL

C.P. 1961-1484

Copie certifiée conforme au procès-verbal d'une réunion du Comité du Conseil privé, approuvé par Son Excellence le Gouverneur général le 18 octobre 1961

Le Comité du Conseil privé a été saisi d'un rapport du ministre des Finances exposant:

Qu'il est opportun d'entreprendre périodiquement une révision générale du fonctionnement du système financier canadien;

Que la dernière révision de cette nature a été effectuée en 1933;

Que, dans l'intervalle, l'économie canadienne, ses ressources financières et ses exigences financières se sont grandement accrues et ont changé considérablement;

Que l'essor économique ordonné dépend, dans une grande mesure, de la suffisance et de l'adaptation des institutions financières par l'entremise desquelles l'argent devient disponible pour des fins d'expansion et de développement; et

Que les chartes des banques prévues dans la Loi sur les banques et la Loi sur les banques d'épargne de Québec expirent en 1964 et que les lois en question devraient faire l'objet d'une révision soignée avant cette date.

Le Comité recommande donc que

L'honorable M. Dana Harris Porter,
Juge en chef de l'Ontario,
Toronto, Ontario,

M. W. Thomas Brown, M.B.E.,
Courtier en valeurs de placement,
Vancouver, Colombie-Britannique,

M. James Douglas Gibson, O.B.E.,
Banquier,
Toronto, Ontario,

M. Gordon L. Harrold,
Agriculteur,
Calgary, Alberta,

M. Paul-H. Leman,
Administrateur de sociétés,
Montréal, P.Q.,

M. John C. MacKeen,
Administrateur de sociétés,
Halifax, Nouvelle-Écosse,

M. W. A. Mackintosh,
Vice-chancelier, Université Queen's
Kingston, Ontario,

soient nommés commissaires en vertu de la Partie I de la Loi sur les enquêtes

a) pour faire enquête et rapport sur la structure et les méthodes de fonctionnement du système financier canadien, y compris le système bancaire et monétaire ainsi que les institutions et les opérations que comporte la circulation des fonds par l'intermédiaire du marché du capital,

b) pour faire des recommandations

(i) visant l'amélioration de la structure et du fonctionnement du système financier et, plus particulièrement,

- (ii) concernant la Loi sur les banques, la Loi sur la Banque du Canada, la Loi sur les banques d'épargne de Québec et autres lois fédérales pertinentes.

Le Comité recommande de plus

1. Que les Commissaires soient autorisés à exercer tous les pouvoirs que leur confère l'article 11 de la Loi sur les enquêtes et reçoivent toute l'aide possible des ministères, départements et organismes du gouvernement;

2. Que les Commissaires adoptent la procédure et les méthodes qui peuvent à l'occasion leur paraître opportunes pour la poursuite régulière de l'enquête et siègent aux dates et endroits au Canada qu'ils peuvent choisir de temps à autre;

3. Que les Commissaires soient autorisés à retenir les services des avocats, du personnel et

des conseillers techniques dont ils peuvent avoir besoin à des taux de rémunération et de remboursement qu'approuvera le conseil du Trésor;

4. Que les Commissaires fassent rapport au Gouverneur en conseil avec toute diligence raisonnable et déposent au bureau de l'Archiviste fédéral, aussitôt qu'il sera raisonnablement possible après la conclusion de l'enquête, tous les documents et dossiers de la Commission;

5. Que l'honorable juge en chef, M. Porter, soit président de la Commission; et

6. Que M. Harold Anthony Hampson, de la ville de Toronto, soit secrétaire de la Commission.

Le Greffier du Conseil privé,
R. B. BRYCE.

APPENDICE 2

CALENDRIER DES AUDIENCES DE LA COMMISSION

La Commission a tenu durant 69 jours, aux onze endroits mentionnés ci-dessous, des audiences publiques au cours desquelles 95 mémoires ont été présentés et étudiés:

Victoria (C.-B.)	12 mars 1962	Toronto (Ont.)	12-17 avril
Vancouver (C.-B.)	13-16 mars	Montréal (P.Q.)	14-17 mai
Edmonton (Alb.)	19-20 mars	Fredericton (N.-B.)	4-5 juin
Regina (Sask.)	22-23 mars	Charlottetown (I. P.-É.)	7 juin
Winnipeg (Man.)	9-10 avril	Halifax (N.-É.)	11-12 juin
		Ottawa (Ont.)	9-20 juillet
		Ottawa (Ont.)	10-28 sept.
		Ottawa (Ont.)	16 oct.-1 ^{er} nov.
		Ottawa (Ont.)	7-22 janv. 1963

APPENDICE 3

REMERCIEMENTS

Nous avons eu souvent l'occasion, depuis notre nomination il y a deux ans et demi, d'apprécier l'aide généreuse que nous avons reçue de tous côtés. Un organisme comme le nôtre n'aurait pu se mettre à l'œuvre sans compter beaucoup sur le concours bienveillant de nombreux organismes et particuliers. Cet appui nous a été pleinement accordé, non seulement par tous les secteurs du monde financier, mais aussi par les gouvernements, les entreprises non financières et d'autres organismes qui nous ont communiqué des données, des points de vue et des suggestions grâce auxquels nous avons pu mieux comprendre le système financier.

Les nombreux exposés que des organismes et des particuliers de tous le pays nous ont présentés et qui ont été discutés à fond à nos audiences publiques contenaient des renseignements et des idées de grande valeur. La liste complète des mémoires figure ci-après. Nous désirons remercier particulièrement le groupe distingué de banquiers et d'économistes étrangers qui ont concouru à nous rendre aussi enrichissante qu'agréable l'étude des questions financières. Nous n'avons pu égaler l'esprit et la clarté avec lesquels feu sir Dennis Robertson nous a exposé la politique bancaire centrale, mais nous espérons que les entretiens qu'il a eus avec nous se reflètent dans notre rapport. Lord Cobbold et MM. Holtrop, Thomas et Sproul nous ont chacun exposé des vues nettes et profondes sur les fonctions et les problèmes des banques centrales et nous ont exprimé des idées nombreuses et intéressantes sur la théorie et la pratique de leur pro-

fession. L'exposé complet que nous a fait M. Lunderg des implications de la politique de la Suède en matière de crédit et d'autres politiques économiques et les vastes échanges de vues que nous avons eus avec les professeurs Viner et Samuelson et M. Bernstein ont tous contribué à nous faire mieux comprendre les conséquences internationales et nationales des mesures financières.

Nous avons dû compter beaucoup sur les institutions financières privées et sur les organismes de l'État. Nous leur sommes redevables d'avoir fourni avec empressement les nombreuses données statistiques et autres que nous-mêmes et notre personnel leur avons demandées sur leurs opérations. Mentionnons en particulier les représentants et les dirigeants des credit unions et des caisses populaires du pays, de l'Association des banquiers du Canada (et ses membres) et des deux banques d'épargne du Québec. Tout aussi précieux a été l'apport de l'Association des sociétés de fiducie du Canada et de leurs membres, en particulier la Royal Trust, la Montreal Trust et la National Trust qui ont effectué à notre intention une grande enquête sur leurs comptes de successions, de fiducie et d'agences. Les principales bourses de valeurs mobilières, l'Investment Dealers' Association of Canada et de nombreuses commissions provinciales des valeurs mobilières nous ont accordé une aide inestimable, tandis que le Federated Council of Sales Finance Companies nous a fourni des renseignements supplémentaires sur l'industrie de ces sociétés. Nous remercions également

l'Association des assureurs-vie du Canada et en particulier douze de ses membres qui ont établi de nouveaux renseignements statistiques, la Dominion Mortgage and Investments Association, la Canadian Consumer Loan Association et la Canadian Mutual Funds Association récemment constituée.

Des organismes publics nous ont aussi accordé leur précieuse collaboration. La Banque d'expansion industrielle, la Société d'assurance des crédits à l'exportation et la Société centrale d'hypothèques et de logement nous ont fourni des données et des vues sur les marchés financiers particuliers où ils opèrent tandis que le Bureau fédéral de la statistique a prêté son habituel et précieux concours à plusieurs aspects de notre enquête. Les fonctionnaires du ministère des Finances se sont toujours montrés disposés à répondre à nos demandes de renseignements. Le concours de l'Inspecteur général des banques, qui connaît à fond le système bancaire canadien, nous a été particulièrement utile. La Banque du Canada nous a constamment facilité la tâche en nous présentant un excellent mémoire, en nous aidant en matière d'administration et de recherche et en mettant à notre disposition des membres de son personnel.

Des organismes représentant le travail, l'agriculture et les affaires ont établi à notre intention des mémoires particulièrement bien étudiés. En outre, nos services ont effectué des enquêtes directes et par correspondance auprès de plus de 1,500 maisons d'affaires et gouvernements provinciaux et municipaux qui ont tous pleinement collaboré à notre œuvre et dont plusieurs ont aussi pris le temps et la peine de nous aider davantage et de nous communiquer leurs observations réfléchies sur le fonctionnement du système financier. Enfin, quelque 1,200 ménages ont bien voulu répondre à un long questionnaire relatif à leurs affaires financières; à ces derniers ainsi qu'à la McDonald Research Limited qui s'est chargée de l'enquête, nous adressons nos sincères remerciements.

Nous avons à nous féliciter non seulement de l'aide que nous avons reçue de l'extérieur mais aussi de la haute valeur de notre personnel de

recherche; nous le remercions de son excellent travail et nous lui sommes redevables de l'apport qu'il a fourni à nos réflexions. La liste des membres de notre personnel figure dans une autre partie du rapport. Nous avons aussi reçu des textes précieux de MM. A. W. Johnson, du gouvernement de la Saskatchewan, E. K. Cork, de la Noranda Mines Limited, G. D. Sutton, de la Nesbitt, Thomson and Company Limited, D. H. C. Stanley, de la Wood, Gundy and Company Limited, J. D. McNeil, de la Sun Life Assurance Company of Canada, et M. A. Crowe, de la Banque Canadienne Impériale du Commerce. A eux et à leurs employeurs, nous exprimons notre gratitude. Nous tenons aussi à remercier MM. J. M. Andrews et W. A. McKay de la Banque du Canada qui nous ont aidés dans certaines parties de nos recherches ainsi que M. D. W. Carr et ses associés de leur étude des finances agricoles au Canada.

Le professeur William C. Hood, en plus d'être directeur de la recherche, a aussi fait fonction de conseiller économique et nous a aidés, à ces deux titres, à comprendre les complexités du système financier et l'ossature de la politique économique. Nous avons été fortunés d'être guidés par une aussi haute autorité. Il a été secondé dans sa tâche par nos trois directeurs adjoints des recherches: M. D. J. Daly, qui était chargé d'étudier les besoins financiers des principaux secteurs de l'économie et qui nous a fourni des idées nouvelles et intéressantes sur les effets à long terme de la politique financière; M. R. Johnstone, qui a dirigé les études sur les institutions et les marchés financiers et qui a contribué dans une large mesure à notre vue du fonctionnement du système financier et nous a aidés à rédiger d'importantes parties de notre rapport; et M. J. H. Young, qui était chargé des études sur les politiques financières et qui a été le principal artisan de notre enquête sur la réaction des sociétés et des gouvernements devant la situation mouvante du crédit (dans ces études et dans la rédaction d'une partie de notre rapport, M. Young nous a aidés à formuler nos vues sur les points forts et les points faibles des divers moyens d'action de la politique financière).

Grâce à notre secrétaire administratif M. Léo Lafrance qui, de bonne grâce, nous a évité le souci des mille et un problèmes administratifs inhérents à un organisme gouvernemental, les affaires de la Commission ont été administrées de façon discrète et efficace. Le secrétaire conjoint, M. Gilles Mercure, s'est acquitté d'importants travaux de recherche, a fourni beaucoup de vues judicieuses à la rédaction du rapport et s'est acquitté, avec compétence

et bonne humeur, d'importantes responsabilités administratives. Il a aussi assumé la responsabilité générale de la traduction du rapport et en a effectué une grosse tranche. Notre plus grande dette de reconnaissance va au secrétaire de la Commission, M. H. A. Hampson. Son intelligence, ses dons d'organisation et son énergie ont été d'une valeur inestimable dans l'organisation de notre travail, l'élaboration de nos vues et la rédaction du rapport.

APPENDICE 4

MÉMOIRES SOUMIS À LA COMMISSION

- *M. F. A. Angers, Montréal (P.Q.)
 - L'Association des banquiers canadiens
 - L'Association canadienne des administrateurs des compagnies d'assurance-vie
 - L'Association des compagnies de fiducie du Canada
 - L'Association des constructeurs canadiens
 - L'Association des manufacturiers canadiens
 - L'Association des marchands détaillants du Canada, inc.
 - L'Association nationale des constructeurs d'habitations
 - Atlantic Provinces Economic Council
 - La Banque du Canada
 - Banque d'expansion industrielle
 - Les Banques d'épargne du Québec
 - Le professeur C. L. Barber, Winnipeg (Man.)
 - M. E. M. Bernstein, Washington (D.C.)
- *Le professeur H. H. F. Binhammer, Kingston (Ont.)
 - La Bourse de Montréal et la Bourse canadienne
 - La Bourse des valeurs de Toronto
 - La Bourse des valeurs de Vancouver
 - British Columbia Bond Dealers' Association
 - B.C. Central Credit Union
 - B.C. Credit Union League
 - British-Israel-World Federation (Canada) Incorporated, Toronto (Ont.)
 - The Broker-Dealers' Association of Ontario
 - The Building Owners and Managers Association, Vancouver (C.-B.)
 - Business Dynamics, Toronto (Ont.)
 - M. A. H. Cameron, Toronto (Ont.)
 - M. John R. Campbell, C.R., Toronto (Ont.)
- *The Canadian Anti-Communist League, division du Manitoba
- *Canadian Exporters' Association
- Canadian Consumer Loan Association
- Canadian Co-operative Credit Society Limited
- Canadian Importers and Traders Association, Inc.
- Canadian Metal Mining Association
- Canadian Small & Independent Business Federation
- *Canadian Wholesale Council
- The Canborough Corporation, Toronto (Ont.)
- La Chambre de commerce canadienne
- The Charterhouse Group Canada Limited
- Lord Cobbold, Knebworth, Herts (Angleterre)
- Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
- Le Congrès du Travail du Canada
- Consumers' Association of Canada
- MM. G. R. Conway et M. W. Goodman, Toronto (Ont.)
- The Corporation of the District of Burnaby
- Credit Union League of Alberta
- Credit Union League of Manitoba Limited and Co-operative Credit Society of Manitoba Limited
- The Credit Union League of Saskatchewan
- Credit Union National Association Inc.
- The Dominion Mortgage & Investments Association
- *M. S. J. Drache, C.R., Winnipeg (Man.)
- M. A. K. Eaton, Ottawa (Ont.)
- Farmers' Union of Alberta

- The Federated Council of Sales Finance Companies
 Fédération canadienne de l'agriculture
 Fédération canadienne des détaillants
 Fédération canadienne des maires et des municipalités
 La Fédération de Montréal des Caisses Desjardins
 La Fédération de Québec des Unions Régionales des Caisses Populaires Desjardins
 Le ministère des Finances, Ottawa
 Gairdner & Company Limited, Toronto (Ont.)
 General Trust of Canada, Montréal (P.Q.)
 Le Gouvernement de l'Île du Prince-Édouard
 Le Gouvernement du Manitoba
 Le Gouvernement du Nouveau-Brunswick
 Le Gouvernement de la Nouvelle-Écosse
 Le Gouvernement de l'Ontario
 *Le Gouvernement de Québec
 Le Gouvernement de la Saskatchewan
 M. G. A. Hart, Montréal (P.Q.)
 M. Marius W. Holtrop, Amsterdam (Hollande)
 M. J. R. Horne-Payne, Vancouver (C.-B.)
 *M. W. T. House, Gravenhurst (Ont.)
 Industrial Acceptance Corporation Limited, Montréal (P.Q.)
 *Industrial-Talcott Limited, Montréal (P.Q.)
 L'Inspecteur général des banques
 Institut de l'aménagement urbain, Toronto (Ont.)
 The Investment Dealers' Association of Canada
 M. M. M. Koerner, Toronto (Ont.)
 *M. W. C. Krug, Windsor (Ont.)
 Laurentide Financial Corporation Ltd., Vancouver (C.-B.)
 M. Erik Lundberg, Stockholm (Suède)
 M. D. B. Mansur, Toronto (Ont.)
 M. N. J. McKinnon, Toronto (Ont.)
 M. W. E. McLaughlin, Montréal (P.Q.)
 M^{me} Helen G. Moore, Vancouver (C.-B.)
 *M. John Narsted, Montréal (P.Q.)
 National Association of Canadian Credit Unions
 Le professeur E. P. Neufeld, Toronto (Ont.)
 The Nova Scotia Credit Union League
 M. Frank O'Hearn, Scarborough (Ont.)
 Ontario Co-operative Credit Society
 Ontario Credit Union League Limited
 Le Parti communiste du Canada
 Quebec Credit Union League
 Sir Dennis Robertson, Cambridge (Angleterre)
 M. M. A. Rowat, Elmvale (Ont.)
 St. Francis Xavier University Extension Department
 Le professeur P. A. Samuelson, Cambridge (Mass.)
 The Security Analysts' Association of Toronto
 *M. H. Sharp, Tofino (C.-B.)
 Société d'assurance des crédits à l'exportation
 Société centrale d'hypothèques et de logement
 *M. H. H. Splett, Ottawa (Ont.)
 M. Allan Sproul, Kentfield (Californie)
 *M. R. K. G. Stursburg, Vancouver (C.-B.)
 Le Surintendant des assurances, Ottawa
 M. Woodlief Thomas, Washington (D.C.)
 *M. G. F. Towers, Ottawa (Ont.)
 Le professeur Jacob Viner, Cambridge (Mass.)
 The Winkler Credit Union Society Limited, Winkler (Man.)

* Non présentés aux audiences publiques.

AUTRES COMMUNICATIONS REÇUES

- Le professeur C. A. Ashley, Toronto (Ont.)
 M. R. H. Babbage, Chambly (P.Q.)
 M. J. Balch, London (Ont.)
 M. S. A. Bensch, Nanaïmo (C.-B.)
 M. Gérard Bernier, Laprairie (P.Q.)
 M. M. Bieman, Foxboro (Ont.)
 M. N. Campbell, London (Ont.)
 Chambre de commerce d'Alert Bay, Alert Bay (C.-B.)
 La Corporation du village de Squamish (C.-B.)
 M^{lle} D. G. Faulkner, Halifax (N.-É.)
 M. G. Glenn, Indian Head (Sask.)
 M. A. E. Grassby, Winnipeg (Man.)
 M. H. H. Hallatt, Don Mills (Ont.)

M. M. Haltrecht, Montréal (P.Q.)	M. E. T. Nesbitt, Vancouver (C.-B.)
M. W. H. Hamilton, Winnipeg (Man.)	M. T. O'Dwyer, Edmonton (Alb.)
M. W. R. S. Henderson, Calgary (Alb.)	The Ontario Retail Lumber Dealers Association, Inc.
M ^{me} L. V. Hodgson, Vancouver (C.-B.)	M. J. Quittner, Ottawa (Ont.)
M ^{me} Irène E. Johnson, Ottawa (Ont.)	M ^{me} E. B. Ravenscroft, Vancouver (C.-B.)
M. L. O. Kelso, San Francisco (Calif.)	M. Arthur Rawett, Toronto (Ont.)
M. Carlo Lamberti, Scarborough (Ont.)	M. H. S. Rosenberg, Toronto (Ont.)
M. E. Litchfield, Vancouver (C.-B.)	M. B. B. Shekter, Hamilton (Ont.)
M. A. J. Livinson, Westmount (P.Q.)	Vancouver Safeway Employees Credit Union
M. B. C. Masterson, Ottawa (Ont.)	M. Ralph Wagner, Ottawa (Ont.)
M. C. S. Matthews, Toronto (Ont.)	M. S. E. Weir, London (Ont.)
M. R. E. Melvin, Bracebridge (Ont.)	M. Howard Weese, Carrying Place (Ont.)
The Metropolitan Trust Company, Toronto (Ont.)	M. G. J. Wesley, Montréal (P.Q.)
M. R. Mitchell, Welland (Ont.)	M. William Wright, Toronto (Ont.)

APPENDICE 5

PERSONNEL

H. A. Hampson
Secrétaire

Gilles Mercure
Secrétaire conjoint

Léo Lafrance
Secrétaire adjoint - Administration

Wm. C. Hood
Directeur des recherches et conseiller économique

D. J. Daly

R. Johnstone
Directeurs adjoints des recherches

J. H. Young

A. Asimakopulos
John F. Helliwell
John Kim
J. V. Poapst
R. A. Shearer

Irving Brecher
Harry G. Johnson
R. C. McIvor
Margaret R. Prentis
F. X. Wildgen

J. P. Evans
W. A. Kennett
Jacques Parizeau
G. L. Reuber
Robert M. Will

John W. L. Winder

Paul Wonnacott

APPENDICE 6

PUBLICATIONS ET DOCUMENTS

La Commission publiera plus tard un volume annexe qui renfermera d'autres données statistiques et d'autres résultats de travaux de recherche, y compris des tableaux et des commentaires fondés sur les principales enquêtes qu'on a effectuées pour notre compte.

Une bonne partie des travaux contenus dans plusieurs des utiles documents de travail établis pour la gouverne de la Commission sont incorporés au rapport. La Commission a pensé, cependant, qu'un certain nombre de ces documents devraient bénéficier d'une plus large diffusion. Aussi les documents énumérés ci-dessous seront-ils bientôt mis en vente sous forme polycopiée par l'Imprimeur de la Reine:

A. Asimakopulos	«The Reliability of Selected Price Indexes as Measures of Price Trends»
D. W. Carr & Associates	«Farm Credit in Canada»
E. K. Cork	«Finance in the Mining Industry»
A. W. Johnson	«Provincial and Municipal Governments and the Capital Markets»
Harry G. Johnson and J. W. L. Winder	«Lags in the Effects of Monetary Policy in Canada»
Gilles Mercure	«Credit Unions and Caisses Populaires»

J. V. Poapst	«The Residential Mortgage Market»
G. L. Reuber	«The Objectives of Monetary Policy»
R. A. Shearer	«Monetary Policy and the Current Account of the Balance of International Payments»
G. D. Sutton	«Corporate Finance»
Sidney Turk	«The Foreign Exchange Market in Canada»
Paul Wonnacott	«The Height, Structure and Significance of Interest Rates»

En plus de ces documents, la Commission a fait réaliser certaines études confidentielles, notamment celle du professeur Jacques Parizeau sur la gestion de la dette. En outre, d'autres documents, y compris celui de M. F. X. Wildgen sur le financement des petites entreprises et celui de M. R. M. Will sur la politique fiscale, paraîtront ailleurs sous une forme modifiée. Enfin, le document de M. Harry G. Johnson intitulé *Alternative Guiding Principles for the Use of Monetary Policy* a paru dans son livre *The Canadian Quandary* (McGraw-Hill, 1963), et celui de M. D. H. C. Stanley intitulé *The Financing of Oil and Gas Exploration and Production in Canada* a été distribué privément par la maison Wood, Gundy & Co. Ltd. en 1963.