

## Le rapport du gouverneur de la Banque du Canada

Jean-Pierre Allard

Volume 40, Number 1, April–June 1964

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1002831ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1002831ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Allard, J.-P. (1964). Le rapport du gouverneur de la Banque du Canada. *L'Actualité économique*, 40(1), 171–180. <https://doi.org/10.7202/1002831ar>

et cela à partir d'hypothèses qui soient réalistes. Si nos gouvernements s'engagent sur le chemin de la planification, ce ne sont certes pas des études démographiques du type de celles que nous avons commentées ici qui leur fourniront les cadres de référence dont ils auront besoin.

Jacques LÉGARÉ

**Le rapport du gouverneur de la Banque du Canada** L'année 1963 fut, pour le Canada, une période d'expansion économique relativement vigoureuse. Cependant, la politique monétaire de la Banque du Canada se caractérisa par une lutte constante pour garder un équilibre des changes menacé de tous les côtés. Plusieurs raisons justifient une telle action de la Banque du Canada. M. Rasminsky résume d'ailleurs assez clairement la situation lorsqu'il écrit dans son rapport annuel :

« Les opérations de la Banque du Canada, en 1963, ont visé à favoriser un ensemble de conditions intéressant le crédit et la position financière du pays sur le plan extérieur qui contribueraient à encourager et à renforcer l'expansion de l'économie canadienne. La crise du change du début de l'été 1962 avait menacé d'entraver cette expansion et, pour écarter ce risque, des mesures d'urgence avaient été adoptées, entre autres un resserrement assez marqué du crédit. Dès le mois de septembre 1962, toutefois, l'état des réserves de change du Canada inspirait suffisamment confiance pour permettre d'amorcer promptement le retour vers une politique d'assouplissement du crédit, mouvement qui dura jusqu'à la fin du 1<sup>er</sup> semestre de 1962. Au cours de l'été, l'évolution des réserves causa de nouvelles inquiétudes, qui s'estompaient devant les importantes ventes de blé et de farine conclues en septembre avec l'Union Soviétique, si bien que la Banque put dès lors élaborer sa politique sur la base d'une position confortable en ce qui regarde le niveau des réserves.

Au début de 1963, le rythme auquel la Banque crut pouvoir rendre possibles de nouveaux assouplissements concernant le crédit dépendit en quelque sorte des opinions qu'elle parvenait à se faire de l'importance et de la régularité des mouvements de fonds vers le Canada. La raison en est évidente : un déficit considérable figurait au compte courant de la balance des paiements et son financement rendait nécessaire une forte entrée de capitaux...

... Des premiers jours de mai jusqu'au mois de juillet, la situation du crédit se modifia peu. Au début de juillet, cependant, les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis reçurent l'impact de fortes pressions à la hausse et le marché ne tarda pas à envisager la possibilité d'une majoration à brève

échéance du taux d'escompte de la *Federal Reserve*. Le marché canadien eut tendance à réagir dans le même sens. Le 16 juillet, on annonça aux États-Unis la hausse anticipée du taux d'escompte, de 3 à 3½%, puis le 18 juillet, le gouvernement américain déclara que les emprunts à long terme contractés aux États-Unis par les étrangers devraient être frappés d'une taxe de péréquation des taux d'intérêt, dont l'effet serait d'augmenter d'environ un pour cent par année le coût des emprunts.

À cette nouvelle, une vague d'incertitude et d'appréhension envahit les marchés financiers canadiens. »<sup>1</sup>

Dans ces quelques lignes, M. Rasminsky résume à peu près toute l'orientation générale de la politique monétaire de la Banque du Canada. On doit retenir quatre points importants.

*Premièrement*, la Banque du Canada doit porter une attention particulière au niveau des réserves officielles d'or et de devises étrangères. Depuis l'adoption d'un taux de change fixe, à la suite des difficultés de 1962, la préoccupation majeure de la Banque du Canada est d'augmenter de façon sensible le niveau des réserves officielles d'or et de devises. Il est donc important de surveiller l'évolution de la balance des paiements et de n'entreprendre aucune action de nature à aggraver le déficit de la balance des comptes courants ou à dérégler le mécanisme des mouvements de capitaux.

*Deuxièmement*, malgré une nette amélioration de la balance des comptes courants, depuis les importants déficits de la fin des années '50, le déficit demeure relativement rigide, étant constitué en grande partie de quatre soldes de la balance des invisibles où on ne peut prévoir aucune amélioration sensible et prochaine (intérêts individuels, transports, autres transactions courantes, contributions officielles). Cette rigidité s'accorde mal avec notre marché extérieur qui connaît des fluctuations considérables.

*Troisièmement*, l'équilibre de notre balance des paiements montre sa faiblesse et sa dépendance vis-à-vis des capitaux américains. L'annonce de la taxe de péréquation des taux d'intérêts aux États-Unis a fortement ralenti le flux des capitaux américains vers le Canada et a jeté dans le désarroi les marchés financiers canadiens et ébranlé la devise canadienne.

*Quatrièmement*, il est clair que les objectifs de la politique monétaire sont presque endémiquement inconciliables. Une politique

1. *Rapport annuel du gouverneur de la Banque du Canada (1963)*, pp. 3 et 4.

d'expansion de l'économie canadienne commanderait une libéralisation du crédit de façon à stimuler la demande globale ; cependant, une telle politique provoquerait presque automatiquement des tensions sur l'équilibre de la balance des paiements, mettant en danger le niveau des réserves officielles, donc la devise canadienne elle-même. D'abord, la nécessité de conserver un flux régulier de capitaux américains vers le Canada force la Banque du Canada à tenir compte avant tout de l'état des marchés financiers et de la politique monétaire des États-Unis. Puis, une politique d'expansion de l'économie canadienne provoque une augmentation de revenus qui s'accompagne souvent d'une hausse des importations.

Dans ces conditions, nous croyons qu'une politique monétaire ne saurait agir seule pour faciliter l'expansion de l'économie canadienne. Elle doit s'accompagner presque obligatoirement de politiques économiques qui s'attaqueraient aux structures mêmes de l'économie canadienne. Un rapide coup d'œil sur l'état de la balance des paiements nous signale ce fait. La faiblesse des exportations par rapport aux importations alors que le pays a connu depuis plus d'un demi-siècle des entrées massives de capitaux qui commandent à la fin des sorties de dividendes et intérêts, l'importance de nos importations de biens d'équipement et de produits finis laissent croire qu'une politique monétaire seule ne serait d'aucune utilité à long terme.

D'autre part, les déséquilibres graves de la balance des paiements ne sauraient être réglés par le recours aux organismes monétaires internationaux. Les emprunts de devises étrangères ne règlent pas les déséquilibres et les emprunts ne seront jamais suffisants. Ce ne sont là que des solutions d'attente et de tels recours comportent nécessairement des restrictions, la plupart du temps incompatibles avec une politique monétaire et économique souple et appropriée. Tout en ayant reconnu le grand intérêt des organismes monétaires internationaux et de la coopération au niveau des banques centrales, M. Rasminsky en signale les limites :

« Mais, on ne devrait pas perdre de vue la raison d'être des réserves internationales — qui est de laisser le temps au processus d'ajustement de se dérouler et non de le remplacer. Il serait contraire aux intérêts de tous les pays d'envisager la constitution d'un système de liquidités internationales sur une échelle qui inviterait à retarder les redressements nécessaires... »

## L'ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE

... En dernière analyse, la performance du système économique international est conditionné par le calibre des politiques économiques suivies, par la souplesse et le dynamisme des économies nationales, et par la promptitude et l'habileté avec lesquelles les gouvernements agissent devant l'évolution de leur position économique sur le plan extérieur. »<sup>2</sup>

Voilà donc l'essentiel des préoccupations de la politique monétaire de la Banque du Canada. Nous allons, dans ce qui suit, élaborer au besoin sur les questions soulevées et ajouter quelques remarques personnelles sur certains points particuliers.

C'est en 1962 qu'on adopta un taux de change fixe. Une dévaluation, des mesures d'austérité, le recours à des emprunts de devises étrangères permirent de régler le problème du déséquilibre de la balance des paiements. Dès le début de 1963, l'état des réserves officielles était tel que la Banque du Canada et le gouvernement canadien songèrent à libérer la politique monétaire et à abaisser certains tarifs douaniers. Cependant, en juillet 1963, l'annonce d'une taxe de péréquation des taux d'intérêts aux États-Unis provoqua une forte tension sur la devise canadienne et nos réserves officielles commencèrent à baisser de façon alarmante. L'examen du tableau I suffit pour s'apercevoir de l'ampleur du mouvement qui se dessinait.

**Tableau I**  
**Réserves officielles d'or et de dollars américains, 1963<sup>3</sup>**

	Or		Dollars		Variations totales
	Millions de dollars E.-U.	Variations	Millions de dollars E.-U.	Variations	
Janvier	714.4		1,948.1		
Février	725.4	+ 11.0	1,868.5	- 79.6	- 68.6
Mars	832.1	+ 6.7	1,868.0	- 0.5	+ 6.2
Avril	738.7	+ 6.6	1,932.7	+ 64.7	+ 71.3
Mai	746.4	+ 7.7	1,965.6	+ 32.9	+ 40.6
Juin	754.6	+ 8.2	1,937.6	- 28.6	- 20.4
Juillet	762.0	+ 7.4	1,939.0	+ 2.0	+ 9.4
Août	767.8	+ 5.8	1,702.7	-236.3	-230.5
Septembre	774.7	+ 6.9	1,793.6	+ 90.9	+ 97.8
Octobre	784.4	+ 9.7	1,797.0	+ 3.4	+ 13.1
Novembre	799.5	+15.1	1,831.5	+ 34.5	+ 49.6
Décembre	817.2	+17.7	1,777.8	- 53.7	- 36.0

2. *Op. cit.*, p. 12.

3. Source : *Statistical Summary*, Banque du Canada, mai 1964.

Cette décision américaine frappa durement le Canada et malgré des accords qui laissaient entrevoir un certain répit, le flux des capitaux américains vers le Canada ne reprit pas son allure habituelle. On démontrait de façon magnifique l'extrême sensibilité de la devise canadienne aux décisions de nos voisins.

Cependant, la situation s'améliora de façon radicale dès septembre 1963. En effet, l'annonce d'accords de ventes de blé à la Russie soviétique redonna confiance aux marchés financiers canadiens ; on nota une légère accélération de l'entrée de capitaux au Canada. Mais, ce qui est plus important, la Banque du Canada entrevoyait la solution à court terme du problème posé par la détérioration de notre balance des capitaux. On peut dire que les ventes de blé furent providentielles et qu'elles sauvèrent la devise canadienne. M. Rasminsky ne cache d'ailleurs pas ce fait lorsqu'il écrit :

« Vers la mi-septembre, la nouvelle de ventes exceptionnellement importantes de blé et de farine à l'Union Soviétique *atténua l'anxiété* au sujet d'une recrudescence possible des difficultés de change au Canada, et donna lieu à un raffermissement marqué des prix et à une baisse des taux de rendement sur le marché des obligations du gouvernement. Mais au cours des derniers mois de l'année, les taux de rendement au Canada et aux États-Unis, en des mouvements simultanés, se déplacèrent encore vers des niveaux légèrement supérieurs. L'écart entre les taux de rendement des bons du Trésor, dans les deux pays, demeura relativement minime et n'incitait toujours pas suffisamment à des mouvements de fonds dans un sens ou dans l'autre. À toutes fins pratiques, le marché à long terme des États-Unis restait fermé aux emprunteurs canadiens tant que le congrès n'aurait pas statué sur le projet de la taxe de péréquation. Néanmoins, en partie grâce aux recettes perçues sur les grosses ventes de blé à l'Union Soviétique, nos réserves de change se sont maintenues à un niveau assez stable durant le reste de l'année. »<sup>4</sup>

Il faut noter l'importance des ventes de blé sur le niveau des réserves. Il faut aussi reconnaître que l'amélioration de la balance des comptes courants pour l'année 1963 a été, en grande partie, constituée de ces ventes de blé « exceptionnelles ». En effet, le déficit de la balance des comptes courants passa de 850 millions qu'il était en 1962 à environ 520 millions de dollars en 1963. C'est là une amélioration de 330 millions de dollars ; or, l'apport de ces

4. Op. cit., p. 7. Les soulignés sont de nous.

ventes extraordinaires de blé fut d'environ 200 millions de dollars. Il faut donc reconnaître que l'expansion des exportations canadiennes n'a pas été aussi vigoureuse qu'on pourrait le croire.

À ce propos d'ailleurs, il nous serait utile de faire certaines considérations sur la structure de la balance commerciale.

Les importations canadiennes sont faites, en grande partie, d'une très vaste gamme de produits finis, de biens d'équipement et autres. Ces importations sont extrêmement rigides et sont fonction de l'expansion économique au Canada. Une étude de M. Vély Leroy, a démontré, par exemple, qu'une augmentation des revenus au Canada provoque une hausse des importations égale à 30 p.c. de cette augmentation de revenus<sup>5</sup>. De plus, une très grande part de ces importations provient des États-Unis.

Les exportations canadiennes sont par ailleurs faites surtout de produits d'extraction et de produits de l'agriculture. Malgré l'amélioration appréciable de nos exportations de produits finis, celles-ci constituent un faible pourcentage de nos ventes à l'étranger.

De plus, nos clients sont relativement peu nombreux et leur économie est d'une dimension bien plus grande que la nôtre. Ainsi, une faible variation dans le niveau de l'activité économique des États-Unis prend une ampleur considérable au Canada, et ceci d'autant plus que nos exportations constituent une partie importante de notre P.N.B. (environ 15 p.c.) et que les produits exportés sont d'une nature telle que leur marché connaît des fluctuations considérables. Il faut s'inquiéter de la concentration excessive de notre marché extérieur autant sur le plan des clients que sur celui des produits.

Nous regrettons que la question de la rigidité de nos importations et de la concentration de nos exportations ne soient pas étudiées plus longuement dans le rapport du gouverneur de la Banque du Canada. Ce sont pourtant là deux grandes causes des difficultés périodiques de la devise canadienne.

Malgré la baisse importante du déficit de la balance des comptes courants depuis les hauts niveaux de la fin des années '50 ce déficit n'est pas prêt de disparaître. L'importation de capitaux au Canada depuis déjà plus d'un demi-siècle a créé une dette du Canada envers

5. « La propension à importer au Canada, 1947-1960 », *L'Actualité Économique*, janvier-mars 1962.

COMMENTAIRES

l'étranger qui est loin d'être payée ; ceci suppose une sortie régulière de fonds sous forme de dividendes et d'intérêts. C'est par une augmentation soutenue de nos exportations qu'il sera possible de payer cette dette. Cependant, ceci n'est pas réalisé, en grande partie à cause de la structure même de nos exportations : les exportations de produits d'extraction ne sauraient connaître des augmentations très considérables. Il faudra donc réaliser des gains dans les secteurs industriels. Le solde déficitaire de notre balance des dividendes et intérêts doit donc entre-temps se payer par d'autres entrées de capitaux. Or, l'examen de l'évolution des mouvements nets de capitaux vers le Canada et de la balance des intérêts et dividendes nous laisse croire qu'il faudra bientôt ne plus compter sur les entrées de capitaux pour payer le solde déficitaire du compte dividendes et intérêts. Il y a eu une nette détérioration de ce côté depuis 1960 comme nous l'indique le tableau II.

**Tableau II**

**Mouvement net de capitaux et balance des intérêts et des dividendes**<sup>6</sup>  
(en millions de dollars)

	1960	1961	1962	1963
Mouvement net de capitaux	+1,204	+1,272	+1,004	+667
Balance des intérêts et des dividendes .....	- 480	- 561	- 570	-614

Si le mouvement observé se continue en 1964, nous devons trouver ailleurs que dans les entrées de capitaux les devises nécessaires au paiement de dividendes et d'intérêts. Or, nos exportations ne suffiront vraisemblablement pas à cette tâche avant quelques années. Il est possible que l'année 1964 se passe sans trop de tensions à cause des ventes de blé à l'Union Soviétique qui se poursuivront jusqu'au milieu de 1964, mais il est à prévoir que nos exportations de blé ne demeureront pas indéfiniment à ces hauts niveaux.

Le problème posé par la nature de nos exportations et l'importance de l'entrée de capitaux étrangers nous amène alors à consi-

6. *Quarterly estimates of the Canadian Balance of International Payments*, O.F.S., Ottawa.



dérer la question du contrôle de l'économie canadienne par l'étranger.

Aussi paradoxal que cela puisse paraître, une grande partie des difficultés de la balance des paiements canadienne, nous semble causée par les entrées mêmes de capitaux dont la nature s'est graduellement transformée depuis 1945. On sait que la grande majorité des capitaux entrant au Canada sont américains. Or, le placement américain est de plus en plus un placement direct. Dans le chapitre sur le rôle des capitaux étrangers, la Commission royale d'Enquête sur le Système bancaire et financier, présidée par le juge Dana Porter, étudie la structure des capitaux étrangers au Canada. On y remarque que, peu à peu, le placement direct a remplacé le placement sous forme de valeurs de portefeuille. Cette évolution se fait sentir depuis longtemps déjà, mais il semble que le mouvement se soit accéléré depuis 1945. Le tableau III nous donne un aperçu de cette évolution.

**Tableau III**  
**Passif à long terme du bilan international du Canada <sup>7</sup>**

(en milliards de dollars)

	1945	1949	1955	1961
Placements directs .....	2.7	3.6	7.7	13.7
p.c. du total .....	38.0	45.0	56.9	58.3
Obligations du gouvernement et des municipalités .....	1.7	1.8	1.9	3.4
Autres valeurs de portefeuilles ...	2.4	2.3	3.2	4.7
Divers placements à long terme ..	0.3	0.3	0.6	1.7
Total des placements étrangers à long terme, au Canada .....	7.1	8.0	13.5	23.6

L'importance des placements directs pose deux problèmes bien distincts :

1) Les filiales des entreprises américaines installées au Canada obéiront parfois à des impératifs qui ne sont nullement reliés aux intérêts de l'économie canadienne ; d'abord, parce que souvent une bonne partie du marché d'exportation leur est fermé, puis parce que nous croyons que celles-ci jouent quelquefois le rôle de tampon

<sup>7</sup>. Rapport de la Commission royale d'Enquête sur le Système bancaire et financier, p. 85.

lors des périodes de ralentissement économique aux États-Unis. De ce fait, le Canada subira de façon plus forte le contrecoup d'un ralentissement économique aux États-Unis.

2) Les placements directs sont habituellement faits dans le secteur primaire de l'industrie. Ceci constitue pour le Canada un secteur d'exportation important mais extrêmement aléatoire. Il est très peu question de ce problème du contrôle de l'économie canadienne par l'étranger, pourtant de grande importance sur les déséquilibres de la balance des paiements. D'autant plus que ce contrôle s'exerce encore plus fortement sur des secteurs industriels qui exportent davantage.

L'adoption d'un taux de change fixe signifie qu'il faut attacher beaucoup plus d'importance à des données qui étaient facilement laissées pour compte. En face des impératifs d'un financement à long terme des déficits de la balance des comptes courants, le Canada se doit d'améliorer constamment sa position concurrentielle sur les marchés extérieurs. La dévaluation de 1962 donna automatiquement un avantage aux produits canadiens. Cependant, il importe de ne pas perdre ces avantages et c'est ici que l'évolution des prix prend une importance particulière. En effet, une hausse des prix, dans de telles conditions, annule tous les avantages apportés par la dévaluation. Il en est ainsi de l'augmentation des salaires qui annulerait l'avantage acquis par une hausse de la productivité. Bien qu'une augmentation des salaires paraisse se justifier en soi par une telle hausse, il n'en est pas toujours ainsi. En effet, il faut considérer un accroissement de la productivité non pas comme tel, mais bien par rapport à une hausse de la productivité dans les autres pays. Le parallélisme de l'évolution des prix et des salaires entre le Canada et les États-Unis ne nous apparaît pas comme une situation propre à régler nos problèmes de balance des paiements.

Dans un système de devise fixe, les risques d'inflation prennent une importance particulière, et il faut signaler que les réservoirs d'inflation sont nombreux au Canada. Ainsi l'existence de masses importantes de bons d'épargne, de titres monnayables à plus ou moins brève échéance et de dépôts d'épargne à vie est un danger permanent, et il est à souhaiter que certaines mesures de contrôle proposées par la Commission Porter soient appliquées bientôt.

Tout au long de ce commentaire, nous avons pu nous rendre

compte de l'existence de nombreux conflits d'objectifs de la politique monétaire. Le besoin de capitaux étrangers restera pour longtemps encore nécessaire au financement du déficit relativement rigide de la balance des invisibles. Cependant, l'entrée de capitaux sous forme de placements directs pose le problème du contrôle de l'économie canadienne par l'étranger ; or ceci, nous l'avons vu, ne semble pas être de nature à corriger l'instabilité de l'équilibre de la balance des paiements. Le financement des déficits aux comptes courants commanderait que la politique monétaire s'applique à fortifier l'expansion de l'économie canadienne ; cependant, une politique monétaire qui ne tiendrait pas compte de ce qui se passe chez nos voisins, risquerait de provoquer un arrêt brusque du flux des capitaux vers le Canada. De plus, une politique d'expansion provoque une augmentation de revenus qui crée des tensions sur la balance commerciale par une augmentation de nos importations.

M. Rasminsky signale ces conflits, dans son rapport. Mais nous regrettons qu'il n'ait pas noté avec plus d'insistance leur importance véritable et qu'il n'ait pas indiqué clairement quelles politiques il entend suivre pour régler progressivement ces questions.

Sans aucun doute, nous sommes d'accord avec M. Rasminsky pour souhaiter l'application de solutions non monétaires à ces problèmes de structure. Nous voyons d'ailleurs avec satisfaction que M. Gordon, dans son discours sur le budget, et M. Rasminsky s'accordent pour reconnaître qu'il s'agit là de problèmes de structures qui ne peuvent être réglés par des politiques globales. Nous voyons dans la reconnaissance de ce fait, que les autorités centrales consentent à régionaliser le problème de l'économie canadienne. Notre satisfaction serait encore plus grande si on laissait aux gouvernements provinciaux un rôle accru dans l'élaboration et l'application des politiques économiques nécessaires à un redressement radical de l'économie canadienne.

Jean-Pierre ALLARD