



BANQUE DU CANADA

*Déclaration préliminaire de
Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Comité permanent des comptes publics
de la Chambre des communes
le mardi 12 décembre 1995*

Pour commencer, Monsieur le président, j'aimerais dire qu'à mon avis le chapitre du *Rapport du vérificateur général* sur les déficits et la dette décrit très bien la situation et les enjeux. Le seul élément nouveau que je pourrais faire ressortir a trait au rôle des taux d'intérêt dans l'augmentation constante de la dette publique.

La grande question que le vérificateur général nous invite à examiner et à résoudre est la suivante : à quel niveau la dette publique fédérale devrait-elle se situer par rapport à la taille de notre économie? Le vérificateur général met l'accent sur la détérioration des finances publiques au cours de la majeure partie des 20 dernières années, et il signale que, vraisemblablement, la dette s'alourdira encore si le gouvernement ne réalise pas d'importants excédents primaires (ou de fonctionnement).

À la Banque du Canada, nous avons souligné, surtout au cours des deux ou trois dernières années, la nécessité pour tous les niveaux de gouvernement au Canada de ramener leurs situations budgétaires sur une trajectoire plus viable. Pour cela, il faut au moins que soient prises des mesures pour arrêter la hausse du ratio de la dette publique au produit intérieur brut (PIB). De toute évidence, ce ratio ne peut continuer de croître sur de longues périodes sans engendrer des pressions intenable au niveau des coûts du service de la dette, des déficits et du financement de la dette. Bien sûr, s'il est faible au départ, sa hausse peut être soutenue pendant un certain temps, comme nous avons pu le voir. Toutefois, lorsque l'endettement atteint des niveaux très élevés, il se peut qu'il ne suffise plus de stabiliser le ratio de la dette au PIB et qu'il faille le faire baisser.

Malheureusement, l'analyse économique seule ne peut pas nous donner de réponse simple à la question de ce que serait un ratio approprié de la dette au PIB. Nous serions probablement tous d'accord avec le vérificateur général pour dire que notre société doit en venir à déterminer les niveaux d'imposition et la taille du secteur public qu'elle juge acceptables, car ces

facteurs peuvent influencer sur le montant de la dette qu'elle est en mesure d'assumer. Toutefois, lorsque le ratio de la dette au PIB atteint un niveau élevé, la volonté des investisseurs sur les marchés financiers de détenir les emprunts émis par nos gouvernements contribue aussi dans une large mesure à définir le niveau qui est soutenable.

Je ne veux pas dire par là que les marchés financiers pourraient décider subitement de ne plus prêter aux administrations publiques canadiennes. Ce qui se passe en fait, comme on a pu le voir récemment, c'est que lorsque les niveaux d'endettement sont très élevés, les investisseurs peuvent devenir de plus en plus inquiets et décider de ne conserver des titres de dette de nos gouvernements que s'ils reçoivent pour cela un taux d'intérêt beaucoup plus élevé.

Ceci m'amène à la question des taux d'intérêt. J'aimerais situer leur rôle à l'égard de la dette et des déficits dans un contexte plus large que celui purement arithmétique invoqué par le vérificateur général dans son rapport. Je veux surtout faire ressortir que les taux d'intérêt au Canada sont influencés par les politiques économiques que nous mettons en oeuvre, notamment celles qui concernent la dette et les déficits publics. C'est en partie pour cette raison que les taux d'intérêt ont été faibles par rapport à la croissance de l'économie avant 1980 et qu'ils se sont élevés par la suite, comme le montre le graphique de la page 12 du *Rapport du vérificateur général*. C'est aussi parce que les taux d'intérêt ont augmenté à l'échelle internationale.

Ainsi, les politiques de réglementation en vigueur au cours des années 50 et 60 comprenaient un plafond aux taux d'intérêt que les banques pouvaient exiger et d'autres restrictions en matière de crédit, de sorte que les gouvernements ne subissaient pas, de la part des emprunteurs du secteur privé, la même concurrence que maintenant pour obtenir du financement. À partir de 1967, une bonne partie de cette réglementation a été éliminée de façon à donner aux emprunteurs privés, et surtout aux ménages, un meilleur accès au crédit. En raison de la concurrence accrue entre les emprunteurs, les taux d'intérêt ont dû augmenter pour que s'établisse un équilibre entre l'offre et la demande de crédit. Aussi, les gouvernements ont-ils dû payer leur financement plus cher lorsque, dans les années 70, ils ont commencé à laisser leurs déficits se creuser.

Le niveau des taux d'intérêt a aussi été influencé par l'inflation. Lorsque celle-ci a commencé à s'accélérer au cours des années 70, bien des épargnants et des prêteurs ont été pris par surprise. Et, pendant un certain temps, ils ont cru que l'inflation n'était qu'un phénomène temporaire. Par conséquent,

les taux d'intérêt nominaux sont restés faibles par rapport à l'inflation et à la croissance de l'économie; le gouvernement n'a donc eu aucun mal à assurer le service de sa dette, mais ce sont les épargnants qui en ont fait les frais. À la fin des années 70, toutefois, on a commencé à s'attendre à ce que l'inflation demeure élevée. Et parce qu'il est très difficile de prédire le taux d'inflation lorsqu'il est élevé, les épargnants, les investisseurs et les prêteurs en sont venus à exiger des taux d'intérêt suffisamment élevés pour les dédommager de l'inflation attendue ainsi qu'une prime en contrepartie de l'incertitude au sujet de l'inflation. Cette prime de risque a fait augmenter les taux d'intérêt que doivent payer tous les emprunteurs, et les coûts du service de la dette publique se sont mis à croître plus rapidement que l'économie.

Mais, la situation budgétaire du secteur public se serait détériorée à partir du milieu des années 70 même sans l'alourdissement du service de la dette. Et, comme je l'ai déjà mentionné, une fois que le ratio de la dette au PIB eut atteint des niveaux élevés, les investisseurs ont commencé à s'inquiéter au sujet de la capacité et de la volonté des gouvernements de continuer à assurer le service de leur dette. Donc, même si notre taux d'inflation a fléchi, nos taux d'intérêt sont restés relativement élevés. Bien que l'incertitude au sujet de l'inflation soit sans doute encore un élément des primes de risque incorporées à nos taux d'intérêt, ces primes sont maintenant davantage imputables aux diverses préoccupations suscitées par l'état de nos finances publiques.

Une bonne indication du niveau des primes de risque est fournie par les écarts observés entre les taux d'intérêt canadiens et américains pour le moyen et le long terme. Actuellement, ces écarts sont assez grands, ce qui signifie que les taux d'intérêt se situent à des niveaux coûteux pour le Canada sur longue période. Des taux d'intérêt élevés découragent les investissements, qui sont source de croissance de la productivité et de l'amélioration du niveau de vie des Canadiens. En outre, dans la mesure où nos titres de dette sont détenus par des étrangers, les primes de risque actuellement incorporées à nos taux d'intérêt font augmenter les coûts du service de la dette que nous payons à l'étranger et nous appauvrissent en tant que pays.

De plus, à cause de nos niveaux d'endettement actuels, la moindre mauvaise nouvelle, comme une hausse des taux d'intérêt à l'échelle internationale ou un regain de l'incertitude politique au Canada, rend les investisseurs plus inquiets encore au sujet de la capacité et de la volonté des administrations publiques canadiennes d'assurer le service de leur dette à l'avenir. En conséquence, ils exigent des primes de risque

encore plus élevées pour détenir les emprunts de nos gouvernements, et les coûts en intérêts, les déficits et la dette elle-même continuent d'augmenter. Un gouvernement peut alors se trouver dans un cercle vicieux, où la hausse des taux d'intérêt entraîne l'aggravation de la dette et vice-versa. C'est ce type de pressions qu'a subi le gouvernement pendant un certain temps, après la montée des taux d'intérêt américains qui s'est amorcée au début de 1994, et de nouveau au début de 1995, par suite de la crise monétaire au Mexique.

Les mesures prises par le gouvernement fédéral et la plupart des administrations provinciales cette année pour corriger leurs déséquilibres budgétaires ont permis de dissiper en partie la nervosité que suscite sur les marchés financiers la situation des finances publiques. Je suis convaincu que cela a été utile durant la période d'incertitude politique liée à la campagne référendaire.

Toutefois, si l'on en juge par l'importance des écarts qui subsistent entre les taux canadiens et américains des obligations à moyenne et à longue échéance, nous demeurons vulnérables à tout choc qui pourrait attiser les inquiétudes des investisseurs au sujet de la capacité des administrations publiques canadiennes de rester dans la voie qu'elles se sont fixée en matière budgétaire. Cela me porte à croire que, si nous voulons réduire notre vulnérabilité à la volatilité des marchés financiers et au niveau élevé des coûts en intérêts, il faut que le ratio de la dette au PIB pour l'ensemble des administrations publiques canadiennes soit plus bas qu'il ne l'est à l'heure actuelle.