

# Le financement des emprunts provinciaux et la Banque du Canada

Jean-Luc Migué

Volume 38, Number 3, October–December 1962

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1001846ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1001846ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Migué, J.-L. (1962). Le financement des emprunts provinciaux et la Banque du Canada. *L'Actualité économique*, 38(3), 368–376.  
<https://doi.org/10.7202/1001846ar>

## Le financement des emprunts provinciaux et la Banque du Canada

Régulièrement, depuis la publication du rapport de la Commission royale d'Enquête sur les problèmes constitutionnels, des voix s'élèvent dans la province de Québec pour réclamer la participation directe de la Banque du Canada au financement des emprunts provinciaux. Les arguments invoqués en faveur de cette proposition n'ont jamais été développés longuement, ni les implications analysées, mais on peut, à notre avis, les ramener à peu près à ceci : la Banque du Canada, comme institution vouée au bien public, se doit d'être au service de tous les gouvernements du Canada. Tout comme elle facilite le financement du gouvernement canadien par la possession d'un immense portefeuille d'obligations fédérales, ainsi devrait-elle participer au financement des provinces, par l'achat de titres provinciaux. L'objectif assigné implicitement à la Banque centrale consiste donc à réduire le coût de la dette publique, par l'élargissement du marché des titres d'État. La Commission Tremblay s'exprime ainsi sur le sujet : « Pourtant, du point de vue technique et même du point de vue constitutionnel, quel inconvénient y a-t-il à laisser aux provinces libre accès à la Banque du Canada pour financer la politique de leur gouvernement ? Il n'y a rien là qui nuise à la juridiction fédérale en matière monétaire et bancaire... Pourquoi la Banque du Canada n'achèterait-elle pas les obligations des provinces pour le financement de leurs travaux publics ou de leurs mesures de sécurité sociale, comme elle achète celles du gouvernement central pour des fins identiques ? »<sup>1</sup> Au paragraphe sui-

1. *Rapport de la Commission Royale d'Enquête sur les problèmes constitutionnels*, vol. II, quatrième partie, chap. IX, p. 295.

vant, le rapport Tremblay parle de « ... la politique qui fait de la Banque du Canada un instrument exclusivement au service du gouvernement central ».

Ces recommandations s'inspiraient de l'étude soumise à la Commission par monsieur François-Albert Angers, sur *Le problème fiscal et les relations fédérales-provinciales*<sup>1</sup>. Depuis lors, la suggestion a été reprise régulièrement par un certain nombre de personnes ; le premier ministre lui-même, sans appuyer explicitement la proposition de la commission Tremblay, n'a pu cacher sa convoitise à l'endroit de cette « source » immense de financement que pourrait être la Banque du Canada pour le Québec : « Bien que la loi autorise expressément la Banque du Canada à escompter des valeurs provinciales, celle-ci limite ses opérations à la vente et à l'achat d'obligations et de bons du Trésor fédéraux. Cette attitude donne au gouvernement fédéral un avantage marqué pour drainer l'épargne de la nation et lui permet l'accès à une source de financement qui n'est pas accessible aux provinces et aux municipalités »<sup>2</sup>. Dans les pages qui suivent, la recommandation qui donnerait aux provinces l'accès à la Banque du Canada, sera identifiée par l'expression : proposition Tremblay, pour éviter les périphrases.

Cette proposition, à notre avis, est née d'une double confusion. La première tend à identifier la banque centrale à une institution de prêt, comme les autres institutions financières, et partant ignore la raison d'être de la Banque qui est de « réglementer le crédit et la monnaie »<sup>3</sup>. La deuxième confusion donne un sens économique à une distinction purement légale et comptable, à savoir d'une part les opérations d'open-market de la Banque du Canada et d'autre part l'émission et le rachat d'obligations par le gouvernement canadien.

Les commentaires qui suivent ont pour but, d'abord de montrer qu'une proposition comportant implicitement cette double hypothèse est inacceptable ; deuxièmement de dégager les implications de l'accès des provinces aux « largesses » de la Banque du Canada ; cette deuxième démarche fera voir que les adeptes de la proposition Tremblay sont victimes de la double erreur énoncée ci-haut ; nous concluons donc que cette proposition est irréalisable dans certaines conditions, et que,

1. F.-A. Angers, *Le problème fiscal et les relations fédérales-provinciales*, Commission royale d'enquête sur les problèmes constitutionnels, annexe 5, 1956.

2. *Conférence fédérale-provinciale*, Ottawa, les 25, 26, 27 juillet 1960, Roger Duhamel, Imprimeur de la Reine, p. 34.

3. Préambule de la loi sur la Banque du Canada.

dans les seules conditions où elle deviendrait réalisable, elle est superflue, c'est-à-dire qu'elle n'atteint pas les objectifs qu'on lui assigne.

La caractéristique propre de la Banque centrale lui vient non pas de ce qu'elle détient un portefeuille d'obligations gouvernementales, mais de ce que son passif constitue la couverture légale des banques commerciales. Cette propriété définit en même temps son but : régulariser la masse monétaire. L'achat et la vente d'obligations gouvernementales par les banques centrales est le mécanisme par lequel les gouvernements ont choisi de régulariser les réserves bancaires et, partant, le volume de monnaie. Chaque fois qu'une banque centrale achète une obligation, elle crée de la monnaie, non pas de la monnaie ordinaire, mais de la monnaie de réserve, de la « *High-Powered Money* », selon l'expression américaine ; cette monnaie permet au système bancaire d'accroître ses prêts d'un multiple du montant de monnaie de réserve ainsi créée par la banque centrale.

C'est là un pouvoir que la loi réserve à la seule banque centrale ; aucun autre agent n'est en mesure dans notre système, d'influencer le volume de monnaie de réserve. Et c'est par ce pouvoir que la banque centrale se distingue des autres institutions prêteuses. Lorsque celles-ci consentent un prêt, elles élargissent le marché du titre qu'elles se procurent, en réduisant celui de tous les autres titres, qu'elles n'achètent pas, mais qu'elles auraient pu choisir. Lorsque la banque centrale augmente son portefeuille de titres d'État, non seulement elle ne prive pas un autre emprunteur des sommes qu'elle consent au gouvernement, mais elle ouvre de plus vastes débouchés aux titres de tous les autres emprunteurs. Pour résumer ce rappel du processus de création de monnaie, disons que la banque centrale a pour fonction de régulariser la masse monétaire, qu'elle exerce son rôle grâce à son pouvoir de création et d'annulation de monnaie de réserve, et que c'est par ce pouvoir qu'elle se différencie des autres institutions financières.

Nous avons jugé à propos de faire ce petit exposé technique pour bien indiquer qu'en invitant la Banque du Canada à élargir l'éventail de son portefeuille, il ne faut pas surtout évaluer l'incidence de cette proposition sur le titre concerné spécifiquement, donc sur l'emprunteur, mais plutôt, comme nous le verrons, sur l'offre globale de monnaie que cette proposition peut comporter.

Les paragraphes qui précèdent ont démontré que la Banque du Canada n'est pas une maison de prêts comme les autres, parce que ses

objectifs sont différents et parce que l'incidence de ses opérations est différente. On aurait peut-être mieux fait d'affirmer que la Banque du Canada n'est pas du tout une institution prêteuse. Comme l'a lucidement décrit Milton Friedman, la vente d'obligations à la Banque du Canada par le gouvernement canadien ne constitue aucunement une opération d'emprunt de sa part, mais une création pure et simple de monnaie de réserve<sup>1</sup>. Cette nouvelle addition à la dette publique est entièrement compensée par la hausse équivalente de l'actif de la Banque du Canada ; l'intérêt versé par le gouvernement à la Banque lui sera remboursé intégralement à titre de « profit » de la Banque à la fin du terme annuel ; cette partie de la dette n'imposera donc aucune charge additionnelle au contribuable. Lorsque le gouvernement puiera à même ce nouveau crédit pour l'achat de biens ou de services, il injectera dans le système bancaire une nouvelle tranche de monnaie de réserve. En fusionnant les deux comptes, celui du gouvernement et celui de la banque centrale, on constate que l'emprunt gouvernemental n'est qu'une fiction comptable. La seule opération significative économiquement est la dépense effectuée par le gouvernement à même un fonds créé de toutes pièces.

Donc, en combinant comme il se doit les deux bilans, on rejoint l'idée des paragraphes précédents, selon laquelle ce n'est pas l'actif de la banque centrale qui comporte une signification économique, mais bien le fait qu'en ajoutant à son actif, elle crée de la monnaie de réserve. En d'autres termes, la banque centrale ne prête pas, et le gouvernement n'emprunte pas, lorsqu'il « vend » une obligation à la banque centrale ; ce dernier ne fait que créer de la monnaie de réserve par le truchement d'un département qu'il a institué pour cette seule fin : la banque centrale, et au moyen d'une technique spéciale : une inscription purement comptable au livre de ce département. La technique elle-même et les institutions juridiques sont arbitraires ; on peut concevoir plus d'une façon de créer de la monnaie. Le gouvernement a lui-même recours occasionnellement à d'autres mécanismes. Ainsi lorsqu'il transforme un compte qu'il détient dans une banque commerciale en un dépôt à la banque centrale, il diminue le volume de monnaie de réserve. Il obtient le même résultat lorsqu'il émet une obligation pour en verser le produit à son compte de la banque centrale. Ce qu'il importe d'éva-

1. Friedman, Milton, *A Program for Monetary Stability*, chap. 3, pp. 52-65, Fordham University Press, N.Y., 1960.

luer dans toutes ces opérations, c'est leur résultat, c'est-à-dire leur influence sur le volume de monnaie de réserve. Contrairement à la thèse du rapport Tremblay, le but et l'activité de la banque centrale ne consistent pas à se mettre « au service » du gouvernement pour la mise en marché de ses obligations. Si le gouvernement avait pour seul objectif de minimiser le coût de sa dette, il n'aurait qu'à émettre des titres ne portant aucun intérêt, c'est-à-dire financer tous ses emprunts par le recours à la planche à billets. L'administration de la dette publique ne pouvant ignorer les objectifs de la politique monétaire, le gouvernement ne peut recourir à la banque centrale qu'en conformité avec les impératifs de la politique monétaire.

L'argumentation qui précède suffit à notre avis à montrer que l'accès des provinces à la Banque du Canada n'a aucun fondement. Si, en effet, l'action de la banque centrale n'a pas pour but, ni pour résultat, de faciliter le financement des gouvernements, on ne voit pas très bien la justification du recours à cette institution par les provinces. Si la Banque du Canada n'est pas une institution de prêt, on voit mal comment elle pourrait contribuer à financer directement les emprunts provinciaux. Si la Banque du Canada n'est que l'instrument du gouvernement fédéral pour « réglementer le crédit et la monnaie », c'est inviter les provinces à se substituer au gouvernement central dans la gestion monétaire, que de proposer l'ouverture de crédits aux provinces par la Banque du Canada.

On verra mieux par l'analyse explicite des conséquences du nouvel aménagement proposé, le bien-fondé des jugements émis au paragraphe précédent.

Que la première erreur critiquée ci-dessus soit contenue dans la proposition Tremblay ne laisse aucun doute. Il est manifeste que la commission Tremblay conçoit le recours à la Banque du Canada comme à une source additionnelle de crédit pour les provinces. Voilà une institution, pourvue de fonds illimités, qui depuis toujours ne prêtait qu'au gouvernement central et qui désormais accorderait ses largesses aux provinces. En conséquence, le marché des obligations provinciales en serait élargi, le coût de la dette s'en trouverait réduit. C'est donc à l'institution prêteuse qu'on s'adresse, reléguant au second plan sa seule fonction de régulatrice de la monnaie. La proposition Tremblay, en suggérant que la banque centrale souscrive aux titres provinciaux pour en abaisser le prix, suppose que la banque centrale est autre chose

qu'un simple instrument de contrôle monétaire entre les mains du gouvernement canadien.

La participation directe de la Banque du Canada au financement des emprunts provinciaux ne pourrait se faire techniquement que selon trois formules. Par la première, on établirait entre la Banque du Canada et les provinces la même relation qu'entre la Banque et le gouvernement central. Immédiatement chacun des dix gouvernements provinciaux devient co-régulateur de la masse monétaire. La juridiction sur la Banque du Canada serait partagée entre les dix gouvernements provinciaux et le gouvernement fédéral. Les difficultés suscitées depuis la guerre au Canada et aux États-Unis par les conflits d'autorité entre la banque centrale et le gouvernement s'en trouveraient multipliées par dix. Il serait pour le moins oiseux d'entreprendre de démontrer que la responsabilité de la politique monétaire ne peut reposer conjointement sur le gouvernement canadien et sur les gouvernements provinciaux. D'ailleurs, les auteurs du rapport Tremblay eux-mêmes, soucieux de respecter la lettre et l'esprit de la Constitution, n'hésitent pas à affirmer que « c'est lui (le gouvernement fédéral) qui décide de l'orientation générale de la politique (monétaire) ». Inutile donc de pousser plus loin l'étude des conséquences de cette formule.

Selon la deuxième formule le gouvernement canadien garderait seul la juridiction sur la Banque du Canada, donc sur la quantité de monnaie de réserve à établir et aussi sur la composition du portefeuille de la Banque, c'est-à-dire sur les montants respectifs d'obligations fédérales et provinciales à acquérir. La composition elle-même ne saurait être établie de façon arbitraire cependant. Elle devrait obéir à certaines règles. Puisque selon les adeptes de la proposition Tremblay, la Banque du Canada doit être « au service » des gouvernements, on en déduit que selon leur conception, la Banque devrait conformer ses achats et ses ventes d'obligations provinciales aux besoins des provinces. La banque centrale libéraliserait donc le crédit au moment où une ou des provinces ou le gouvernement fédéral manifesterait un grand besoin d'argent, pour le resserrer dans les périodes où cette pression s'atténuerait, si de telles périodes surviennent.

Nous dirons un mot plus loin du caractère fallacieux de l'aide apparente qui semble découler de cette règle de comportement. Qu'il suffise ici de noter deux corollaires de cette formule : d'abord on retombe ici dans les mêmes difficultés politiques de coordination intergou-

vernementale que soulèverait la première formule. La collaboration extrême que requerrait de façon permanente la définition du contenu du portefeuille de la banque centrale, présenterait des difficultés insurmontables.

De plus, si les mécanismes décrits dans les pages précédentes sont conformes aux mécanismes réels, les provinces se trouveraient à participer indirectement à la gestion monétaire, puisque le niveau de monnaie de réserve serait conditionné par les décisions financières des gouvernements provinciaux. L'allégation suivante de la commission Tremblay devient donc contradictoire : « Mais cette orientation étant décidée (l'orientation générale de la politique monétaire par le gouvernement central), pourquoi la Banque du Canada n'achèterait-elle pas les obligations des provinces, etc... »<sup>1</sup>. La politique monétaire se définit au moment même et par le fait même de l'acquisition et de la vente d'obligations par la banque centrale.

On objectera que la banque centrale pourrait, en modifiant son portefeuille d'obligations fédérales, compenser les effets de ses achats d'obligations provinciales sur la quantité de monnaie de réserve. Mais justement, en proposant ce remède, on reconnaît que l'acquisition d'obligations par la banque centrale n'est pas illimitée. En d'autres termes, on reconnaît que la raison d'être de la banque centrale n'est pas de prêter, mais de régulariser la masse monétaire. Or, l'aménagement suggéré ici ne modifiant en rien les objectifs de la politique monétaire, il s'ensuit que la Banque du Canada devrait contrebalancer l'achat de chaque dollar d'obligations provinciales par la vente d'un dollar d'obligations fédérales.

Du strict point de vue du coût net de la dette publique, la position du gouvernement fédéral resterait inchangée ; ce qu'il perdrait d'intérêt versé au public plutôt qu'à la Banque du Canada, il le récupérerait en intérêt versé par les provinces à la Banque.

Quel profit retireraient les provinces de l'harmonisation de la politique monétaire aux besoins des provinces, à supposer qu'elle soit possible ? Soulignons d'abord que cette synchronisation n'exigerait aucunement l'accès des provinces à la banque centrale. Les opérations d'open-market menées par le truchement d'obligations fédérales seraient tout aussi efficaces.

1. *Op. cit.*, p. 295.



En deuxième lieu, on attribue généralement la position avantageuse du gouvernement fédéral sur le marché du crédit à deux facteurs : sa solvabilité totale, fondée sur son pouvoir de créer la monnaie et l'adaptation de la politique monétaire aux exigences financières du gouvernement. Mais assujettir la politique de crédit à ses besoins, c'est de la part du gouvernement fédéral, faire preuve d'irresponsabilité et c'est aussi se rendre victime d'une erreur décrite ci-haut, par laquelle les bilans du gouvernement et de la banque centrale sont artificiellement dissociés. C'est nier le rôle même de la banque centrale que d'y recourir pour abaisser le coût des emprunts publics.

Si, en effet, l'abaissement du coût des emprunts était une raison suffisante pour recourir à la planche à billets, pourquoi n'en serait-ce pas une aussi pour l'abolition de toute la dette publique fédérale ? Chaque fois que la banque centrale achète une obligation dans le seul but de faciliter le lancement d'une émission, elle sacrifie (et donc le gouvernement sacrifie) les objectifs de la politique monétaire à des fins mal conçues. Pour s'en rendre compte, il suffit une fois de plus, de combiner, comme il se doit, les comptes de la banque centrale à ceux du gouvernement. Pour avoir provoqué une expansion monétaire aux seules fins de faciliter la vente d'obligations, la banque centrale devra par la suite se départir des obligations qu'elle a acquises, à moins de tolérer l'inflation et de renoncer à faire de la politique monétaire. Ainsi, ce que le gouvernement gagne en diminution des taux d'intérêt sur l'ensemble de sa dette, il le perd par la réduction des « profits » que lui verse la banque centrale.

Il nous faut donc conclure que la deuxième formule d'accès à la banque centrale par les provinces est irréalisable, peut-être inconstitutionnelle, contraire aux exigences de la politique monétaire, et superflue.

Nous commenterons en quelques lignes seulement les implications de la dernière formule possible, dont le moins qu'on puisse dire est, qu'elle aussi, est inefficace et superflue. Selon ce dernier arrangement, la composition du portefeuille de la banque centrale serait définie de façon mécanique. Le montant d'obligations provinciales détenu par la Banque du Canada serait établi à un pourcentage fixe de l'actif obligatoire de la Banque. Ce serait là l'unique moyen de contourner les problèmes de conflits de juridiction et les frictions politiques inhérentes aux deux autres formules. À part cet avantage cependant, cette troisiè-

me formule présente à peu près tous les inconvénients des deux autres, en particulier celui de ne pas créer de crédit additionnel.

Remarquons d'abord qu'elle ne soustrairait pas totalement la gestion monétaire à l'influence des provinces. À partir du moment où un agent quelconque dispose d'un compte à la banque centrale, il peut de sa propre initiative influencer le volume de monnaie de réserve par le seul transfert de fonds de ce compte à un autre, ou vice versa. La banque centrale aurait cependant toute latitude pour contrecarrer cette influence par des opérations d'open-market.

En deuxième lieu, cette formule ne conférerait pas aux provinces l'avantage qui détermine au profit du fédéral l'écart qu'on constate entre les taux d'intérêt payés par les deux gouvernements, soit la solvabilité complète, que les prêteurs, à tort ou à raison, ne reconnaissent pas aux provinces.

Une fois admise la fonction essentielle de la banque centrale de régulatrice de la monnaie, rien dans ce dernier arrangement ne modifierait l'offre générale de crédit. Bien entendu, au cours de la période d'instauration de la nouvelle politique, l'équilibre du marché des obligations provinciales et fédérales serait rompu. Durant cette première phase, la Banque du Canada libérerait le marché d'une partie du stock d'obligations provinciales en cours, pour lui substituer un montant d'obligations fédérales exactement équivalent. Ces opérations créeraient, au profit des provinces, une rareté relative des premières et une surabondance relative de ces dernières. Mais, manifestement, le marché ne saurait rester indifférent à cette situation. Le risque d'insolvabilité (imaginaire ou non, mais que la nouvelle politique n'a pas éliminé) serait toujours présent pour rétablir l'écart des taux d'intérêt à son niveau antérieur. Le retour à la normale se ferait par le retrait partiel ou total du marché des obligations provinciales de tous les prêteurs que le rendement relatif de celles-ci ne satisferait plus. Limiter l'incidence de la nouvelle politique à ses effets initiaux serait tomber dans le piège de l'analyse partielle. L'acquisition de titres provinciaux par la banque centrale n'ouvre aucun nouveau débouché aux obligations des provinces.

Jean-Luc MIGUÉ,  
*professeur à la Faculté  
 des Sciences Sociales  
 (Laval)*