

## L'environnement financier au Canada : au coeur de l'impasse

Guy Glorieux

Volume 50, numéro 3, 1982

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1104177ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1104177ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0004-6027 (imprimé)

2817-3465 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer ce document

Glorieux, G. (1982). L'environnement financier au Canada : au coeur de l'impasse. *Assurances*, 50(3), 227–236. <https://doi.org/10.7202/1104177ar>

Résumé de l'article

Speaking to the Conference Board in Montreal on June 22nd 1982, Mr. Guy Glorieux said he was very unhappy with Canada's current situation. We believe that he is right to be pessimistic, unless of course firm political decisions are taken to improve the position. In the past, Canada has managed to survive various difficulties and even crises. To come through the present situation, we have to understand what is happening and be ready, as individuals and collectively, to follow the lead of capable and resolute leaders.

# ASSURANCES

Revue trimestrielle consacrée à l'étude théorique et pratique  
de l'assurance au Canada

Les articles signés n'engagent que leurs auteurs.

**Prix au Canada:**

L'abonnement : \$20

Le numéro : \$6

**A l'étranger**

l'abonnement : \$25

**Membres du comité:**

Gérard Parizeau, Pierre Choulnard,  
Gérald Laberge, Lucien Bergeron,  
Maurice Jodoin, Angus Ross,  
Monique Dumont, Monique Boissonnault,  
et Rémi Moreau

**Administration**

410, rue Saint-Nicolas  
Montréal, Québec  
H2Y 2R1

**Secrétaire de la rédaction:**  
M<sup>r</sup> Rémi Moreau

**Secrétaire de l'administration:**  
M<sup>me</sup> Monique Boissonnault

227

**50<sup>e</sup> année**

**Montréal, Octobre 1982**

**N<sup>o</sup> 3**

## L'environnement financier au Canada : au cœur de l'impasse<sup>(1)</sup>

*par*

GUY GLORIEUX<sup>(2)</sup>

*Speaking to the Conference Board in Montreal on June 22nd 1982, Mr. Guy Glorieux said he was very unhappy with Canada's current situation. We believe that he is right to be pessimistic, unless of course firm political decisions are taken to improve the position. In the past, Canada has managed to survive various difficulties and even crises. To come through the present situation, we have to understand what is happening and be ready, as individuals and collectively, to follow the lead of capable and resolute leaders.*



Je dois vous parler de l'environnement financier au Canada et des perspectives qui se dessinent pour les dix-huit prochains mois.

(1) Étude présentée à la réunion du *Conference Board* à Montréal, le 22 juin 1982.

(2) M. Glorieux est vice-président et chef économiste de la Banque Nationale du Canada.

Dans ce domaine, la situation n'est guère plus brillante que sur le plan économique et comme ces deux aspects de la réalité interagissent avec force l'un sur l'autre, il se pourrait que la récession s'avère beaucoup plus longue qu'on ne l'envisageait jusqu'à tout récemment.

228 Sur le plan financier, le problème numéro un de l'économie canadienne, c'est que la plupart des secteurs d'activité se sont endettés à un rythme beaucoup trop rapide au cours des dernières années. Dans un contexte de récession chronique et de taux d'intérêts anormalement élevés, cette situation se traduit aujourd'hui par des charges financières à la limite du supportable pour les entreprises privées et pour les gouvernements, tandis qu'elle accentue le déséquilibre des paiements extérieurs.

Le problème du surendettement de l'économie canadienne — ou, ce qui revient au même, de la sous-capitalisation — se pose aujourd'hui avec une acuité sans précédent dans l'histoire de l'après-guerre. Il trouve ses racines dans les modes de financement que nous avons collectivement adoptés au cours de la dernière décennie et qui consistent à accorder la préférence au crédit à court ou à long terme, par opposition à l'émission de capital-action, à l'accumulation des bénéfices non répartis ou aux encouragements donnés aux investisseurs étrangers.

Il est donc évident que cette situation ne s'est pas développée du jour au lendemain, mais il est certain qu'elle s'est aggravée singulièrement au cours de l'année dernière. Selon des statistiques publiées récemment par la Banque du Canada, le volume des emprunts effectués par les Canadiens en 1981 aurait atteint le chiffre record de \$75 milliards, soit un montant équivalent à près du quart de la production nationale. En contrepartie, l'augmentation du capital par voie d'émissions d'actions ou par l'accumulation des bénéfices non répartis s'élevait à \$18 milliards à peine. Si l'on tient compte des sorties massives de capital (plus de \$10 milliards en 1981), associées au rachat des entreprises étrangères dans le domaine énergétique et aux investissements directs des Canadiens à l'étranger, la base de capital qui constitue l'assise financière du pays n'aura donc pratiquement pas augmenté l'an dernier.

Dans le contexte de la croissance inflationniste rapide qui était la norme des années soixante-dix, les stratégies d'endettement excessif s'étaient avérées particulièrement rentables pour la quasi-totalité des emprunteurs. Comme le rythme de l'inflation dépassait

alors le plus souvent le niveau des taux d'intérêt, le recours à l'endettement massif fournissait un levier financier excessivement puissant pour multiplier le rendement obtenu à partir d'une base de capital relativement faible. On l'a constaté dans le domaine de l'immobilier où l'inflation rapide du prix des maisons aura permis aux emprunteurs hypothécaires de réaliser des gains de capital exceptionnels à partir d'un investissement initial très modeste. Mais, c'est au niveau des entreprises que l'incitation au financement par voie d'emprunts s'est montrée la plus forte. En effet, comme les paiements d'intérêts constituent des dépenses déductibles aux fins d'impôt, alors que les dividendes doivent être payés à même les profits après impôts, elles ont trouvé dans le régime fiscal un levier additionnel pour améliorer leur situation.

Dans ces conditions, il n'est guère surprenant que la dernière décennie ait été marquée par une explosion du crédit hypothécaire et par un décuplement des prêts bancaires aux entreprises, tandis que le marché des actions se voyait nettement délaissé par les trésoreries de compagnies.

Mais autant le jeu du levier financier associé à une faible capitalisation s'était avéré avantageux dans le climat économique des années soixante-dix, autant il semble conduire au désastre dans le contexte actuel.

C'est le cas lorsqu'on regarde l'évolution de nos paiements extérieurs et que l'on cherche à évaluer la santé du dollar canadien. Au cours des trois dernières décennies, le solde de nos transactions courantes avec l'étranger s'est avéré déficitaire deux années sur trois en moyenne. Dans la mesure où cette situation reflète principalement l'ampleur des besoins d'investissement liés au développement de notre économie, il n'y a là rien de bien inquiétant, même si, depuis quelques années, la détérioration de la balance des paiements est davantage le résultat d'un recul dans notre position concurrentielle que celui d'une amélioration rapide de notre potentiel économique.

Ce qui est grave, par contre, c'est que nous avons dans le même temps adopté des politiques de nationalisme économique qui ont découragé l'investissement étranger au Canada, et qui nous ont obligé à emprunter de plus en plus pour couvrir le déficit extérieur du Canada. En moins de dix ans, le solde de l'investissement direct des étrangers au Canada et des Canadiens à l'étranger est donc passé d'un surplus confortable qui couvrait la moitié de nos

besoins de financement extérieurs à un déficit de plus de \$10 milliards l'an dernier.

230

Pour financer simultanément le déficit sur nos transactions courantes, le déficit sur l'investissement étranger et les échéances sur la dette à long terme, le Canada a donc dû emprunter plus de \$20 milliards en 1981, alors même que les taux d'intérêt atteignaient des niveaux records sur les marchés internationaux. Dans le contexte financier actuel, il s'est avéré particulièrement difficile d'attirer une masse de capitaux étrangers aussi importante. Il n'est donc pas surprenant que les autorités monétaires aient été obligées de pratiquer une politique de taux d'intérêt beaucoup plus élevés qu'aux États-Unis et qu'elles soient obligées de le faire encore cette année.

Mais l'endettement spectaculaire que nous avons accumulé sur les marchés internationaux depuis le début de la dernière décennie exerce en plus une double contrainte sur notre position extérieure. D'une part, toute dépréciation du dollar canadien augmente de façon proportionnelle notre endettement vis-à-vis de l'étranger. En d'autres termes, cela veut dire que nous avons rapatrié au Canada les risques de change supportés autrefois par les actionnaires étrangers. D'autre part, à cause de l'évolution récente des taux d'intérêt américains, le service de la dette extérieure exerce une ponction de plus en plus forte sur la balance des paiements. Pour l'année en cours, les paiements d'intérêt approcheront les \$8 milliards, soit deux fois plus que le montant record des dividendes payés aux non résidents l'an dernier.

Ainsi, en favorisant une augmentation rapide de notre endettement extérieur au détriment d'une plus forte capitalisation de l'économie, les politiques de nationalisme économique auront atteint le résultat diamétralement opposé à l'objectif initial, et les conséquences pèsent aujourd'hui lourdement sur notre performance extérieure aussi bien que sur la valeur du dollar canadien.

Maintenant, il est clair que le problème du surendettement extérieur de l'économie canadienne n'aurait pu se manifester s'il n'y avait eu au préalable un déséquilibre de base dans la position des principaux secteurs d'activité. Ce déséquilibre, on le retrouve au niveau des gouvernements d'abord mais aussi, et surtout, dans le secteur des entreprises.

Dans le premier cas, l'ampleur des déficits accumulés depuis le milieu des années soixante-dix est telle que la dette publique du

gouvernement fédéral et des autres paliers de gouvernement a plus que doublé en l'espace de six ans. C'est une progression deux fois plus rapide que le rythme de l'inflation et, à elle seule, elle aurait déjà imposé une augmentation importante des charges financières pour les administrations publiques. Mais, avec l'escalade récente des taux d'intérêt, le service de la dette s'est accru beaucoup plus rapidement encore, passant du simple au double au cours des trois dernières années. En 1981, il accaparait plus de 15% des recettes fiscales des gouvernements contre moins de 10% durant la récession de 1974-75.

Dans le contexte actuel, les gouvernements sont donc confrontés à une impasse majeure quant à l'orientation de la politique fiscale. D'une part, la récession contribue à ralentir de façon dramatique la progression des recettes fiscales. D'autre part, les marchés financiers réagissent de plus en plus mal à un élargissement des déficits publics. En l'occurrence, l'augmentation substantielle des charges de la dette publique exige des compressions de même ampleur dans le rythme de progression des autres postes du budget.

À l'extrême, si les détenteurs de la dette publique capitalisent leurs intérêts pour protéger leur investissement initial contre l'inflation — et il y a certaines indications que cela est effectivement le cas — la politique fiscale pourrait se voir bloquée involontairement dans une orientation déflationniste particulièrement nocive. Ainsi, alors que le Canada s'est engagé dans la pire récession de tout l'après-guerre, l'endettement excessif que les gouvernements ont accumulé au cours des dernières années les empêche à toutes fins utiles de réaménager leurs priorités en matière de dépenses publiques et de contribuer à la relance de l'économie.

Aussi préoccupante que soit la situation de la dette publique du strict point de vue des perspectives économiques, elle ne remet pourtant pas en cause l'existence des gouvernements ou leur intégrité financière. Dans le pire des cas, ils devront essayer une diminution de leur cote financière sur les marchés extérieurs et accepter une surcharge sur leurs frais financiers.

Il n'en va pas de même dans le secteur privé où la situation commence à prendre la tournure d'une catastrophe. Depuis le début de l'année, le nombre des faillites commerciales a progressé à un rythme vertigineux et, ce qui est plus inquiétant, c'est que le problème dépasse maintenant le cadre des petites entreprises pour

toucher des entreprises de plus en plus grosses et menacer l'existence même de certaines grandes sociétés canadiennes. Il faut y voir les manifestations d'une crise de liquidité qui va en s'aggravant depuis plus d'un an et qui risque de prendre une ampleur sans précédent si les taux d'intérêt demeurent encore longtemps aux niveaux actuels ou si la politique financière du pays ne se modifie pas à brève échéance.

232 À l'exception d'un nombre excessivement restreint de secteurs industriels, cette situation touche la plupart des entreprises qui ont vu leurs ratios d'endettement et leurs autres ratios financiers se détériorer à un rythme sans précédent depuis le début de l'année dernière. Toujours selon les statistiques de la Banque du Canada, les entreprises privées auraient emprunté plus de \$40 milliards en 1981, soit le double des emprunts réalisés en 1979 et 1980, et quatre fois plus qu'en 1978. En l'espace de trois ans, malgré la récession et le niveau extraordinaire des taux d'intérêt, elles auront donc emprunté plus de \$80 milliards — plus que durant toute la décennie précédente. En contrepartie, l'augmentation du capital par émission de nouvelles actions ou par l'accumulation des bénéfices non répartis n'aura même pas atteint la moitié de cette somme. En l'occurrence, lorsqu'on prend les sociétés industrielles dans leur ensemble, les ratios de capitalisation se trouvent aujourd'hui à leur plus bas niveau de tout l'après-guerre, très loin en dessous des niveaux observés il y a un an à peine.

Jusqu'à tout récemment, cette situation est restée à l'arrière-plan des préoccupations, loin derrière l'escalade des taux d'intérêt et l'instabilité des marchés financiers ou des marchés de change. Pourtant, le problème de la capitalisation insuffisante du secteur industriel menace aujourd'hui l'existence même d'un grand nombre d'entreprises et exerce un effet déflationniste de plus en plus fort sur l'économie.

Avec la stagnation des ventes qui résulte de la récession actuelle et la montée continue des frais d'exploitation associée aux pressions inflationnistes qui persistent, le cash-flow des entreprises affiche depuis un an la plus forte baisse des deux dernières décennies. Mais, contrairement à la situation durant les récessions antérieures, la pression s'est vue encore aggravée par l'augmentation dramatique des frais financiers qui absorbent maintenant près de la moitié du cash-flow, contre 25% à peine en 1978.

Il n'est guère surprenant alors que les bénéfices des sociétés industrielles aient diminué de moitié en l'espace d'un an et que

beaucoup d'entreprises soient confrontées aujourd'hui à un problème de liquidité sans précédent.

Pour les sociétés à capital-action, la situation est encore plus difficile car elles doivent en outre maintenir des paiements de dividendes concurrentiels avec les taux d'intérêt records des dernières années, si elles veulent éviter un effondrement du cours de leurs actions. En tout état de cause, les bénéfices après impôts affichés par les grandes entreprises industrielles durant le dernier trimestre de 1981 n'ont même pas permis de couvrir les dividendes payés aux actionnaires, de sorte qu'elles ont dû puiser à même leur avoir propre pour couvrir la différence.

233

Pour faire face à cette situation, les entreprises sont donc obligées de comprimer leur liquidité financière de façon dramatique, tandis qu'elles opèrent simultanément des coupures substantielles dans leurs stocks, dans leur personnel et dans leurs programmes d'investissement. Mais, en ce faisant, elles aggravent le problème de cash-flow de leurs fournisseurs qui réagissent de la même façon dans un mouvement de récession qui fait boule de neige.

Au total, malgré la chute de la production, l'ensemble des besoins financiers du secteur des entreprises ne peut donc diminuer que très lentement et, même si la répartition sectorielle se modifie progressivement, la demande de crédit continue de progresser rapidement sur les marchés financiers. Au plein cœur de la récession, le problème initial de l'endettement excessif des corporations continue donc de s'aggraver et d'affaiblir la position financière de l'économie.

Cette situation est particulièrement inquiétante parce qu'elle se généralise et qu'elle déborde maintenant vers le secteur des institutions financières. Suite à la diminution de l'activité sur le marché des obligations, et en raison de l'étroitesse relative du marché du papier commercial, la demande de crédit exceptionnellement forte des dernières années s'est déplacée vers les institutions financières — et principalement vers le système bancaire — dans une proportion sans précédent.

Pour l'accommoder, les institutions financières ont donc laissé croître leur actif à un rythme beaucoup plus rapide que leur avoir propre et, ici comme ailleurs, les ratios de capitalisation se sont affaiblis considérablement depuis un an. Aussi, au moment où leur rentabilité se voit sérieusement amoindrie par l'augmentation des



mauvaises créances, il n'est pas surprenant que la plupart de ces institutions cherchent à ralentir la progression de leurs activités et qu'elles contribuent ainsi à aggraver la crise de liquidité dans l'économie.

234

Quel que soit l'angle sous lequel on regarde la situation financière du Canada, on se heurte donc à une impasse dont il sera extrêmement difficile de se désengager. Même si la situation financière des ménages s'est améliorée de façon exceptionnelle depuis un an, grâce à l'augmentation rapide du taux d'épargne et à la compression des engagements financiers existants, la relance des dépenses de consommation prévue pour l'automne ne pourra à elle seule renverser de façon durable le mouvement de récession actuel.

Pour y parvenir, il est impératif que le secteur des entreprises puisse à la fois reconstituer ses liquidités et restructurer son passif dans le sens d'une réduction de son endettement et d'une capitalisation beaucoup plus forte. Si l'on en juge de la situation à la fin de 1981, les entreprises devraient augmenter leurs fonds propres par plus de \$40 milliards d'ici un an pour rétablir leur capitalisation à un niveau comparable à la moyenne des années 1978-1980. L'ampleur du problème est donc exceptionnelle et il devrait constituer l'objectif prioritaire de la politique économique, au même titre que la lutte contre l'inflation.

Dans ce domaine, les options sont singulièrement limitées. Au cours des récessions antérieures, la reconstitution des liquidités se faisait de façon quasi automatique grâce à un relâchement de la politique monétaire. La baisse précipitée des taux d'intérêt permettait d'alléger les charges financières tandis que la reprise des dépenses de consommation favorisait un redressement du cash-flow. Finalement, la relance des marchés obligataires encourageait les entreprises à refinancer leurs exigibilités à court terme et, le cas échéant, à augmenter leur liquidité financière. Ainsi, en l'espace de quelques trimestres, le redressement financier des entreprises permettait d'établir des bases solides pour une nouvelle période d'expansion économique et pour la relance des investissements.

Il en va tout autrement aujourd'hui. Pour tous ceux qui ne l'avaient pas encore compris, le Sommet de Versailles aura confirmé que le Président Reagan n'entend pas modifier l'orientation actuelle de sa politique monétaire, du moins tant que les progrès enregistrés au chapitre de l'inflation ne seront enracinés profondément dans la psychologie inflationniste du public américain. Si l'on en

juger par la situation actuelle sur les marchés financiers à long terme, ce changement dans les anticipations inflationnistes ne s'est pas encore réalisé, de sorte qu'à moins d'une volte-face improbable de la Federal Reserve, il ne faut pas s'attendre à ce que les taux américains diminuent prochainement.

Mais, même advenant une diminution graduelle des taux américains, il ne faut pas s'attendre à ce que la Banque du Canada emboîte le pas de façon automatique. En effet, le dollar demeure très faible sur le plan structurel à cause de notre performance désastreuse en matière d'inflation et de productivité, et il reste soumis à des forces spéculatives majeures comme on le constate depuis deux semaines. Dans ces conditions, il n'y a pas de raison pour que la Banque centrale modifie la stratégie qu'elle poursuit depuis le début de 1978 et qui consiste à maintenir des différentielles de taux d'intérêt de plus en plus larges en faveur des mouvements de capitaux vers le Canada.

235

Faute de pouvoir compter sur une relâche prochaine des taux d'intérêt, il faut donc se tourner vers les autres instruments de la politique financière du gouvernement pour trouver une solution, que ce soit la politique fiscale ou les politiques touchant les investissements étrangers au Canada.

Dans le domaine fiscal, les options sont limitées puisque les marchés financiers affichent une réaction de plus en plus négative devant tout élargissement des déficits publics. De plus, il serait inutile de vouloir soulager la pression fiscale sur le cash-flow des entreprises s'il faut en contrepartie augmenter la charge des ménages et, par le fait même, bloquer la reprise des dépenses de consommation.

C'est donc vers un contrôle extrêmement sévère des coûts d'opération, et notamment de la masse salariale, que doit s'orienter la politique budgétaire. À cet égard, les gouvernements se trouvent donc placés à la même enseigne que le secteur privé, et ceci, pour des raisons identiques.

Il reste que même si un contrôle serré des dépenses budgétaires permettait de relâcher la pression fiscale sur le secteur des entreprises, il ne résoudra pas pour autant le problème de la capitalisation insuffisante des bilans. Dans ce domaine, des modifications relativement peu coûteuses au régime fiscal touchant les détenteurs d'actions permettraient de canaliser l'épargne vers les marchés

boursiers. À titre d'exemple, ce pourrait être l'instauration de nouveaux programmes du type « Régime enregistré d'épargne-action » ou l'élimination temporaire de la taxe sur les gains de capital réalisés sur les actions de compagnies canadiennes. Ces mesures devraient être renforcées par des encouragements fiscaux pour les entreprises qui réinvestissent une forte proportion de leurs bénéfices. Mais, quelles que soient les mesures adoptées, elles risquent d'être insuffisantes pour corriger rapidement l'ampleur des déséquilibres actuels.

236

Pour les corriger de façon durable, il existe une méthode extrêmement simple et peu coûteuse : c'est d'encourager à nouveau les investissements directs des étrangers au Canada, comme ce fut le cas durant les années cinquante et la majeure partie des années soixante. Cela constituerait certes une volte-face majeure par rapport aux orientations actuelles du nationalisme économique, mais il faut se demander si nous avons les moyens de faire autrement sans accepter en conséquence une baisse substantielle de notre niveau de vie.

En conclusion, s'il me fallait résumer la situation financière du Canada et les perspectives pour les prochains dix-huit mois, je dirais que nous avons atteint un seuil critique d'endettement dans presque tous les secteurs d'activité, et en l'absence d'une réorientation majeure des politiques financières des gouvernements vers ce problème, l'impasse dans laquelle nous sommes engagés ira en s'aggravant.<sup>(1)</sup>

Quelle que soit l'orientation prochaine des taux d'intérêt américains, il est peu probable que la politique monétaire canadienne puisse se relâcher de façon substantielle d'ici la fin de l'année. Dans ces conditions, la politique fiscale aussi bien que la politique d'investissement étranger devraient accorder la priorité absolue à résoudre la crise de liquidité qui paralyse le secteur des entreprises tout en encourageant la reconstitution d'une base d'équité, domestique ou extérieure, sur laquelle pourra s'appuyer la reprise économique.

---

(1) Depuis que ce travail a été présenté au Conference Board, la situation financière s'est légèrement modifiée, avec la chute des taux d'intérêt. Dans l'ensemble, cependant, la conclusion de M. Guy Glorieux garde toute sa force. A.