

BANQUE DU CANADA

L'ADRESSE DU GOUVERNEUR A LA PREMIÈRE ASSEMBLÉE ANNUELLE DES ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DU CANADA LE 25 FÉVRIER 1936

Le bilan et le compte de profits et pertes au 31 décembre 1935 ont été envoyés à tous les actionnaires avec l'avis de convocation de cette assemblée. Je voudrais commenter certains points de cet état financier et dire aussi quelques mots de nos opérations.

Avant de commencer, je ne puis m'empêcher de rappeler la perte que nous avons tous faite par la mort de Sa Majesté, le roi George V. Au moment du jubilé d'argent, il y a à peine neuf mois, l'Empire britannique lui exprimait unanimement et du fond du coeur, ses sentiments de loyauté et ses bons souhaits. Vous vous rappellerez que, d'une façon modeste, nous avons participé à la célébration du jubilé en émettant, avec l'approbation du gouverneur en son conseil, un billet spécial de \$25 avec gravures représentant Leurs Majestés portant le manteau royal du couronnement. Les manifestations qui marquent de tels événements disparaissent vite de la mémoire du peuple, mais les sentiments profonds de respect et d'admiration demeurent.

La Banque du Canada a ouvert ses portes le 11 mars dernier. Le jour de l'ouverture, nous assumions la responsabilité du remboursement de tous les billets du Dominion émis et en circulation. Pour nous couvrir de cet engagement, qui

BANQUE DU CANADA

s'élevait alors à \$185,455,439, le gouvernement fédéral nous transporta l'actif suivant:

(a) de l'or, évalué à.....	\$ 69,455,439
(b) de l'argent, évalué à.....	986,363
(c) des obligations 3% du Dominion du Canada, échéant en 1940, pour une somme, au pair, de.....	<u>115,013,637</u>
TOTAL.....	\$185,455,439

De novembre 1932 au 11 mars dernier, les banques à charte avaient, par entente, emprunté en vertu de la Loi financière une somme minimum d'environ 35 millions de dollars et, au début de l'opération, elles avaient acheté du gouvernement fédéral une somme à peu près équivalente de bons du Trésor. La Loi sur la Banque du Canada stipulait que le jour où celle-ci commencerait ses opérations, les banques à charte devraient rembourser toutes les avances existantes obtenues en vertu de la Loi financière. Ce remboursement devait aboutir à la suppression d'un égal montant de billets du Dominion et aurait comporté une diminution similaire des réserves des banques à charte, si l'on n'avait pris des mesures compensatrices. Nous avons donc cru sage de compenser cette diminution en achetant 35 millions de dollars de bons du Trésor du gouvernement fédéral. Le gouvernement utilisa le produit de la vente de ces titres pour rembourser des bons du Trésor que détenaient les banques, si bien que leurs réserves restèrent les mêmes.

Par suite des transactions dont je viens de parler, nous avons commencé nos opérations avec 150 millions de dollars de fonds d'État. En juillet 1935, des changements importants se sont produits dans notre actif. La Loi sur le fonds du

BANQUE DU CANADA

change fut appliquée le 5 juillet. Le premier rapport publié par nous après cette date, celui du 10 juillet, accusait, par comparaison avec le précédent, un accroissement d'environ \$73,500,000 de notre réserve d'or, mais un recul de notre portefeuille de titres de \$51,492,000. La part du profit réalisé sur l'or qui fut versée aux banques à charte vint augmenter leurs réserves, mais, en dehors de cela, ces transactions ne modifièrent pas la situation de leur encaisse.

Le 31 décembre, nous avions en titres du gouvernement fédéral remboursables dans les deux ans, un total de \$30,873,168. Les titres à échéance de plus de deux ans figuraient pour \$83,409,675. Toutes ces valeurs étaient évaluées d'après des prix n'excédant pas les cours du marché du 31 décembre.

ENCAISSE-OR

Le poste le plus important de notre bilan, à l'actif, est l'or, évalué à \$180,509,342. Au début de nos opérations, nous avons acquis \$106,584,355 d'or, dont \$69,455,439 venaient du gouvernement fédéral, et \$37,128,916, des banques à charte. Le paiement de cet or a été effectué sur la base de la valeur statutaire de \$20.67 l'once. Par la suite, la Loi sur le fonds du change nous a obligés à évaluer l'or au prix courant du marché. Le profit d'environ \$73,500,000 qui en est résulté n'est pas allé à la Banque du Canada. En effet, l'article 30 de la Loi sur la Banque du Canada avait prévu que les profits réalisés sur l'or transporté à la Banque reviendraient au gouvernement fédéral, mais elle donnait au gouverneur en son conseil le pouvoir de permettre aux banques à charte de recevoir le profit réalisé sur l'or transporté par elles, dans la mesure où cet or était censé avoir été gardé comme couverture de leurs engagements en dehors du Canada. Le gouverneur

BANQUE DU CANADA

en son conseil décida que 40 p.100 de l'or des banques se trouvait dans ce cas et, par suite, les banques à charte ont reçu \$10,475,114. Le reste du profit, soit \$63,006,382, a été porté au crédit du fonds du change du gouvernement fédéral. A l'avenir, les profits ou les pertes sur l'or que nous possédons seront portés au crédit ou au débit de ce compte.

Il faut noter que la valeur attribuée à l'or dans notre rapport représente la somme que l'on obtiendrait au Canada si l'on envoyait cet or à Londres ou à New-York le jour du rapport. Autrement dit, nous prenons la valeur réalisable et non une valeur arbitraire, mais nous ne nous restreignons pas au prix coté sur un marché en particulier.

CAPITAL SOCIAL ET ÉMISSIONS DE BILLETS

Au passif, le poste "Capital" n'exige pas d'explications. A la fin de l'année civile, notre capital-actions appartenait à 11,021 actionnaires, soit une moyenne de 9.07 actions par actionnaire. La circulation des billets s'élevait à \$99,677,229, dont \$40,497,965 entre les mains des banques à charte et \$59,179,264 entre les mains du public, y compris les banques ou caisses d'épargne et autres institutions financières. Au début des opérations, les billets en circulation dans le public figuraient pour \$42,440,981, de sorte que le total s'en est accru de \$16,738,283 à partir de ce jour jusqu'à la fin de l'année. Cet accroissement présente un caractère en partie saisonnier; il tient partiellement au retrait de la circulation des billets des banques à charte en anticipation de la réduction de \$7,275,000 du droit d'émission de ces banques le 1er janvier 1936, et partiellement, je le crois, à une activité économique plus grande que d'habitude à cette saison.

Lorsque le public a besoin de plus de billets, il les obtient en effectuant des retraits des banques à charte. Les banques

BANQUE DU CANADA

remettent des billets de la Banque du Canada dans la mesure où la demande porte sur les coupures de \$1 et \$2, ou si leur propre circulation de billets tend à se rapprocher du total autorisé. Par conséquent tout accroissement de la circulation active des billets de la Banque du Canada amène une diminution de la réserve des banques à charte, si la banque centrale ne prend aucune mesure compensatrice. Des mesures de ce genre ont été adoptées l'an dernier qui se sont traduites par un gonflement de notre portefeuille de fonds d'État dans la dernière partie de 1935.

Le fait que notre circulation de billets est beaucoup plus petite que celle des anciens billets du Dominion a fait naître quelques malentendus. Il faut se rappeler que les réserves ont maintenant la forme de dépôts à la Banque du Canada aussi bien que de billets de la Banque du Canada. C'est le total de nos billets et des dépôts des banques à charte à la Banque du Canada qui doit servir pour fins de comparaison avec les statistiques antérieures à notre existence. Pour prendre un exemple concret, la circulation des billets du Dominion le 10 mars 1935 s'élevait à \$220,000,000. La réserve d'or des banques à charte était d'environ \$37,000,000. Le total de la monnaie légale dont disposaient les banques et le public était donc de \$257,000,000. Rapprochez ce chiffre des \$281,000,000 que représentait, au 31 décembre 1935, la circulation de nos billets jointe aux dépôts des banques à charte auprès de nous. Dans chaque cas, j'ai arrondi les chiffres.

DÉPÔTS ET RÉSERVES DES BANQUES À CHARTE

Les dépôts du gouvernement fédéral n'ont pas besoin de commentaire. Les dépôts des banques à charte—\$181,636,033—représentent la majeure partie de la réserve qui sert de couverture à leurs engagements au Canada. Si nous ajoutons

BANQUE DU CANADA

à ce chiffre l'encaisse des banques à charte de \$40,497,965 en billets de la Banque du Canada, nous constatons que la réserve totale, au 31 décembre 1935, s'élevait à \$222,133,998, soit environ 10 p. 100 des engagements des banques à charte envers les déposants canadiens.

Les sommes qui apparaissent aux postes "Autre actif" et "Autre passif", dans notre bilan, varient d'une semaine à l'autre, et parfois de façon considérable. La raison principale de ces variations est que nous incluons dans le poste "Autre actif", les chèques en cours de compensation et dans "Autre passif", les traites émises et en circulation.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

Le compte de profits et pertes indique une somme de \$764,228.31 à répartir conformément aux termes de la Loi sur la Banque du Canada. On n'oublie pas que nos opérations ont porté sur moins de dix mois, soit du 11 mars au 31 décembre 1935. Néanmoins, le profit net n'est pas aussi élevé qu'on l'aurait pu anticiper. Les frais qu'entraîne une nouvelle émission de billets sont nécessairement considérables. Il nous fallait émettre nos billets en échange des billets du Dominion, en circulation dans le public ou détenus par les banques, et aussi nous approvisionner d'une réserve suffisante de billets. Il a donc fallu solder à même les profits de 1935 une double charge.

La baisse des cours de l'argent a agi sensiblement aussi sur le profit. Le 11 mars, nous prenions du gouvernement fédéral, au prix du marché, 1,671,802 onces d'argent dont le gouvernement s'était porté acquéreur conformément aux termes de l'entente de Londres sur l'argent. Entre le 11 mars et la fin de l'année, nous avons encore acheté 1,671,802 onces, notre attitude dans les deux cas étant régie par les termes de la

BANQUE DU CANADA

Loi sur la Banque du Canada et par les instructions que nous avons reçues du ministre des Finances. Le cours de l'argent, le 31 décembre dernier, était sensiblement plus bas que le 11 mars, et inférieur aussi à la moyenne des cours pour la période comprise entre ces deux dates. La dépréciation qui en est résultée pour notre stock a atteint \$489,368 et nous l'avons débitée en entier au compte de profits et pertes.

Les dépenses d'organisation encourues avant le 11 mars ont aussi été portées au compte de l'année 1935.

Pendant que j'en suis à parler de profits et pertes, je voudrais dire un mot de nos frais d'exploitation et distinguer, à ce sujet, ce qu'on peut appeler les dépenses "nouvelles" et les dépenses "anciennes". Par celles-ci, j'entends les dépenses que le gouvernement fédéral assumait antérieurement pour l'impression et la distribution des billets du Dominion et pour l'entretien des bureaux des sous-receveurs généraux et de la Division de la monnaie au ministère des Finances. Les anciennes dépenses, de toute façon, auraient été faites. En parlant ainsi, je présume que, quelles qu'eussent été les circonstances, il aurait paru sage et économique de faire une émission nouvelle de billets de petit format. La création d'une banque centrale entraîne des dépenses nouvelles, aussi bien que des sources nouvelles de profit. J'estime que ces dépenses nouvelles, l'an dernier, se sont chiffrées, en net, à quelque \$275,000. Ce chiffre ne tient pas compte des intérêts gagnés sur les placements. Le coût net d'exploitation comprend toutes les dépenses d'organisation. Avec le temps, j'espère que le coût net du nouveau régime tendra à diminuer plutôt qu'à augmenter.

BANQUE DU CANADA

LES FONCTIONS D'UNE BANQUE CENTRALE

Le rapport de la Commission royale sur les banques expose clairement les fonctions d'une banque centrale. Ses principales fonctions sont de s'efforcer de régler le volume du crédit; protéger la valeur de l'unité monétaire nationale à l'extérieur; fournir en tout temps des conseils avisés et impartiaux au gouvernement (dans le cas du Canada, aux gouvernements fédéral et provinciaux); coopérer de façon opportune avec les banques centrales des autres pays. J'ai l'intention de dire quelques mots de chacune de ces fonctions.

INFLUENCE SUR LE CRÉDIT

L'influence d'une banque centrale sur le volume du crédit découle du pouvoir qu'elle a d'agir sur le volume des réserves des banques commerciales. Quand un pays n'est pas à l'étalon-or, la banque centrale fait plus qu'agir sur les réserves des banques commerciales; elle les détermine. Si la banque centrale augmente son actif en achetant de l'or ou des valeurs ou en faisant des avances, cela se traduit par une augmentation de ses dépôts. Pour la majeure partie, dans notre cas, ces dépôts sont les soldes que les banques à charte gardent à la Banque du Canada comme une partie de leur réserve. L'expansion de ces réserves tend à amener une augmentation des prêts et placements des banques commerciales; son resserrement tend à les diminuer.

Une politique généreuse de crédit à bon marché, telle est la participation orthodoxe d'un système bancaire pour sortir d'une dépression. Pareille politique contribue sans aucun doute, d'abord, à diminuer le mouvement de liquidation, puis à faire reprendre les affaires et à rétablir les finances de l'État, qui, en temps de crise, ne peuvent qu'être fortement atteintes par les dépenses d'assistance et autres engagements inévitables;

BANQUE DU CANADA

mais si cette politique est poussée trop loin, la situation pourra, au moment de la reprise, échapper à tout contrôle.

Au Canada, le niveau élevé des cours des valeurs de premier ordre est un indice de la pression qu'exercent les capitaux en quête d'emploi. La réserve des banques à charte, au 31 décembre 1935, dépassait un peu celle du 31 décembre 1929; leurs dépôts, fin 1935, avaient diminué de moins de 2 p. 100 par rapport à 1929. Si nous songeons que décembre 1929 est le dernier mois d'une année qui fut exceptionnellement active, ce rapprochement des chiffres nous rappellera que la quantité de monnaie n'est pas le facteur principal qui détermine le volume des affaires. L'essentiel n'est point la quantité de monnaie qui existe, mais bien le volume des revenus de la population, en d'autres termes, le volume du revenu national. Celui-ci peut s'accroître et il s'accroît effectivement, sans rapport défini entre cet accroissement et l'accroissement des dépôts en banque ou de la circulation des billets. Une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie se produit avec le retour de la prospérité, et la quantité totale de monnaie peut alors être moindre que durant une dépression.

LE COURS DU CHANGE

Passons maintenant à la valeur de la monnaie à l'extérieur. Le dollar canadien, vous le savez, comme beaucoup d'autres monnaies, est actuellement détaché de l'or et non stabilisé. Cela étant, la Banque du Canada n'a pas à remplir d'obligations spéciales imposées par le gouvernement. Néanmoins, à la longue, la politique de crédit doit nécessairement influencer sur la valeur de l'unité monétaire à l'extérieur. C'est ce que dit le rapport de la Commission royale:

“Le contrôle de la valeur de la devise nationale à l'étranger est . . . une conséquence logique de la

BANQUE DU CANADA

réglementation du crédit. Quelques autres facteurs qui agissent sur le niveau des changes, tels que les mouvements de capitaux à court terme, les emprunts et les dettes extérieurs, et le revenu des placements à l'étranger, le facteur qui, à la longue agit de façon décisive, c'est la structure du crédit du pays. . . ."

Le dollar canadien a montré une tendance remarquable, quand il n'était pas au pair avec la livre ou le dollar américain, à prendre une position intermédiaire. Evidemment à la longue le pouvoir d'achat de notre dollar doit approcher celui du dollar américain et de la livre sterling, sinon il y aurait un écart marqué dans les taux du change. Du point de vue des mouvements à court terme, il est probable que les placements importants des Etats-Unis et du Royaume-Uni au Canada, et l'existence d'un si grand nombre d'émissions d'obligations canadiennes remboursables dans deux ou trois monnaies—caractéristique de notre économie financière qu'on ne trouve à un degré important dans aucun autre pays—ont eu tendance à limiter les fluctuations de notre dollar. Un escompte sur le dollar canadien aux Etats-Unis encourage les achats de valeurs canadiennes; une prime encourage la vente; et c'est la même situation vis-à-vis le Royaume-Uni. Il faut compléter ce que nous venons de dire en montrant que le niveau relatif des cours sur les marchés des obligations des trois pays et le degré de confiance dans notre situation sont des facteurs importants dans les opérations sur titres. Je ne veux pas laisser entendre que les obligations remboursables dans deux monnaies ou plus soient désirables. Au contraire, elles créent souvent de graves embarras à l'emprunteur. Le degré auquel les emprunteurs canadiens contractent des obligations à l'étranger et, plus tard, s'en acquittent, et la façon dont ces engagements sont pris,

BANQUE DU CANADA

sont des questions d'intérêt public qui affectent notre balance des paiements et la valeur au change du dollar canadien. C'est là une situation qui ne peut manquer de retenir l'attention soutenue d'une banque centrale.

FONCTIONS DE CONSEILLERS

Sur notre rôle de conseillers impartiaux, je n'ai pas l'intention de parler longuement. Il serait présomptueux de donner à entendre qu'une banque centrale aussi inexpérimentée puisse être immédiatement de pleine valeur dans ce domaine. Quoi qu'il en soit, nous avons toute raison d'être impartiaux. Donner des conseils, voilà souvent, et peut-être ordinairement, la seule forme de concours que nous puissions accorder aux gouvernements du Canada, vu que notre souci obligé de réglementer les réserves des banques nous empêche de consentir de fortes avances d'une nature qui ne permettrait pas de les compenser si cette politique devenait nécessaire. Il ne faudrait pas en conclure, toutefois, que nous ne puissions pas fournir en temps opportun des ressources temporaires. Au cours de l'année, nos rapports ont fait voir que des avances ont été consenties au gouvernement fédéral à diverses reprises, les plus considérables l'ayant été en octobre et novembre en anticipation d'un nouvel emprunt.

COOPÉRATION DES BANQUES CENTRALES

Le besoin de plus de coopération entre les banques centrales fait depuis nombre d'années l'objet des discussions, et diverses conférences internationales ont insisté sur ses avantages. On peut échanger beaucoup de renseignements. Les conditions économiques dans les principaux marchés extérieurs ont une influence considérable sur le commerce domestique. Une banque centrale qui s'en tiendrait à la connaissance des affaires intérieures de son pays et fermerait l'oeil

BANQUE DU CANADA

aux développements qui se produisent ailleurs ne remplirait plus son devoir envers son propre peuple. Les banques centrales des autres pays constituent une excellente source d'information. Elles peuvent souvent fournir des renseignements exacts plutôt que des hypothèses. Leur collaboration en ce sens peut donc être extrêmement utile, et les banques centrales pourraient s'entendre entre elles pour la développer. Il va de soi que, pour les questions de grande importance, la coopération doit rester subordonnée aux vues des gouvernements des pays intéressés. Disons en passant qu'une des banques centrales de l'Empire, la Banque d'Angleterre, passe aux yeux de certaines gens pour exercer dans le monde entier une influence universelle et néfaste en matière de politique financière. A mon avis, cela est absurde et, de toute façon, on peut sûrement s'en remettre aux banques centrales et aux gouvernements des divers Dominions du soin d'empêcher toute influence indue et pernicieuse. En ces temps difficiles, les problèmes réels des banques centrales sont vraiment assez graves. Il serait donc regrettable de venir accroître leurs difficultés par des complications imaginaires.

La coopération est d'ordinaire affaire de bons sens, qu'elle ait lieu dans le commerce ou la finance. Dans toutes les critiques qui visent aujourd'hui l'ordre existant—et je ne suis pas un esprit réactionnaire dans ce domaine—l'on n'insiste pas assez, me semble-t-il, sur le fait que la structure économique du monde a survécu apparemment à une période au cours de laquelle le bon sens international a brillé surtout par son absence. Cette structure doit avoir une grande force inhérente de résistance. Dans un monde fait pour vivre et prospérer par l'échange des marchandises et des services, l'on a fait presque tous les efforts possibles pour entraver ou prohiber ce

BANQUE DU CANADA

mouvement d'échanges. Peu de pays dépendent plus que le Canada du commerce international. Dans notre propre intérêt, nous devons voir d'un bon oeil et favoriser tout relâchement des entraves qui ont été apportées au commerce international au cours des années de l'après-guerre. J'espère que la reprise du commerce mondial, dont on a maintenant des indices, pourra être activée par des mesures appropriées de coopération entre les gouvernements.

TAUX DE LA BANQUE

Notre taux d'escompte a été fixé à 2 ½ % et il reste le même. C'était le taux sur les avances consenties en vertu de la Loi financière, avant l'établissement de la Banque du Canada; c'est encore le taux habituellement consenti aux banques sur leurs avances. Ce taux s'écarte beaucoup du taux des bons du Trésor, mais dans le moment ce fait n'a guère de signification. Lorsque l'argent est abondant, le besoin d'avances ou de réescompte est restreint. C'est durant les périodes de resserrement que l'aide de la banque centrale devient indispensable. Une banque centrale doit être ce qu'on appelle le prêteur en dernier ressort, ce qui suppose qu'en temps de besoin réel, ses facilités de réescompte et de prêt seront généreusement accordées.

MARCHÉ DES BONS DU TRÉSOR

On admet généralement que les opérations d'une banque centrale se voient entravées là où il n'existe pas de marché actif d'acceptations. Peu de pays, toutefois, ont le marché qu'ils désireraient. Dans la situation actuelle, il peut s'établir un marché assez satisfaisant, s'il y a un volume suffisant de bons du Trésor, une bonne répartition de ceux-ci entre les institutions et, en particulier, si les banques ont pour politique de se constituer une réserve secondaire de bons du

BANQUE DU CANADA

Trésor. La simple existence d'une banque centrale élargit déjà et raffermir le marché pour les effets de choix, puisque la banque centrale elle-même en aura un gros portefeuille et qu'elle procédera à des achats et des ventes en vertu de sa politique de *l'open market*, et pour d'autres raisons. De cette action, il résultera probablement des taux plus stables. La Banque du Canada peut, je crois, prétendre avoir été utile à ce double point de vue.

Dans le passé, les prêts à demande à New-York et les acceptations de banque étaient considérés, dans une large mesure, comme la réserve secondaire des banques canadiennes. Les fluctuations du change ont virtuellement éliminé ces deux façons d'employer cette partie de l'actif des banques canadiennes qui n'a pas besoin d'être gardée comme réserve, mais qui doit être réalisable à un moment d'avis en quantité et sans perte. Le Canada a manqué de facilités de cet ordre. J'ose croire que cette lacune sera comblée. Les bons du Trésor peuvent être amenés à jouer un rôle de plus en plus grand dans notre vie bancaire, si l'expérience future et l'élargissement progressif du marché démontrent, comme je crois que cela arrivera, l'utilité de cette forme de placement temporaire. Il ne faut pas considérer ces bons comme étant un moyen pour le gouvernement d'emprunter à bon marché, et rien de plus.

Avant même l'ouverture de nos portes en mars dernier, nous avons eu l'occasion de rechercher le concours des banques à charte, afin de commencer nos opérations dans les meilleures conditions et avec le plus d'efficacité possible. Ce concours, elles nous l'ont généreusement accordé à ce moment-là et plusieurs fois par la suite. Une banque centrale ne concur-

BANQUE DU CANADA

rence pas les banques commerciales. Leur prospérité dépend de celle de tout le pays. Elles doivent bénéficier, par conséquent, de tout ce que nous pourrons faire pour assurer un plus haut degré de stabilité et un fonctionnement plus effectif de notre organisation financière. Une banque centrale—surtout si elle est nouvelle venue—doit éviter avec soin des prétentions inconsidérées, mais je suis convaincu qu'une banque centrale digne de ce nom ne peut qu'avoir une importance capitale dans la vie économique d'un pays.

Il est facile de demander trop ou trop peu à une banque centrale. Il y a ceux qui pensent que le facteur monétaire a une importance telle que tous les autres facteurs vont se remettre en place et toute l'économie marcher sans heurts, pourvu que, seulement, la banque centrale fournisse la quantité de monnaie voulue, au taux voulu et au moment voulu. D'autres personnes vont à l'extrême opposé et ne considèrent la banque centrale que comme la cinquième roue du coche (encore que la cinquième roue d'une auto soit incontestablement utile). Aucune de ces vues extrêmes n'est exacte, à mon avis. Il faut se rappeler également que certains des actes les plus utiles d'une banque centrale peuvent passer inaperçus ou ne pas pouvoir être connus; en réalité, le degré auquel des actes bienfaisants sont bienfaisants échappe nécessairement à la connaissance de la banque centrale elle-même. On peut imaginer—surtout si les théoriciens monétaires ont raison—qu'une ère de prospérité ne soit pas suivie de sa dépression cyclique habituelle parce que celle-ci aura été prévenue et empêchée par une intervention assez radicale d'une banque centrale, avant la hausse. Mais ni la banque ni personne ne saura jamais à quoi le pays aura échappé. Les banques cen-

BANQUE DU CANADA

trales pourraient prétendre avoir rendu beaucoup de services de cet ordre dans le passé; mais c'est de ne pas agir à temps qui attire naturellement l'attention, et avec raison.

Je ne veux pas terminer ces remarques sans faire allusion au travail du personnel au cours de l'an dernier. Notre période d'organisation a duré moins de quatre mois, et dans ce court espace de temps, il fallait nous préparer à jouer le rôle d'une banque centrale parfaitement outillée. Cette tâche a pu être menée à bien grâce au déploiement de beaucoup d'initiative individuelle et au mépris volontaire des heures normales de travail. Le 11 mars, au moment de commencer les opérations, notre personnel s'est trouvé accru des fonctionnaires qui nous venaient du Service civil, et qui participèrent pleinement à l'effort astreignant de nos débuts. Je me sens profondément obligé envers mes collègues immédiats et l'ensemble du personnel de leur concours énergique et intelligent au cours des douze derniers mois.