



*Bank of Canada*  
111

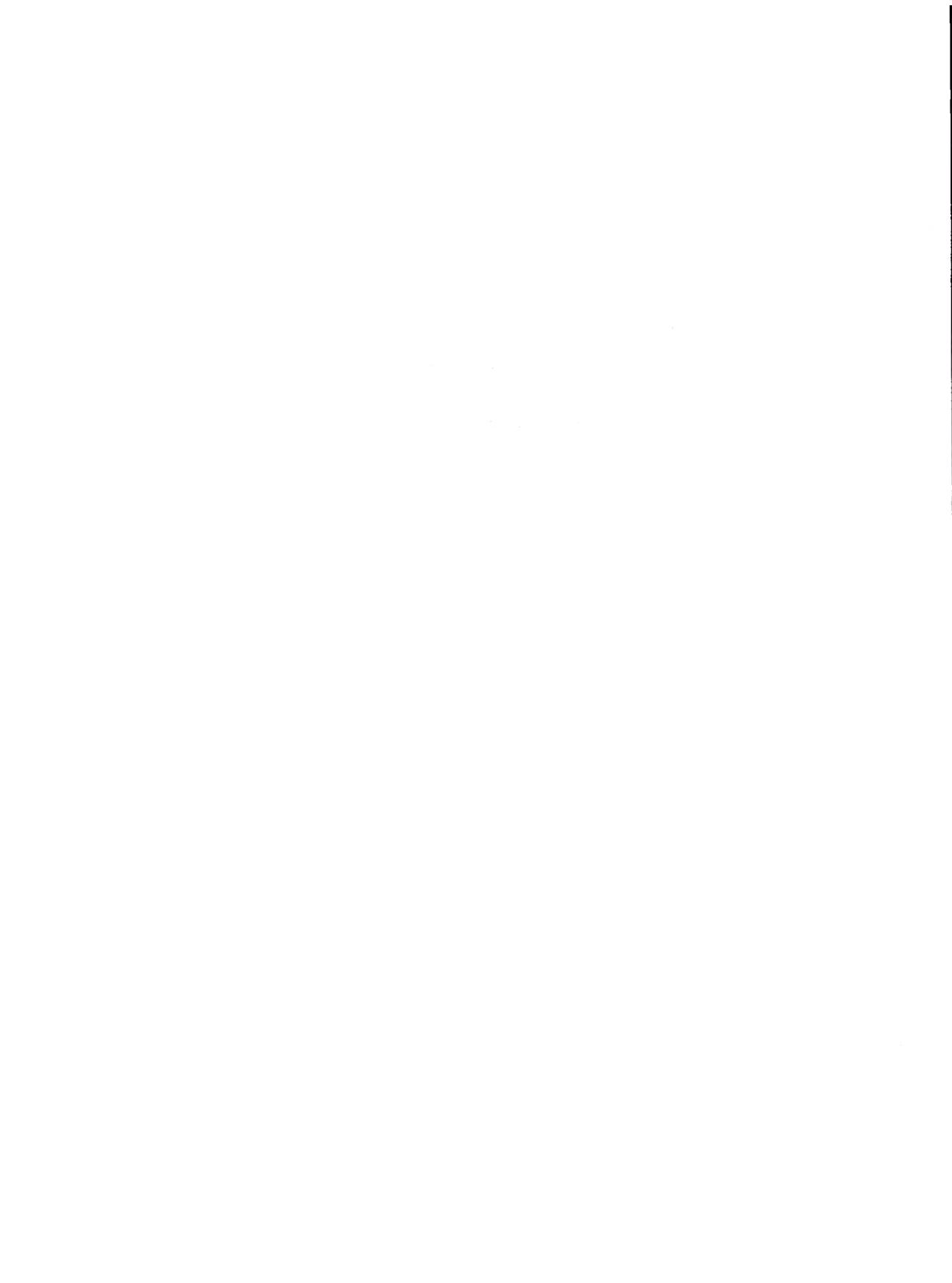
# **BANQUE DU CANADA**

**RAPPORT ANNUEL  
DU GOUVERNEUR AU  
MINISTRE DES FINANCES**

**ET RELEVÉ DES COMPTES**

**POUR L'ANNÉE *1966***

**HG  
2706  
.A12  
1966**



BANQUE DU CANADA *Ottawa 4*

le 28 février 1967

L'honorable Mitchell Sharp, c. p.  
Ministre des Finances  
Ottawa, Ontario

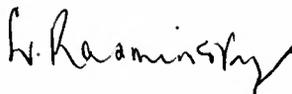
Monsieur le ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous transmettre ci-joint mon rapport pour l'année 1966, ainsi qu'un état - signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts - des comptes de la Banque pour l'exercice terminé le 31 décembre dernier.

Pour souligner le Centenaire de la Confédération, j'ai fait inclure dans ce rapport une section spéciale de reproductions en couleurs de quelques spécimens de monnaies en usage avant la Confédération, puisés dans la collection numismatique de la Banque.

Veillez agréer, monsieur le ministre, l'expression de mes sentiments distingués.

Le gouverneur,







## LA MONNAIE AU CANADA AVANT LA CONFÉDÉRATION



Le centenaire de la Confédération nous fournit l'occasion de rappeler que l'origine de la monnaie canadienne remonte à près de trois siècles. Nous reproduisons ci-dessus et sur les pages suivantes quelques spécimens d'anciennes pièces, tirés de la collection numismatique de la Banque du Canada.

La monnaie de carte illustrée sur cette page a une histoire particulièrement intéressante. Au début de la Nouvelle-France, les autorités métropolitaines expédiaient chaque printemps, sur le premier navire à destination de la colonie, une quantité de numéraire destiné à la solde des militaires et à l'achat des fourrures et des autres matières premières. Lorsque le navire rentrait en France à l'automne, il rapportait une forte partie de ce numéraire pour payer les impôts et acheter les marchandises dont la colonie aurait besoin l'année suivante. Il en résultait chaque hiver une rareté de pièces métalliques qui donnait lieu à des ennuis considérables. Après plusieurs années, soit en 1685, l'intendant Jacques de Meulles prit la décision d'émettre provisoirement une monnaie de papier. Comme on ne possédait ni presses à imprimer ni papier approprié, les billets furent rédigés à la main au dos de cartes à jouer. Tous ces billets furent remboursés intégralement à la fin de l'année. D'autres billets furent émis par la suite et on continua d'utiliser des cartes à jouer pour les quatre émissions suivantes. Les porteurs qui conservaient ces billets après la date prévue pour leur rachat devenaient passibles de la peine de mort, ce qui explique probablement qu'aucun spécimen de cette monnaie de carte ne soit parvenu jusqu'à nous. Pour les émissions subséquentes, on se servit de cartons blancs ordinaires; on trouve aujourd'hui quelques-uns de ces billets dans des collections de musées. Le billet reproduit ci-dessus—libellé sur un simple carton blanc—a été émis en 1735.

~~A~~  
= 3. = COLONIES 1758

Dépenses générales.

N<sup>o</sup>. 13736.

**I**L sera tenu compte par le Roi,  
au mois d'octobre prochain, de la  
somme de trois livres

valeur en la soumission du Trésorier,  
restée au bureau du contrôle.

A Québec, le 7<sup>e</sup> May 1758

*[Signature]*

A la monnaie de carte vinrent s'ajouter les "ordonnances" ou bons de caisse émis par le gouverneur de Québec. Après le traité de Paris, en 1763, on ne racheta ni la monnaie de carte ni les ordonnances alors en circulation, ce qui contribua largement à créer, à l'égard de la monnaie de papier, une certaine défiance qui dura plusieurs années.



15 sols  
1670



5 sols  
1670

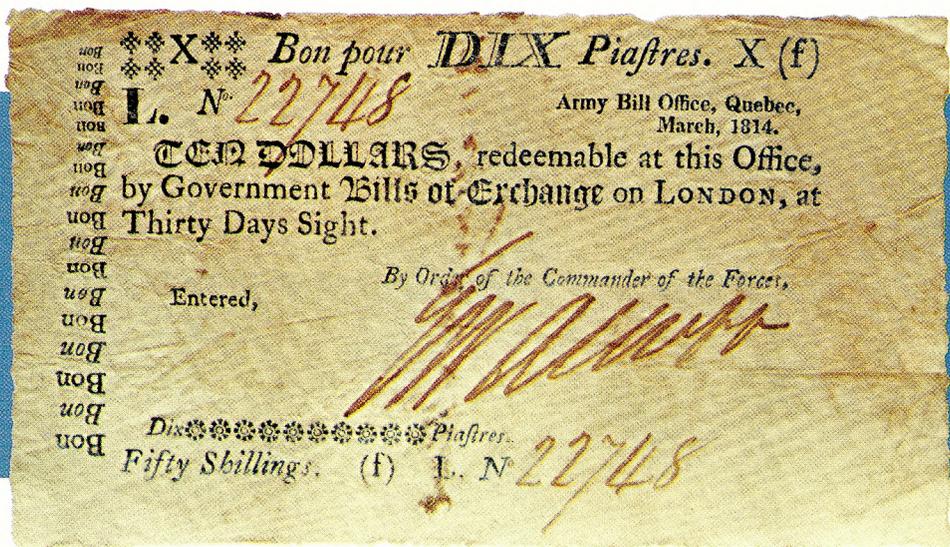


9 deniers  
1721



Marque en billon  
1744

Pendant une soixantaine d'années après la fondation de Québec, les habitants de la Nouvelle-France utilisèrent des pièces de monnaie françaises ordinaires. En 1670, Louis XIV fit frapper les premières pièces expressément destinées à circuler au Canada. Il s'agissait de pièces d'argent de 5 sols et de 15 sols. En 1721, on frappa des pièces de cuivre spécialement pour les colonies et, en 1738, on introduisit en Nouvelle-France de petites pièces de billon, c'est-à-dire d'un alliage de cuivre et d'argent.



Le financement de la guerre de 1812-1814 fut assuré par le Quartier Général de l'armée anglaise à Québec au moyen de "bons de l'Armée". Ces bons furent remboursés intégralement à la fin des hostilités, ce qui contribua à rétablir la confiance dans la monnaie de papier et facilita l'établissement des premières banques canadiennes quelques années plus tard.



*City Bank  
penny, 1837*



*Banque de Montréal  
½ penny, 1844*



*Banque de Québec  
penny, 1852*



*Banque du Haut-Canada  
½ penny, 1857*

De 1763 à 1867, pratiquement aucun effort ne fut tenté pour doter d'une monnaie métallique officielle les colonies britanniques de l'Amérique du Nord qui forment aujourd'hui le Canada. Durant la première moitié du 19<sup>e</sup> siècle, la menue monnaie était extrêmement rare et les banques suivantes furent autorisées à émettre des jetons d'un sou ou de deux sous: dans le Bas-Canada, la Banque de Montréal, la Banque de Québec, la City Bank et la Banque du Peuple; dans la partie du pays qui est devenue depuis l'Ontario, la Banque du Haut-Canada.



*J. Shaw & Co.  
Québec*



*Lesslie & Sons  
2 pence, 1822*



*H. Gagnon & Cie  
Saint-Roch, Québec*



*T. S. Brown & Co.  
Montréal*

Dans le Haut comme dans le Bas-Canada, quelques marchands é mirent aussi des jetons destinés à servir de monnaie d'appoint. Il arrivait souvent que ces jetons étaient plus légers que ceux des banques. Il s'agissait, dans la grande majorité des cas, de jetons d'un sou ou de deux sous, mais la maison Lesslie & Sons mit en circulation des jetons de deux pence, les seules pièces de ce montant jamais émises au Canada.





*Nouvelle-Écosse  
penny, 1824*

*Nouveau-Brunswick  
penny, 1843*

*Île-du-Prince-Édouard  
1 cent, 1857*

*Rutherford Bros.  
Havre-de-Grâce, Terre-Neuve*

Dans les provinces atlantiques, la rareté des pièces de monnaie amena plusieurs marchands à émettre des jetons. Entre 1830 et 1860, les gouvernements de la Nouvelle-Écosse et du Nouveau-Brunswick émirent aussi des jetons d'un sou et de deux sous. L'Île-du-Prince-Édouard, pour sa part, importa des jetons très légers, portant des mots d'ordre patriotiques comme, par exemple: "Success to the Fisheries" (Développons la pêche maritime) ou "Speed the Plough" (Intensifions le labourage). Les marchands de Terre-Neuve émirent aussi des jetons durant cette même période.



*Dollar troué de l'Île-du-Prince-Édouard*

Le dollar espagnol circulait couramment dans l'Île-du-Prince-Édouard. Comme le cours de ces pièces était plus élevé à Halifax qu'à Charlottetown, les insulaires avaient tendance à les exporter. Dans le but de corriger cette situation, le gouverneur Smith fit enlever un disque au centre d'un millier de ces pièces, ce qui les rendait inacceptables ailleurs que dans l'île. La couronne circulaire était évaluée à 5 shillings, et le disque à 1 shilling.



*Milice de Montréal  
Bouton aplati*

*Cie de la Baie d'Hudson  
1 peau de castor 1<sup>re</sup> qualité*

*Colombie-Britannique  
\$20 en or, 1862*

*Prov. du Canada  
20 cents, 1858*

Il arriva parfois que la monnaie étrangère et les jetons des banques et des marchands étaient si rares qu'on utilisait presque tous les objets ronds en métal comme monnaie d'appoint. Des personnes ingénieuses allèrent même, à titre d'expédient, jusqu'à aplatir des boutons d'uniformes militaires, après en avoir enlevé la tige; elles les mettaient alors en circulation et on les acceptait couramment comme des sous.

La Compagnie de la Baie d'Hudson et la Compagnie du Nord-Ouest émirent des jetons pour les besoins de leurs postes de commerce dans le grand nord et dans l'extrême ouest. L'unité de compte était une peau de castor de toute première qualité et les autres fourrures et marchandises étaient évaluées sur la base de cet étalon.

La découverte d'or en Colombie-Britannique amena le gouverneur Douglas à ouvrir à New-Westminster en 1862 une monnaie pour la frappe de pièces d'or de \$10 et de \$20. Ce projet ne reçut pas l'approbation des autorités impériales, cependant, et on dut l'abandonner; quelques pièces seulement avaient été frappées. La pièce illustrée ci-dessus est une reproduction d'une pièce originale conservée au musée de la Monnaie Royale à Londres.

En 1858, la province du Canada abandonna le système de la livre pour une monnaie décimale et émit pour la première fois des pièces de 1 cent, 5 cents, 10 cents et 20 cents. En 1870, lorsqu'on frappa les premières pièces pour le Dominion du Canada, on remplaça la pièce de 20 cents par celle de 25 cents et on ajouta une nouvelle pièce de 50 cents.

Durant le 19<sup>e</sup> siècle, une centaine de banques émirent des billets au Canada. Après la Confédération, plusieurs banques disparurent, par voie d'absorption ou de fusion, ce qui contribua à réduire la trop grande variété de billets en circulation. Depuis 1949, les banques ne sont plus habilitées à mettre leurs billets en circulation et seule la Banque du Canada, créée en 1934, est autorisée à émettre de la monnaie de papier. Aujourd'hui, 100 ans après la Confédération, les Canadiens n'utilisent pour leurs affaires qu'un seul type de monnaie métallique et un seul type de monnaie de papier.



*Les pièces de monnaie du Centenaire—1967*

# **BANQUE DU CANADA**

## **Rapport du Gouverneur – 1966**

Traits saillants de l'année	Page 3
La politique monétaire	4
La position financière externe du Canada	7
Face à l'inflation	8
Le système monétaire international	12
La conjoncture économique internationale	16
La conjoncture économique au Canada	25
Évolution des marchés financiers au Canada	43
Annexes	66



## Traits saillants de l'année

Le Canada a connu en 1966 une autre année de prospérité. La situation économique extérieure, dans l'ensemble, est demeurée favorable et la production nationale s'est de nouveau inscrite en hausse de plus de 6% en volume. Nous avons encore profité d'une abondante récolte de blé et les progrès marqués par la production non agricole ont été appréciables. Le niveau de l'emploi en 1966 fait apparaître une progression de 4%, en moyenne, par rapport à 1965 et le chômage atteignit son plus bas niveau depuis 1956, soit 3.6%. Au cours de l'année, on a pu noter avec satisfaction un relâchement des tensions intenses que la demande exerçait sur nos ressources, bien qu'un climat de haute activité ait continué de prévaloir.

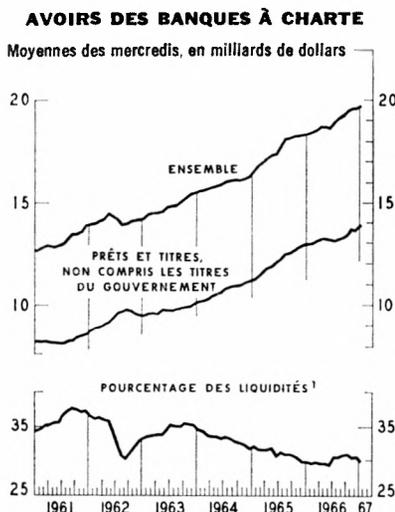
Durant les derniers mois de l'année, la production intérieure en volume s'inscrivait en hausse de 40% sur celle de la période correspondante de 1960, c'est-à-dire juste avant la naissance du courant d'expansion actuel; dans l'intervalle, notre consommation de biens et de services s'était accrue du tiers. Compte tenu d'un accroissement de population de 11%, les progrès accomplis en un si court laps de temps sont très impressionnants. Tout au cours de ces années, non seulement avons-nous sensiblement développé le potentiel de nos usines, mais nous avons augmenté notre capital social sous forme d'universités, d'écoles et d'hôpitaux. Nos programmes destinés à rehausser le niveau général de l'instruction, à accroître la portée de nos moyens dans le domaine de la formation technique, à favoriser la mobilité de la main-d'oeuvre et à promouvoir la recherche au sein de l'industrie ont donné des résultats, difficiles à quantifier sans doute, mais d'un intérêt réel. Tout cela facilitera la réalisation de progrès encore plus marqués dans l'avenir.

Toutefois, ces progrès impressionnants ont coïncidé, au cours des deux dernières années, avec des transformations dans les domaines de la productivité, des coûts et des prix, qui, considérées globalement, sont de nature à inquiéter. Sous l'effet d'une demande génératrice de fortes pressions dans la dernière partie de 1965, le marché du travail a été soumis à de très fortes tensions et des hausses de salaires sont intervenues à un rythme accéléré. La progression des salaires l'an dernier se situe très au-delà des taux que pouvait retenir toute hypothèse raisonnable de croissance annuelle moyenne de la production par travailleur dans l'économie, et surtout va bien au-delà des gains plutôt médiocres que, d'après les données statistiques disponibles, la productivité non agricole aurait réalisés en

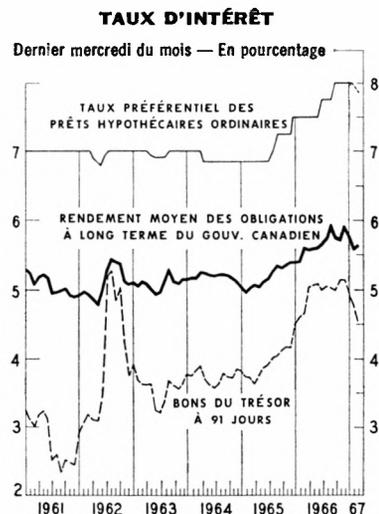
1966. En dépit d'une compression sensible des marges bénéficiaires des sociétés dans le courant de 1966, l'économie canadienne a connu les poussées de prix les plus fortes depuis le milieu des années cinquante. L'indice des prix P.N.B., qui est le baromètre le plus universel de la variation des prix, a enregistré une avance de plus de 4%; de leur côté, les prix à la consommation en fin d'année 1966 s'inscrivaient en hausse de 3½% par rapport à la période correspondante de 1965. A côté des États-Unis, le Canada a connu en 1966 une progression plus rapide des coûts et une plus faible amélioration de la productivité. Des tendances divergentes, comme celles qu'il nous a été donné d'observer récemment, dans l'évolution des coûts et de la productivité, ne sauraient persister longtemps sans nuire sérieusement à notre économie et, en particulier, à ses chances de soutenir la concurrence internationale. Dans ce cas, nous aurions à surmonter de sérieux obstacles pour maintenir la croissance de la production et de l'emploi à la vive allure des dernières années.

J'aurai à revenir plus loin sur quelques-unes des complications créées par la tenue de nos coûts et de nos prix—après avoir esquissé dans ses grandes lignes la politique monétaire de la Banque et la position financière externe du Canada au cours de l'année.

**LA POLITIQUE MONÉTAIRE.** Dans les premières années de l'expansion économique actuelle, alors que le chômage était encore élevé et que la capacité utilisée au sein de l'industrie se situait largement en deçà du potentiel, la politique monétaire de la Banque visait à permettre de satisfaire, sans resserrement du marché, une demande croissante des crédits. Il était à prévoir, toutefois, que,



Données corrigées des variations saisonnières.  
1. Rapport des avoirs liquides à l'ensemble des principaux postes de l'actif.



la marge inemployée de nos ressources s'amenuisant de plus en plus, viendrait un jour où il faudrait donner un ton moins expansionniste à la politique monétaire, de façon à modérer l'allure de la demande. Dès 1964, la Banque prit des dispositions en ce sens et les opérations affectant les réserves-encaisse des banques à charte furent conduites de telle façon qu'il s'ensuivit un abaissement de la liquidité des banques. Vers le printemps 1965, le courant d'expansion nous entraînait rapidement vers une pleine utilisation de notre potentiel et la politique de la Banque visait à laisser le marché du crédit se resserrer sous l'empire des très fortes demandes de concours.

Au cours des derniers mois de 1965 et des quelques mois suivants, la pression exercée sur l'économie par la demande était devenue particulièrement intense et le marché du crédit s'était progressivement resserré. Le taux d'escompte de la Banque, qui avait été majoré en décembre 1965, fut rehaussé le 11 mars 1966. Comme je l'ai précisé à cette occasion, "cette décision reflétait l'opinion de la Banque, à savoir que, dans la conjoncture actuelle de l'économie, il était désirable que le taux de croissance de la demande globale soit soumis à une certaine modération". Au cours des six premiers mois de 1966, le rythme de progression des prêts bancaires et de la masse monétaire s'est infléchi de façon très sensible; la liquidité des banques à charte a marqué un autre recul et les taux d'intérêt ont continué d'évoluer à la hausse.

Au cours de l'été 1966 est intervenue une hausse très marquée des taux d'intérêt aux États-Unis; la Banque ne pouvait manquer de se préoccuper du degré des tensions qui se développaient sur les marchés financiers. Des signes de plus en plus nombreux indiquaient que le taux de progression de la demande globale au Canada n'était plus au rythme, d'ailleurs insoutenable, des derniers mois de 1965 et des premiers mois de 1966. A l'influence modératrice de la politique monétaire vinrent s'ajouter de nouvelles dispositions fiscales, proposées par le gouvernement dans le budget de mars 1966. La tenue de nos coûts demeurait, cependant, génératrice de tensions, alors que l'augmentation rapide des dépenses militaires continuait de stimuler l'activité économique aux États-Unis. La Banque dut, au surplus, se préoccuper de maintenir des conditions de crédit susceptibles de favoriser un mouvement approprié de capitaux vers le Canada. Compte tenu de tous ces facteurs, la Banque estima que la politique appropriée dans les circonstances était d'offrir une résistance ferme à un nouveau resserrement du crédit, sans aller toutefois jusqu'à vouloir prévenir tout mouvement de hausse des taux d'intérêt. Ce choix entraîna un certain assouplissement de la politique d'encadrement étroit que la banque centrale pratiquait à l'endroit du système bancaire.

La nouvelle orientation impartie à la politique monétaire vers le milieu de l'année s'est nettement reflétée dans l'évolution de la masse monétaire et des actifs bancaires. Le total des dépôts bancaires et de la monnaie en circulation hors banques, qui avait progressé à un taux annuel de 3% au cours du premier

semestre 1966, s'est accru de 10% au semestre suivant. Les prêts généraux des banques à charte ont connu un développement à peu près analogue: leur taux annuel de progression, qui avait atteint près de 16% en 1964 et en 1965, a été de 5% au premier semestre 1966, mais est monté à 9% au second semestre. Dans le contexte de la politique suivie par la Banque, l'accélération du rythme de progression des prêts bancaires, au cours du second semestre ne s'est pas traduite par une baisse de la liquidité globale des banques; au contraire, le coefficient de liquidité—c'est-à-dire la somme des encaisses, des titres du gouvernement et autres avoirs liquides, exprimée en fraction de l'actif total—a dépassé de façon appréciable le bas niveau enregistré au deuxième trimestre.

La Banque a marqué son souci de résister à un resserrement exagéré du crédit au second semestre, non seulement par ses politiques relatives aux encaisses et au développement des actifs bancaires, mais encore, de temps à autre, par des opérations de soutien direct des cours sur le marché obligataire. Certains aspects des opérations de la Banque, lesquelles ont été dans une assez large mesure influencées par les fluctuations inusitées des taux d'intérêt aux États-Unis, sont présentés dans une autre section du rapport. Bien que la banque centrale se soit opposée à un resserrement extrême du crédit, les taux d'intérêt ont atteint des niveaux très élevés. A leur apogée, les taux de rendement des obligations à long terme du gouvernement étaient voisins de 6%, et les taux préférentiels dans le cas des prêts hypothécaires ordinaires à la construction domiciliaire avaient atteint 8%.

Quoique le dernier trimestre 1966 ait connu une activité économique plus intense que les six mois précédents, il semblait peu probable que réapparaissent à brève échéance des pressions intenses du côté de la demande. On pouvait, en outre, reconnaître à certains signes que l'opinion publique admettait plus facilement la nécessité de rechercher dans l'action conjuguée des politiques fiscale et monétaire les moyens de freinage jugés nécessaires pour l'économie. Les opérations de la Banque furent conduites de telle manière cependant que l'actif des banques à charte a pu se développer considérablement; le marché du crédit a, d'ailleurs, connu une détente dans les derniers mois de 1966 et au début de 1967. Le taux de l'escompte a été ramené de 5¼ à 5% le 30 janvier; j'ai précisé, à cette occasion, que: "cette réduction indiquait que, de l'avis de la Banque, la détente du crédit réalisée récemment répondait aux besoins de la conjoncture canadienne et à notre position financière externe". Cette évolution du climat général du crédit au Canada a certes été facilitée par des tendances analogues qui se manifestaient en même temps aux États-Unis et dans d'autres pays industriels importants.

Si l'on opère un retour sur les années 1965 et 1966, on constate que l'effort entrepris pour alléger les pressions excessives de la demande sur nos ressources et préserver notre position financière externe a donné lieu à un resserrement très poussé du crédit. En raison des incidences inégales d'une telle conjoncture

du crédit sur les diverses régions et sur les différents secteurs de l'économie, à cause aussi de leurs effets sensibles de freinage sur la construction domiciliaire et de leurs implications pour les établissements financiers, j'estime qu'il n'aurait pas été souhaitable, voire possible, dans les circonstances, de pousser plus loin le recours à la politique monétaire. Pour les mêmes raisons, d'ailleurs, j'ai accueilli avec satisfaction l'occasion de favoriser une certaine détente du crédit au cours des derniers mois.

**LA POSITION FINANCIÈRE EXTERNE DU CANADA.** Par comparaison aux dernières années, 1966 a été une année exempte de graves difficultés en ce qui a trait à notre position financière externe. L'annonce par les États-Unis, en fin d'année 1965, de leur intention de renforcer les directives concernant leur balance des paiements provoqua beaucoup de soucis au Canada, mais, de fait, la mise en pratique de ces directives n'a causé par la suite aucun nouveau problème en matière de change. L'investissement direct nous a valu de plus fortes entrées de capitaux; les emprunteurs canadiens ont continué d'avoir libre accès au marché américain pour y contracter de nouveaux emprunts, exonérés de l'impôt de péréquation des taux d'intérêt. En revanche, les Canadiens se sont portés acquéreurs d'un volume considérable d'actions de sociétés américaines et les placements à court terme à l'étranger par l'entremise des banques ont été considérables.

Aux termes de l'accord qui réserve à nos émissions de nouveaux titres le libre accès au marché américain, le Canada s'est engagé à abaisser le niveau cible de ses réserves officielles. Dans le courant de l'année, le gouvernement a procédé au rachat d'environ 150 millions de dollars de ses propres titres libellés en dollars É.-U., et s'est porté acquéreur d'un montant de 25 millions d'obligations, libellées dans la même monnaie, de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement. Le rapatriement de titres détenus dans des portefeuilles étrangers constitue une technique commode pour comprimer nos réserves et a introduit un facteur appréciable de souplesse dans la mise en oeuvre de la politique monétaire au cours des six premiers mois de l'année. Bien avant la fin de 1966, nos réserves de change avaient été ramenées au niveau cible convenu, sous réserve bien entendu des fluctuations susceptibles d'intervenir par la suite d'un mois à l'autre. Au total, nos réserves—compte tenu de notre position créditrice nette au F.M.I.—ont baissé de 2,880 à 2,500 millions de dollars É.-U. Le Fonds des changes a vendu aux États-Unis de l'or pour une valeur de 200 millions de dollars É.-U. et le produit de la vente a servi à l'achat de titres du gouvernement américain productifs d'intérêt.

Le déficit de la balance courante s'est amélioré de cent millions de dollars en 1966 et s'est chiffré à un peu moins d'un milliard. Dans le climat de haute conjoncture qui a caractérisé l'année, toute compression de notre déficit est une cause de satisfaction, mais il faut souligner que la diminution observée pro-

vient intégralement de l'augmentation de nos ventes de blé et de l'Accord canado-américain concernant les produits automobiles qui a, de son côté, contribué à l'amélioration du déficit de notre commerce à ce poste particulier. Pour ce qui est des autres biens et des invisibles, notre déficit s'est aggravé de façon appréciable en 1966.

La Banque du Canada a continué de participer à des accords collectifs comportant des facilités de crédits à court terme entre banques centrales. A la fin de l'année, nous étions partie à trois de ces accords. L'un d'eux, qui porte sur la livre sterling, et dont les opérations sont effectuées par l'entremise de la Banque des Règlements Internationaux, prévoit un soutien temporaire à la Banque d'Angleterre contre l'incidence, sur les réserves britanniques d'or et de dollars, de baisses des avoirs-sterling des non-résidents. A ce niveau, la Banque du Canada s'est engagée à concurrence de 60 millions de dollars É.-U., utilisables selon les besoins. Le deuxième arrangement consiste en une formule plus générale de collaboration entre un certain nombre de banques centrales, en vue de fournir des appuis temporaires à la Banque d'Angleterre et, à ce niveau, la Banque du Canada a pris l'engagement de mettre, au besoin, à la disposition de la Banque d'Angleterre jusqu'à 50 millions de dollars É.-U. Le troisième arrangement fait partie d'un réseau de facilités réciproques de crédits à court terme entre le Federal Reserve System et un groupe de banques centrales. Ce dispositif a été inauguré en 1962, et nous y avons eu temporairement recours cette année-là, pendant la crise canadienne du change, jusqu'à concurrence de notre participation maximum, qui était alors de 250 millions de dollars É.-U. Depuis, ce réseau a été considérablement élargi et, dans le cadre d'une révision générale en 1966, le montant des crédits réciproques entre le Federal Reserve System et la Banque du Canada a été porté à 500 millions de dollars É.-U.

A la lumière de l'expérience, je crois que ces ententes entre banques centrales ont contribué remarquablement à la vigueur et à la souplesse de fonctionnement du système monétaire international.

**FACE À L'INFLATION.** Comme je le mentionnais au tout début de mon rapport, la tenue de nos coûts et de nos prix dans le climat de haute conjoncture des deux dernières années est certes de nature à inquiéter. En plus des autres raisons qui motivent notre crainte de l'inflation, il nous faut, sur le plan pratique, réussir au moins aussi bien que les États-Unis à obtenir une évolution favorable de nos coûts et de nos prix si nous voulons nous épargner de graves problèmes. Or, sous ce rapport, nous n'avons pas trop bien réussi récemment.

Il me paraît clair qu'il nous est souvent arrivé au cours des deux dernières années, de surcharger l'économie. Alors que nous nous approchions du plein emploi de nos ressources productives, la progression de la demande est demeurée trop rapide pour qu'il fût possible à l'expansion de se poursuivre sans hausses

importantes de coûts et de prix. Une détente est intervenue depuis, mais le mouvement déjà amorcé vers la hausse des coûts et des prix continue à se propager à travers l'économie.

Le fait d'avoir sous-évalué la vigueur de l'expansion économique en Amérique du Nord a contribué à la surchauffe de l'économie. Cela tient en partie au fait qu'il était pratiquement impossible de prévoir le degré d'intensification du conflit vietnamien et ses conséquences pour l'économie américaine. Il est admis que la prévision économique est toujours un art difficile et imprécis. Pour établir de meilleures prévisions, il nous faudrait au départ des données statistiques plus précises et plus à jour et des renseignements qui éclaireraient davantage l'avenir au sujet des intentions de dépenses. Peu de projets pourraient offrir d'aussi belles perspectives de rendement qu'un investissement considérable de la part des gouvernements et des entreprises, dont le but serait de fournir des renseignements plus adéquats.

Une plus juste appréciation, en temps opportun, de la force de l'expansion aurait presque certainement conduit plus tôt à réorienter l'action conjuguée des politiques fiscale et monétaire vers un apaisement de la demande. Quant à savoir si cela aurait aussi inspiré une combinaison différente et plus efficace des mesures fiscales et monétaires, c'est sans doute une question tout à fait pertinente mais que je n'ai pas l'intention de traiter ici. Quoiqu'il en soit, il eût fallu infléchir un peu le taux de progression de la demande durant les derniers mois de 1965 et le premier semestre 1966, pour prévenir la poussée subséquente des coûts et des prix.

L'expérience canadienne des six dernières années vient confirmer à nouveau la relation qui existe entre l'intensité des pressions exercées sur la capacité de production de l'économie, d'une part, et la tenue des coûts et des prix, d'autre part. Dans la première phase de l'expansion actuelle le chômage était considérable; tant que la marge inemployée des ressources demeurait importante, nos prix et nos coûts, dans l'ensemble, ont évolué de manière assez favorable et même avantageusement par comparaison à d'autres pays, en dépit de la dévaluation de notre dollar. Ce n'est qu'à la fin de 1963 que le chômage est descendu à moins de 5%, atteignant tard en 1964 un taux d'environ 4½%. Il a baissé, cependant, bien au-dessous de 4% au second semestre 1965 et, pour les douze mois compris entre juillet 1965 et juin 1966, la moyenne fut de 3½%; les tensions sur le marché du travail durant cette période se sont reflétées aussi dans le rythme très élevé de l'embauchage et dans une pénurie d'ouvriers qualifiés. Il est vrai que le chômage a conservé un niveau plutôt élevé dans certaines régions du pays; dans les faits, cependant, on pourrait difficilement y voir un contrepoids efficace aux tensions qui prévalaient partout ailleurs: ce sous-emploi soulignait, au contraire, l'ampleur des problèmes dont la solution appelle des politiques particulières visant telles régions ou telles localités. En 1965 et en 1966, alors que la marge inemployée de nos ressources s'amenuisait, la tenue de

nos prix et de nos coûts se détériorait. Sans doute certains facteurs particuliers ont-ils joué: par exemple, ceux qui furent à l'origine de la forte poussée des prix des produits alimentaires. Le problème s'aggravait aussi du fait que la demande n'exerçait pas uniformément ses pressions sur les divers secteurs de l'économie; les pressions ont été particulièrement déterminantes dans l'industrie de la construction. Mais si grande qu'ait pu être l'incidence de ces facteurs spéciaux, il n'en reste pas moins que les exigences de la demande globale étaient excessives en regard de nos possibilités d'amener l'économie à les satisfaire dans le cadre d'une stabilité raisonnable des coûts et des prix.

Le maintien de coûts et de prix relativement stables dépend aussi d'un climat approprié de concurrence sur les marchés. Mais la concurrence ne saurait être suffisamment vive lorsque l'économie en est rendue à la limite de sa capacité normale de fonctionnement. Si l'on tient compte que des goulots d'étranglement ont pu être observés bien avant que ne soient épuisées les possibilités de l'économie et qu'il existe, au surplus, des groupes bien placés pour exercer un pouvoir de marchandage d'une portée extraordinaire, on verra dans toute sa complexité le problème du maintien d'une évolution relativement stable des coûts et des prix.

Tous les pays qui ont essayé, à un moment ou à un autre, de faire fonctionner une économie de marché à plein régime ont connu le même problème: il est difficile de porter la production à des niveaux supérieurs à ceux que le jeu effectif des forces déterminantes des revenus permet d'atteindre sans compromettre une stabilité raisonnable des coûts et des prix. Aussi faut-il malheureusement avouer qu'aucun pays n'a jusqu'ici trouvé à ce problème une solution tout à fait acceptable. Mais on ne saurait pour autant éluder la difficulté.

Je crois que la très grande majorité des Canadiens rejette l'idée qu'il soit possible ou nécessaire d'accepter l'inflation pour atteindre un niveau élevé de production; divers indices l'ont confirmé l'an dernier. Pour ma part, je crois que cette voie nous est interdite. Je sais qu'au cours des dernières années, les hausses de prix ont en général coïncidé avec de bas niveaux de chômage. Je pense, cependant, qu'il serait erroné d'en déduire que si seulement nous étions moins intransigeants sur les normes acceptables en matière d'inflation, il deviendrait alors plus facile de maintenir le chômage à un bas niveau sur une longue période. Si nous nous engageons dans cette voie, le public ne tarderait pas à se rendre compte des conséquences et, pour se protéger contre la perspective officiellement admise d'une dégradation continue et rapide de la monnaie, il réagirait par tous les moyens d'action économique ou politique dont il disposerait. D'ailleurs, il deviendrait bientôt plus difficile de contenir la progression des prix en deçà d'une limite fixée à de hauts niveaux qu'il ne l'est aujourd'hui de la maintenir à une échelle plus basse. Les mêmes politiques de freinage finiraient par s'imposer. En termes d'emploi ou de production nous n'aurions marqué aucun progrès; l'effort d'acclimatation à l'inflation aurait été vain et la détériora-

tion de notre position concurrentielle internationale aurait sans cesse mis en péril nos chances de connaître un développement économique soutenu.

Il y aurait moyen de prévenir l'inflation des coûts et des prix en ramenant à de plus modestes proportions les objectifs d'emploi et de production que nous poursuivons. Cela comporterait un sous-emploi des ressources suffisant pour contenir les tensions de coûts et de prix en deçà du point où les hausses auraient tendance à se généraliser. Toutefois, nous risquerions que s'ensuive une sous-utilisation de notre capacité qui dépasserait de beaucoup ce que la plupart d'entre nous serions prêts à tolérer.

J'espère que nous pourrons faire mieux que cela: que nous pourrons trouver le moyen de laisser l'économie donner sa pleine mesure tout en maintenant des prix stables, grâce, à la fois, à une meilleure maîtrise de la demande, à des actions plus efficaces sur l'offre en vue d'améliorer le rendement et la productivité de l'économie et à un comportement plus favorable des forces déterminantes des revenus au sein de notre société. Sous ce dernier rapport, évidemment, il faut au moins que le public ait une idée plus juste, non seulement de la nature des avantages que nous pouvons réellement tirer de l'économie en améliorant la production, mais encore des sérieuses difficultés auxquelles nous serions exposés si nous ne parvenions pas à soutenir la concurrence des économies des autres pays. Des discussions récentes ont mis en relief les problèmes sérieux que pose l'établissement de normes en matière de salaires et de prix. Gardons bien à l'esprit, cependant, le fait qu'avec ou sans l'assentiment des pouvoirs publics, des habitudes se créent. Or, il est essentiel que cela ne se fasse pas indépendamment de la réalité. On peut difficilement trouver un quelconque attrait dans des négociations de salaires, souvent pénibles, longues et coûteuses pour tous les intéressés, qui aboutissent à des conventions elles-mêmes sujettes à subir de profondes entailles dans leur portée finale en raison des hausses subséquentes de prix. Le simple bon sens nous dit que le revenu réel de la société se limite forcément aux quantités de biens et de services qu'il est en notre pouvoir de produire. Un hectolitre de vin ne donnera jamais que cent litres.

Il y va suffisamment de l'intérêt de la communauté de maintenir des prix passablement stables et une économie en état d'affronter la concurrence pour que la détermination des prix et des revenus ne soit pas laissée aux seules forces naturelles du marché, mais pour qu'on cherche à lui assurer l'appui d'une opinion publique éclairée. De ce point de vue, les attitudes et les comportements des administrations publiques sont d'un très grand poids, non seulement en raison des dimensions du secteur public et des secteurs de l'économie qui s'y apparentent, mais encore parce qu'on a tendance à suivre les exemples des gouvernements ou même d'autres exemples qu'ils semblent avoir approuvés. Dans le secteur public, il eût été possible, semble-t-il, de procéder à des ajustements de revenus mieux répartis dans le temps et de respecter le principe de l'équité sans courir le risque de provoquer des effets déséquilibrants. En général, le besoin s'impose

d'étudier et de discuter plus à fond les rapports entre les tendances de la productivité et celles des prix et des revenus, afin que le public puisse distinguer avec plus d'objectivité les dangers d'inflation inhérents à certains comportements des prix et des revenus.

**LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL.** Au cours de l'an dernier, les fonctionnaires de la Banque et du ministère des Finances ont continué à participer activement, au sein du Fonds Monétaire International et du Groupe des Dix, à des discussions portant sur les moyens susceptibles d'améliorer le fonctionnement du système monétaire international. Ces discussions ont pour objet la prochaine étape de l'évolution du système. Les grandes étapes de cette évolution, au cours des cinquante dernières années, ont été: le passage de l'étalon-or à l'étalon de change-or, où la livre et le dollar jouent le rôle de monnaies-réserve; la création du Fonds Monétaire International, dans le but de promouvoir la stabilité des taux de change et de faciliter aux pays en difficultés de paiements extérieurs le redressement de leur position dans les meilleures conditions; enfin, le développement au niveau des banques centrales d'une formule de coopération qui s'appuie sur un ensemble important de facilités de crédits à court terme. Aux stades les plus récents de cette évolution, on note plus spécialement la poursuite beaucoup plus intensive de discussions internationales sur les problèmes de paiements propres à chaque pays comme sur le fonctionnement des rouages du système financier international.

Les discussions en cours ont montré qu'on s'entendait sur le besoin d'améliorer le fonctionnement du système monétaire international sous deux rapports. Les pays doivent individuellement consacrer de meilleurs efforts à la recherche et au maintien d'un équilibre approprié entre leurs recettes et leurs paiements extérieurs; il faut, en outre, prévoir des mécanismes plus au point pour assurer un approvisionnement régulier de liquidités internationales, à mesure que se développent le commerce mondial et les paiements internationaux.

Ce sont là, d'ailleurs, différents aspects d'un même problème: celui d'en arriver à un système de paiements internationaux, qui favorise l'expansion harmonieuse du commerce mondial et des mouvements internationaux de capitaux. Pour atteindre ce but, les pays, dans la gestion de leurs affaires, doivent faire en sorte que tout déséquilibre de leur balance des paiements soit maintenu à l'intérieur de limites tolérables, mais au moyen de mesures qui n'entravent pas le commerce mondial ni les mouvements de capitaux. Pour les aider dans cette tâche, il leur faut un volant de réserves internationales ou d'autres sources externes de financement, en volume suffisant pour leur donner le temps d'effectuer le redressement de leurs positions externes, lorsque se manifeste un déséquilibre de la balance des paiements—mais pas au point, cependant, d'encourager la remise à plus tard de mesures nécessaires.

Les problèmes liés à la recherche et au maintien d'un équilibre approprié des comptes extérieurs sont complexes et difficiles à résoudre. Cela tient principalement à ce que les gouvernements estiment, avec raison, que la recherche de l'équilibre externe doit reposer sur des mesures qui ne compromettent pas la réalisation d'autres objectifs de la politique économique interne comme, par exemple, le plein emploi, un taux de croissance acceptable et une stabilité raisonnable des prix. Il est beaucoup plus difficile de mettre au point un ensemble bien agencé de politiques économiques pour atteindre simultanément tous ces objectifs qu'il ne l'est de réaliser l'un ou l'autre de ces objectifs isolément. Dans la pratique, les pays sont souvent portés à considérer comme prioritaires leurs objectifs d'ordre interne et à espérer que leurs comptes extérieurs finiront par s'équilibrer d'eux-mêmes, d'une manière ou d'une autre. S'ils suivent ce penchant, ils risquent de voir leurs positions externes devenir intenable et d'avoir éventuellement à prendre des mesures de redressement si brutales que même la réalisation des objectifs internes s'en trouvera compromise. Dans l'intervalle, le comportement irrégulier de leur économie aura sérieusement compliqué les problèmes économiques des pays avec lesquels ils commercent.

Au mois d'août dernier, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques a publié un rapport, préparé par le Groupe de Travail n° 3 de son Comité des politiques économiques, qui souligne bien toute la complexité des mécanismes d'ajustement de la balance des paiements. Ce document expose les lacunes de toute solution simple ou automatique, et les avantages à tirer d'un meilleur diagnostic des problèmes de balance des paiements et d'une plus grande souplesse dans l'emploi des leviers économiques; il fait surtout ressortir combien il est souhaitable que les autorités nationales reconnaissent d'un commun accord l'importance d'assurer l'équilibre de leurs comptes extérieurs et qu'elles coopèrent entre elles à cette fin.

Nous n'aurons des politiques nationales susceptibles de contribuer à un ajustement, sans heurts, des positions externes des divers pays, que si nous nous assurons au préalable que les arrangements internationaux en matière de liquidités—c'est-à-dire en ce qui concerne le volume des réserves internationales et les facilités de crédits à court terme—fournissent à ces politiques les appuis nécessaires. Dans l'ensemble, l'évolution de ces arrangements depuis la fin de la seconde guerre mondiale a été satisfaisante, quoique des lacunes sérieuses soient apparues au cours des dernières années. Le dollar É.-U. a de plus en plus servi de monnaie de réserve—fort utilement d'ailleurs—mais l'augmentation du volume des dollars américains détenus par des non-résidents reste fonction de l'évolution de la balance des paiements des États-Unis; or, il n'existe aucun moyen de s'assurer que cette évolution s'accordera avec les besoins mondiaux de liquidités internationales. Du reste, on reconnaît généralement—et c'est le cas du gouvernement des États-Unis—que le montant des dollars É.-U. détenus par des non-résidents se situe à peu près au maximum que justifient les circonstances

actuelles. Il ne convient donc pas, semble-t-il, de compter davantage sur le dollar américain pour assurer l'accroissement des réserves officielles que pourrait exiger à l'avenir l'expansion du commerce et des paiements internationaux.

L'or a été et demeure encore la principale composante des réserves internationales. S'il était permis d'envisager, à l'avenir, un accroissement appréciable des stocks d'or détenus par les autorités monétaires nationales, peut-être verrait-on se dissiper la crainte mondiale d'une éventuelle pénurie de liquidités internationales. Il semble, néanmoins, qu'il n'y a aucun espoir de ce côté. L'accroissement annuel, au cours des dernières années, du stock d'or détenu par les autorités monétaires nationales a été relativement faible; de fait, il semble avoir été nul en 1966. Certains sont d'avis que le moyen le plus efficace d'accroître les liquidités internationales serait de réévaluer le stock d'or monétaire par une hausse du prix de l'or, mais la plupart de ceux qu'intéresse la question sont d'avis qu'une telle mesure est à rejeter à cause de ses effets perturbateurs.

Devant tous ces faits, il est devenu évident, depuis quelque temps déjà, que les pays devraient s'entendre sur les moyens de combler les futurs besoins de liquidités internationales. Étant donné qu'il est à peu près certain que des mesures dans ce sens seront tôt ou tard nécessaires, l'absence d'un accord sur la nature des dispositions finales à prendre, après les longs pourparlers intervenus jusqu'ici, est un facteur de malaise sur les marchés financiers. Je crois donc qu'il est extrêmement urgent d'en arriver à un accord international sur cette question.

Les discussions qui se poursuivent actuellement ont révélé, de fait, qu'un large accord existe déjà sur bon nombre de points importants. Moyennant la volonté d'agir, l'accord sur les autres points pourrait devenir une réalité. Les modalités particulières du plan ont une importance secondaire; diverses formules pourraient être envisagées, qui auraient des chances de réussir si elles recevaient l'appui des principales nations commerçantes du monde.

Il existe un fort courant d'opinion, auquel je souscris moi-même, en faveur de la création d'une nouvelle unité de réserve internationale qui aurait pour couverture les monnaies de tous les pays membres du F.M.I. désireux d'y prendre part; l'allocation de ces unités entre les participants se ferait selon l'importance de leur rôle dans l'économie mondiale, importance à déterminer en fonction de critères objectifs comme, par exemple, les quotes-parts au F.M.I. Ces nouvelles unités de réserve, à définir par rapport à l'or, pourraient être créées et distribuées par le F.M.I. ou, de préférence, par un organisme affilié au F.M.I., à un rythme qui, par accord international, semblerait le mieux approprié au cours des années à venir, en vue de suppléer à l'or et aux monnaies-réserve au sein des réserves officielles.

Naturellement, il est indispensable que l'acceptation générale et inconditionnelle de toute nouvelle unité de réserve soit assurée dès le départ. Il y a différentes façons d'y parvenir. A la longue, cependant, l'acceptabilité de tout

nouvel avoir-réserve sera conditionnée par la sagesse des décisions qui auront été prises quant à son volume. La constitution de l'appareil de décision est donc une question très importante. Le processus des délibérations et décisions doit permettre d'éviter les deux extrêmes suivants: la création de liquidités à un rythme injustifié ou par opportunisme, pour ne pas avoir à adopter sur d'autres plans des mesures beaucoup plus efficaces mais moins populaires, et un excès de prudence dans la conduite des opérations. Si le système de vote a été bien conçu, il y a raison d'espérer que les décisions ne seront pas, de fait, prises au vote, mais qu'elles seront plutôt l'aboutissement d'un processus au cours duquel des échanges de vue en diverses instances auront conduit à un accord international presque total. C'est d'ailleurs la façon dont se prennent généralement les décisions au F.M.I.

Je partage l'opinion, largement répandue, d'après laquelle il serait souhaitable de bien distinguer la décision de mettre en place un mécanisme pour la création de liquidités internationales de celle d'utiliser effectivement ce mécanisme, une fois institué. J'estime réellement nécessaire, cependant, que les autorités compétentes démontrent, dès maintenant, qu'elles seront en mesure de créer des liquidités lorsque le besoin s'en fera sentir. La mise au point, dans tous ses détails, d'un accord international de cette nature et l'obtention des autorisations législatives nécessaires exigeront du temps. Si nous retardons la mise en place des structures appropriées jusqu'au moment où tous conviendront d'un besoin immédiat de liquidités supplémentaires, nous aurons attendu trop longtemps.

## La conjoncture économique internationale

La situation économique extérieure est restée favorable au Canada en 1966. La production dans la plupart des pays industriels a fortement augmenté, de même que le volume global du commerce international. Cependant, dans plusieurs pays, des signes de tension sont apparus avec plus de netteté. En Amérique du Nord, la marge inutilisée des ressources productives a été résorbée et il en est résulté des hausses de coûts et de prix; des tensions analogues ont continué de se faire sentir dans plusieurs pays d'Europe occidentale. La politique monétaire dut assumer en très grande partie la tâche de contenir ces tendances inflationnistes, et les taux d'intérêt se sont élevés à des niveaux inconnus depuis plusieurs décennies. Dans le courant de l'année, toutefois, la pression de la demande a semblé s'atténuer et, vers la fin de 1966, les taux d'intérêt s'inscrivaient en baisse. Le système des paiements internationaux a de nouveau été soumis à certaines tensions durant l'année, bien que certains pays aient fait des progrès sensibles du point de vue du redressement de leurs positions externes.

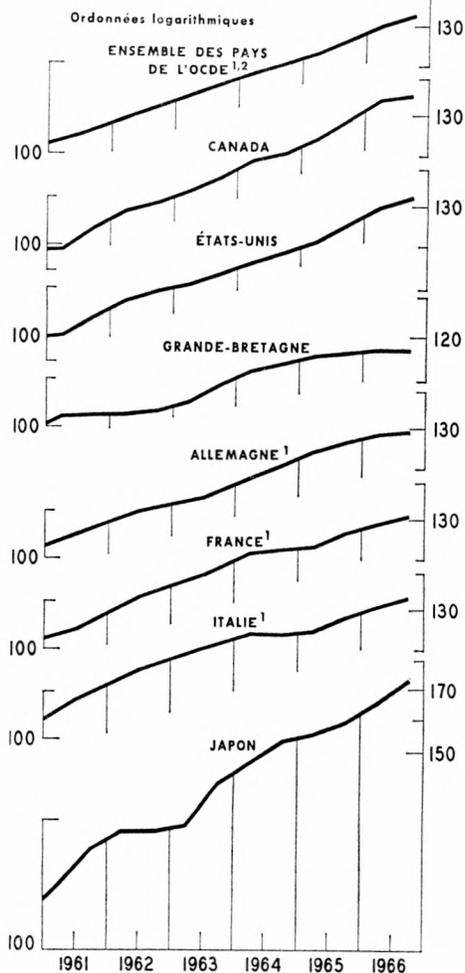
**PRODUCTION, EMPLOI ET PRIX.** Le groupe des pays de l'OCDE, avec lesquels le Canada effectue le gros de son commerce extérieur, a de nouveau enregistré en 1966 un accroissement de la production totale, dont le taux est presque en accord avec la moyenne annuelle de 4½ à 5% observée depuis le début des années soixante. La demande globale s'est développée rapidement durant les premiers mois de 1966, mais à une moins vive allure durant les autres mois. Les dépenses publiques ayant augmenté à une cadence à peu près constante au cours de l'année, il faut attribuer principalement à la demande intérieure du secteur privé, et à la demande étrangère, les variations du rythme de progression de la production.

Le maintien de l'expansion économique aux États-Unis a revêtu une importance particulière pour le Canada. Le produit national brut américain s'est accru en 1966 de 8½% en valeur, contre un peu moins de 8% en 1965. Les prix ayant progressé toutefois plus vite en 1966, l'augmentation en volume serait de l'ordre de 5½% en 1966 au lieu de 6% en 1965. Entre 1961 et 1965, l'économie américaine s'était développée à un rythme qui dépassait son potentiel en longue période; dès la fin de 1965, la marge inutilisée de la capacité de production avait été largement résorbée. La production a continué d'évoluer à la hausse tout au long de 1966, mais un ralentissement marqué est intervenu au deuxième trimestre. En dépit d'un certain apaisement de la demande de voitures et d'une baisse considérable de la construction de logements, la deman-

## PRODUIT NATIONAL BRUT

A prix constants

Indices semestriels: 1960 = 100



Données corrigées des variations saisonnières.

Évaluations provisoires en 1966.

1. Données annuelles avant 1964.

2. Outre les pays qui figurent au graphique, comprend l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, la Suède, la Suisse et la Turquie.

de globale s'est de nouveau affirmée au second semestre, grâce surtout à des dépenses militaires croissantes et à une progression beaucoup plus rapide des stocks. Abstraction faite des dépenses militaires, toutefois, la demande finale a progressé plutôt lentement. Au dernier trimestre, les immobilisations sous forme d'usines et de machinerie avaient connu un ralentissement, et les ventes de voitures s'étaient inscrites en recul des niveaux enregistrés au trimestre correspondant de 1965. Par ailleurs, les mises en chantier de maisons, quoique encore peu nombreuses, se multipliaient, tandis que les dépenses militaires continuaient de s'accroître fortement. Selon les prévisions officielles, l'expansion se poursuivrait en 1967, et le P.N.B. augmenterait à un taux annuel voisin de 4% en volume, en accord avec le taux de développement du potentiel en année moyenne.

En France, en Italie et au Japon, la reprise qui s'était amorcée en 1965 s'est affirmée en 1966 et l'expansion a été vigoureuse durant toute l'année. Stimulée en bonne partie par la demande extérieure, elle a reposé, toutefois, au cours de l'année, sur un plus grand nombre de facteurs, à mesure que se ranimait la demande des consommateurs; en fin d'année, des signes témoignaient d'un renouveau des investissements privés.

Dans la plupart des autres pays d'Europe, où la marge inemployée des ressources avait été ramenée dans des limites très étroites dès le début de l'année, le développement de la production fut un peu moins rapide en 1966 qu'en 1965. Ainsi, en Grande-Bretagne et en République Fédérale d'Allemagne, la croissance économique s'est sensiblement infléchie au cours de l'année, alors que la demande des consommateurs s'était apaisée—en particulier pour les biens durables—et

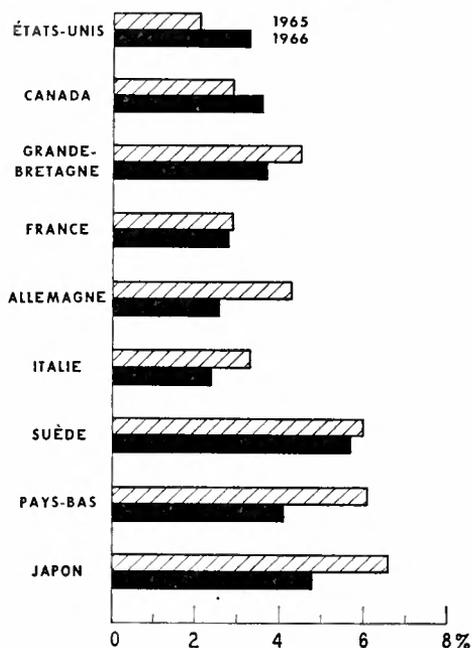
qu'une détente était intervenue au stade de l'investissement. L'évolution de l'économie de la Grande-Bretagne fut touchée, bien sûr, par les mesures prises pour affronter les difficultés de la balance des paiements. Le fléchissement des taux de croissance dans plusieurs autres pays d'Europe, dans la dernière partie de l'année, s'explique dans une large mesure par l'apaisement de la demande sur les grands marchés anglais et allemands. Partout en Europe, l'industrie de la construction a connu des niveaux d'activité inférieurs à ceux de 1965.

En fin d'année, le marché du travail dans les pays industriels d'outre-mer s'était passablement détendu. La progression du chômage a été particulièrement marquée en Grande-Bretagne au second semestre, alors qu'en France, en Italie et au Japon, la reprise économique n'avait pas encore sensiblement comprimé le chômage.

Aux États-Unis, l'emploi a continué à augmenter rapidement en 1966; après le premier trimestre, son taux de progression fut voisin de celui de la main-d'oeuvre. Le taux de chômage, qui avait baissé progressivement, en recul du taux de 5½% au début de 1964, à un peu moins de 4% durant les premiers mois de 1966, conserva ce niveau pendant le reste de l'année. La production ayant augmenté de 5½% en volume, et l'emploi de 3%, il y a lieu d'en déduire que la production par travailleur s'est accrue un peu moins en 1966 qu'en 1965.

Les poussées de coûts et de prix se sont fait sentir davantage en Amérique du Nord en 1966, et continuent de préoccuper sérieusement la plupart des autres pays industriels. Aux États-Unis, en dépit d'un certain ralentissement du rythme de l'expansion après le premier trimestre, l'économie est demeurée à la limite de sa capacité de production et la demande n'a pas cessé d'exercer de fortes pressions tout au cours de l'année. Les revenus des travailleurs ont progressé plus rapidement. Le coût moyen en main-d'oeuvre par unité produite n'a pas évolué aussi favorablement en 1966 qu'au cours des années précédentes. L'indice prix-P.N.B. a augmenté de 3%, contre 1.8% en 1965. A la fin de décembre 1966, l'indice des prix à la consommation avait avancé de 3.3%, contre 2.0% au cours des douze mois précédents. Le nombre des conventions collectives conclues

**INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION**  
Hausse en % — 12 mois se terminant en décembre

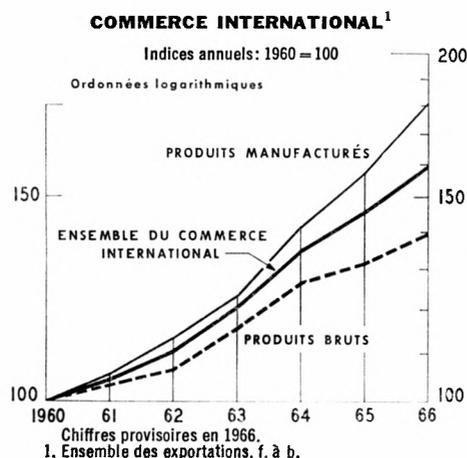


en 1966 fut relativement restreint, mais les augmentations de salaires qui ont été accordées furent sensiblement plus fortes que par les années passées et allèrent bien au-delà des barèmes retenus dans les "guideposts" pour 1966. A mesure que l'année s'écoulait, les majorations de salaires et les avantages accessoires eurent tendance à s'accroître. Le *Council of Economic Advisers* déclare dans son exposé annuel que "... l'expérience de 1966 porte à croire qu'une nouvelle expansion de la demande ne saurait conduire à des taux de chômage très inférieurs au taux actuel sans qu'il n'en résulte des hausses intolérables de prix. Dans les circonstances actuelles, un chômage voisin de 4% semble correspondre à un équilibre approximatif entre l'offre et la demande sur la plupart des marchés du travail. Une plus forte demande de biens et de services engendrerait des pressions inflationnistes tant sur le marché des produits que sur le marché du travail."

Au cours des deux dernières années, un fléchissement du taux de progression des prix est intervenu en France et en Italie; en Allemagne, les prix semblent avoir plafonné depuis le milieu de 1966; la montée des prix et des coûts en Grande-Bretagne a cessé après qu'on eut appliqué au mois de juillet une politique de gel des prix et des salaires pour une période de six mois, qui sera suivie d'une période de "grande austérité" sous le couvert de directives sévères. Bien que les prix aient continué de monter rapidement dans la plupart des autres pays d'Europe, un fléchissement du rythme de progression est intervenu en 1966 dans plusieurs cas.

**COMMERCE ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.** Le développement du commerce international en 1966 s'est maintenu approximativement au rythme plutôt élevé des trois dernières années, qui avait été de près de 10% en moyenne. Ces progrès rapides sont pour une part attribuables au développement des

échanges au sein des blocs commerciaux, les entraves au commerce entre les pays membres ayant été progressivement réduites. Ainsi, au sein du groupe des pays de la Communauté Économique Européenne, et du groupe des pays de l'Association Européenne de Libre-Échange, la progression des échanges dépasse la moyenne mondiale depuis 1959. Le même phénomène se produit depuis 1961 au sein de l'Association Latino-Américaine de Libre-Échange et du Marché Commun d'Amérique Centrale, bien que, dans ces deux cas, les



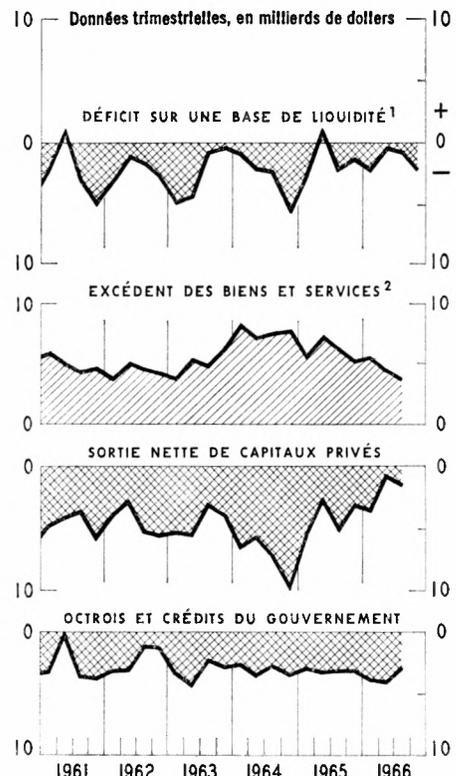
échanges entre pays du même bloc ne représentent qu'une fraction assez modeste de la valeur globale de leur commerce extérieur. Néanmoins, l'expansion du commerce mondial, même en excluant les échanges intra-bloc, a été relativement rapide au cours des quelques dernières années. La progression rapide et ininterrompue des importations des États-Unis a été un important facteur de soutien de l'expansion du commerce international en 1966. Les importations se sont aussi accrues en France, en Italie, au Japon et dans les pays en voie de développement. La valeur des échanges de produits manufacturés a continué à augmenter plus rapidement que celle des échanges de matières premières; cela tient à un fléchissement des cours mondiaux des matières premières en 1966.

Parmi les pays producteurs de matières premières, ceux qui exportent principalement du pétrole, des minéraux ou des métaux ont obtenu d'assez bons résultats en 1966. La demande pour ces produits est demeurée forte, bien que les prix aient fléchi quelque peu au second semestre. Par ailleurs, les pays dont le commerce d'exportation porte surtout sur les produits agricoles tropicaux n'ont pas obtenu d'aussi bons résultats; les prix de ces produits ont diminué tout au cours de l'année. La demande mondiale de blé et de farine a été forte, en raison du bas niveau des récoltes dans plusieurs régions du monde et d'une autre baisse des stocks dans quelques-uns des principaux pays fournisseurs. La situation a été particulièrement grave en Inde, atteinte par la sécheresse pour une deuxième année consécutive; la Chine aussi a enregistré de mauvaises récoltes. Après deux années de faibles rendements, l'Union soviétique a connu en 1966 des récoltes sans précédent, mais ses importations sont demeurées considérables.

Les divers changements intervenus dans l'activité économique ainsi que dans les pressions sous-jacentes de la demande sur les ressources, précédemment décrits, se sont traduits dans l'évolution du compte courant des pays industriels.

Aux États-Unis, le solde excédentaire des opérations du compte courant a encore diminué en 1966: les importations ont augmenté presque deux fois

#### BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS



Données corrigées des variations saisonnières et mises sur une base de 12 mois.

1. Défini en fonction des variations dans leurs réserves officielles et dans leurs engagements à court terme à l'égard des étrangers.
2. Y compris les dépenses militaires nettes à l'étranger.

plus rapidement que les exportations, comprimant ainsi l'excédent dégagé par les opérations commerciales à 3.7 milliards de dollars, en recul d'un surplus de 4.8 milliards en 1965 et de 6.7 milliards en 1964. L'excédent de la balance commerciale a toutefois augmenté un peu au dernier trimestre de l'année. Le solde créditeur de la balance des invisibles, abstraction faite des dépenses militaires, se serait légèrement accru, par suite d'une nouvelle hausse des revenus du capital. Toutefois, lorsqu'on tient compte des dépenses militaires à l'étranger, qui ont progressé rapidement, le compte courant accuse une détérioration de l'ordre de 1.5 milliard, en recul d'un excédent de 6.0 milliards en 1965.

Un certain nombre de pays dont les balances courantes s'étaient soldées par un déficit en 1965 ont marqué des progrès en 1966. Le solde déficitaire laissé par les transactions courantes en Allemagne s'est comprimé rapidement pour faire place à un excédent en fin d'année. La Grande-Bretagne s'acheminait elle aussi, en fin d'année, vers une balance courante excédentaire, quoique la grève des marins, survenue au début de l'été, ait eu des répercussions défavorables sur les résultats d'ensemble de l'année.

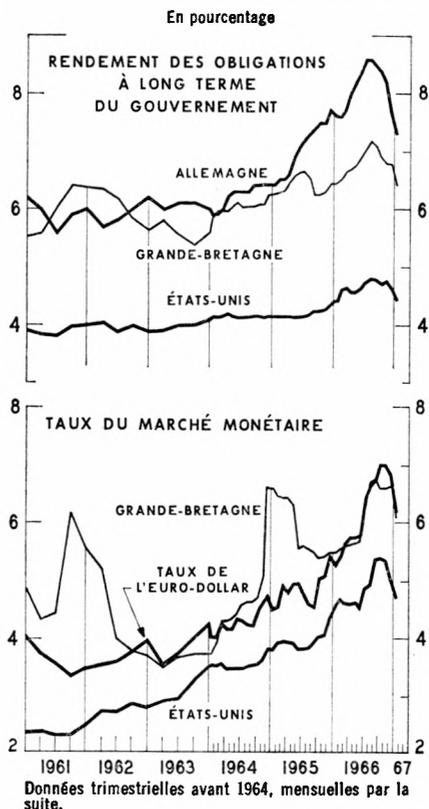
Par ailleurs, à mesure que le rythme de l'activité économique s'accélérait en France et en Italie, les excédents considérables au compte courant eurent tendance à disparaître, en particulier au second semestre. Le Japon a su maintenir sa position excédentaire, car l'expansion de son économie était largement fondée sur l'exportation; vers la fin de l'année, cependant, le mouvement de propagation de l'expansion à d'autres secteurs semblait conduire à une diminution de l'excédent.

La diminution du solde excédentaire des opérations courantes des États-Unis a été, pour une bonne part, compensée par un ralentissement de leurs exportations nettes de capitaux. Aussi, sur une base de liquidité\*, le déficit de leur balance des paiements n'a-t-il augmenté que de très peu entre 1965 et 1966, soit de 1.3 milliard à 1.4 milliard de dollars. Les sorties de capitaux privés ont été freinées par l'observation volontaire des directives proposées par le gouvernement; les sociétés américaines ont financé leurs investissements à l'étranger, pour une bonne part, en vendant sur les marchés financiers européens des obligations libellées en dollars É.-U. Il semble, toutefois, que la diminution des sorties nettes de capitaux tient principalement à l'acquisition, par des organismes officiels étrangers, de montants considérables d'obligations émises par des agences du gouvernement des États-Unis, mais non garanties par celui-ci, et de certificats de dépôts à long terme émis par les banques commerciales américaines; il n'est pas tenu compte de ces opérations dans le calcul du déficit sur une base de liquidité. L'une des conséquences majeures des conditions difficiles qui prévalaient sur le marché du crédit aux États-Unis a été les emprunts considérables de fonds à court terme contractés par les banques sur le marché des Euro-dollars. Ces appels inusités ont sans doute eu pour effet de ralentir le mouvement des dollars vers les réserves officielles d'autres pays.

\* Déficit obtenu en ajoutant au montant de la variation nette des réserves officielles celui de la variation du passif à court terme envers l'étranger.

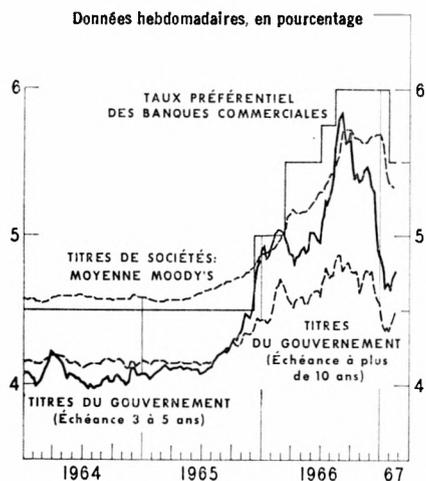
Un des faits marquants des paiements internationaux en 1966 a été l'importance exceptionnelle des mouvements de capitaux à court terme. Durant les mois d'été, des sorties importantes de capitaux à court terme par la Grande-Bretagne ont été compensées par l'expansion des facilités de crédits à court terme accordées par les banques centrales. Des capitaux à court terme ont été attirés vers d'autres pays qui accumulaient des réserves, y compris l'Allemagne. Dans une large mesure, cependant, les mouvements de fonds à court terme ont joué un rôle compensateur, comme dans le cas déjà mentionné des États-Unis, mais aussi pour l'Italie et le Japon, où les sorties de capitaux à court terme ont compensé les excédents du compte courant. Ces fonds, dans de fortes proportions, étaient des dollars É.-U. qui circulaient par l'intermédiaire d'un réseau international d'établissements financiers du secteur privé constituant le marché des Euro-dollars. L'amplification des mouvements de capitaux à court terme a tenu, dans une certaine mesure, à la hausse considérable des taux d'intérêt à court terme, qui ont atteint en 1966 des niveaux inconnus depuis les années vingt.

## ÉVOLUTION DE CERTAINS TAUX D'INTÉRÊT



Les problèmes de la balance des paiements dans des grands pays exportateurs de capitaux ont continué d'avoir des effets défavorables sur les mouvements de capitaux vers les pays en voie de développement. En dépit d'un accroissement de la production et des revenus dans les pays industriels, le volume de l'aide apportée par des organismes officiels s'est à peu près maintenu à son niveau des cinq dernières années. La conjoncture financière dans le monde industrialisé a été telle que les organismes internationaux et les investisseurs privés ont eu plus de difficultés à mobiliser des capitaux à des fins de développement. Des remboursements croissants de dette extérieure par les pays en voie de développement se sont traduits par une diminution des entrées nettes de capitaux enregistrés par ces pays au cours des dernières années.

## TAUX D'INTÉRÊT AUX ÉTATS-UNIS



**POLITIQUES FINANCIÈRES.** Pour parer aux dangers d'une expansion trop rapide, les États-Unis adoptèrent des mesures monétaires et fiscales à la fin de 1965 et au début de 1966. En raison de l'accroissement considérable des dépenses militaires, la politique fiscale n'a pas produit l'effet de freinage attendu. La demande de crédits a continué de s'accroître et la politique monétaire dut assumer, dans une très large mesure, la tâche d'appliquer davantage les freins. En août, les taux d'intérêt ont atteint des niveaux très élevés et la situation sur les marchés du crédit devint très tendue. Des efforts furent tentés afin de ralentir

l'expansion des prêts bancaires aux entreprises et, pour assurer un meilleur agencement des politiques financières, des mesures fiscales furent adoptées en septembre en vue de contenir le développement de l'investissement des entreprises et de diminuer les dépenses non militaires. Un peu plus tard au cours de 1966, comme l'économie américaine progressait sans l'ombre d'un doute vers un meilleur équilibre de l'offre et de la demande, la politique monétaire a été assouplie. Cette détente s'est d'abord reflétée dans la baisse du rendement des titres du gouvernement des États-Unis; mais au début de 1967 le mouvement de baisse se généralisait. Lors de la présentation du budget au mois de janvier 1967, le Président demanda au Congrès de voter une loi décrétant l'imposition, à compter du second semestre, d'une surcharge temporaire de 6% au titre de l'impôt payable par les particuliers et par les entreprises, pour couvrir une bonne partie de l'augmentation prévue des dépenses du gouvernement. Le Président demanda également de maintenir pour deux ans encore, c'est-à-dire jusqu'au milieu de 1969, l'application de la taxe de péréquation des taux d'intérêt, et d'en doubler immédiatement le taux effectif de façon à le porter à 2%, avec autorisation d'ajuster cet impôt de façon à en faire varier l'incidence réelle entre zéro et 2%. Le gouvernement américain a aussi prorogé jusqu'à la fin de 1967 les directives en matière de balance des paiements introduites au début de 1965, non sans abaisser toutefois le niveau-cible retenu dans le cas de l'investissement direct à l'étranger.

Depuis 1964, la politique économique de la Grande-Bretagne a été largement commandée par le souci de rétablir l'équilibre intérieur et l'équilibre extérieur, et de restaurer la confiance dans la livre sterling. Les nouvelles mesures fiscales d'urgence annoncées dans le budget en mai 1966, ont été largement

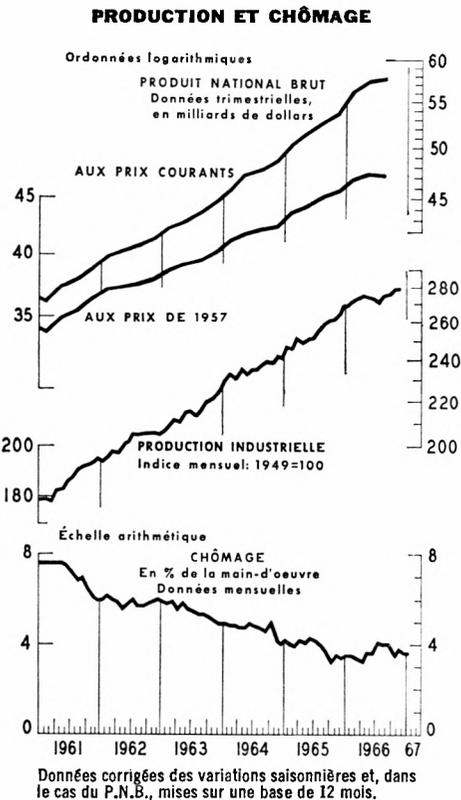
renforcées par de nouvelles dispositions prises au mois de juillet, y compris un blocage des prix et des salaires. A ces mesures fiscales est venue s'ajouter une politique monétaire de plus en plus restrictive et, en juillet, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre était porté de 6 à 7%. Durant l'été, la position de la livre sterling sur le marché des changes demeura incertaine; elle fut renforcée par un important accroissement des facilités de crédit accordées par les banques centrales. Le cours de la livre s'est affermi par la suite et, depuis septembre, les réserves officielles se sont reconstituées et une partie du passif officiel à court terme a été liquidée. Au mois de novembre furent abolies les surcharges dites d'urgence qui grevaient les importations. Le taux d'escompte de la banque centrale a été abaissé d'un demi-point, à 6½%, en janvier 1967.

En France, en Italie et au Japon, la politique économique suivie en 1966 a encore été appelée à soutenir l'expansion. Dans presque tous les autres pays d'Europe, la demande a été forte durant le premier semestre 1966 et des mesures furent introduites pour freiner la poussée des coûts et des prix. L'agencement des politiques pratiquées par les pouvoirs publics dans ces pays a encore fait une large place à la politique monétaire: plusieurs banques centrales ont relevé leur taux d'escompte et, comme il a été indiqué précédemment, les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés internationaux du crédit ont été en hausse rapide. Toutefois, l'atténuation des pressions de la demande au second semestre, plus particulièrement en Allemagne, a rendu possible l'assouplissement des politiques de restriction. Dans les premiers mois de 1967, l'Allemagne a réduit son taux d'escompte en deux occasions; la Suède et la Belgique ont aussi abaissé les leurs.

## La conjoncture économique au Canada

Dans l'ambiance d'une progression continue de l'économie américaine et de l'expansion vigoureuse du commerce international, objets de la section précédente, l'économie canadienne a encore marqué des progrès notables en 1966, non sans manifester, toutefois, des signes de tensions. Une récolte de blé sans précédent a coïncidé avec une forte demande étrangère et la production non agricole a connu de nouveaux développements, notamment au début de l'année. La progression de l'activité économique a marqué un fléchissement après le premier trimestre, en regard du rythme observé durant l'hiver, et une détente est intervenue au niveau de l'emploi des ressources. Au cours des mois d'été la production a marqué un temps d'arrêt, en partie à cause des grèves, mais au cours des derniers mois de l'année on a noté une reprise de l'activité économique. En fin d'année, l'économie soutenait encore un niveau élevé d'emploi. Toutefois, la situation économique n'était pas exempte d'incertitudes; cela tenait en partie à l'orientation de la conjoncture aux États-Unis et en partie aux répercussions finales des déséquilibres engendrés par les pressions d'une forte demande intérieure en 1965 et au début de 1966. Aussi ces déséquilibres se manifestèrent-ils, entre autres formes, par de nombreux conflits ouvriers, par des accroissements de salaires bien au-delà de l'augmentation de la productivité et par des hausses contagieuses de prix.

Le Produit National Brut à prix courants serait en 1966 de 10½ % supérieur à celui de 1965. Dans une large mesure, cette augmentation était



déjà acquise au premier trimestre, qui avait enregistré une avance très rapide de l'ordre de 4½%. Le taux de la progression en 1966 dépasse d'environ 1% celui de 1965; jamais il n'a été si élevé, depuis 1956. Cet accroissement, toutefois, tient pour les deux cinquièmes à une hausse des prix plutôt qu'à des gains réels. L'indice des prix P.N.B. marque une avance de 4% en 1966, contre 3% l'an dernier. Réserve faite de ces hausses sensibles de prix, la progression de la production ressort à un peu plus de 6% en volume, c'est-à-dire un peu moins qu'en 1965. Le niveau record de la récolte de blé a eu pour résultat d'élargir la contribution du secteur agricole en 1966, au point de la rendre plus que proportionnelle à l'augmentation de la production; la production non agricole a progressé à un taux d'environ 6% contre plus de 6½% en 1965. En revanche, l'emploi dans le secteur non agricole a augmenté plus vite en 1966, soit de 5.4% au lieu de 4.8% en 1965. Ces résultats montrent que les gains de productivité en 1966, mesurés grossièrement sur la base de la production non agricole par travailleur, ont été d'une médiocrité décevante.

Le principal facteur d'accroissement de l'emploi dans le secteur non agricole en 1966 a été l'augmentation de la main-d'oeuvre, qui n'avait jamais été aussi forte depuis 1957. La migration en provenance du secteur agricole a également été la plus importante depuis le milieu des années 50. Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières, qui avait baissé à un niveau légèrement inférieur à 3½% au dernier trimestre 1965, a varié tout au long de 1966 entre 3½% et 4% pour se fixer à un peu plus de 3½% en fin d'année.

Pendant l'année 1966, la distribution des revenus et la composition des dépenses ont été toutes deux marquées par des changements prononcés dont plusieurs étaient déjà perceptibles en 1965.

Du côté des revenus, un fait caractéristique de l'année a été le contraste entre l'évolution des revenus du travail et celle des bénéfices des sociétés. Les revenus des travailleurs se sont fortement accrus à la suite de l'augmentation de l'emploi et de la moyenne des revenus. Bien qu'un bon nombre des nouvelles conventions collectives intervenues dans le courant de l'année n'aient pas encore produit tous leurs effets sur le niveau des revenus des travailleurs, ces revenus ont progressé en 1966 au rythme de 12½% environ, soit l'augmentation la plus importante depuis dix ans. En revanche, les bénéfices des sociétés, dont la progression dans les premières années de l'expansion dépassait celle des revenus des travailleurs, en partie à cause de leur plus grande sensibilité aux variations cycliques, ont plafonné vers la fin de 1965, puis ils ont diminué au second semestre 1966. Pour l'ensemble de l'année, les bénéfices des sociétés ont à peu près gardé leur niveau de 1965 mais, en fraction du revenu total et de la production, ils accusent un recul. C'est dans le secteur agricole que s'est produite en 1966 la plus remarquable expansion des revenus; la valeur nette de la production agricole (en termes de comptabilité nationale), surtout sous l'effet conjugué de

l'abondance de la récolte de blé et de meilleurs prix pour le bétail, a progressé au rythme de 40% environ pour atteindre un niveau sans précédent.

D'importants glissements catégoriels sont intervenus au sein de la demande globale en 1966. Au Canada comme aux États-Unis, les secteurs de l'automobile et de la construction domiciliaire ont exercé des effets d'apaisement. En revanche, les dépenses de consommation personnelle, traditionnellement les plus stables, ont continué à procurer à l'économie des forces vives. Le boom prolongé de l'investissement des entreprises, amorcé en 1963, s'est poursuivi en 1966. A tous les paliers de gouvernement sont intervenus de notables accroissements des dépenses en biens et services. L'année 1966 se signale aussi par une légère amélioration du déficit de la balance courante, en contraste avec la dégradation sensible observée en 1965. Sous l'effet conjugué d'un climat de haute conjoncture aux États-Unis et des conditions favorables au commerce international du blé, nos exportations ont augmenté en 1966 à un rythme annuel de beaucoup supérieur à celui de 1965, tandis que la progression de nos importations, même si elle est importante, a été du même ordre qu'en 1965.

**LA DEMANDE INTÉRIEURE.** Après quatre années d'expansion accélérée des ventes, le marché nord-américain des voitures neuves manifesta des signes sensibles de faiblesse en 1966. Cette tournure s'explique peut-être en partie par la controverse au sujet des dispositifs de sécurité, mais il semble raisonnable de supposer qu'elle résulte aussi de l'accroissement considérable du parc automobile au cours des dernières années; les modifications intervenues dans la conjoncture du crédit ont probablement joué dans ce domaine. Au Canada, l'évolution des ventes est demeurée inégale tout au long de l'année. A un recul particulièrement marqué au printemps ont succédé, l'été suivant, des ventes considérables, à la suite d'efforts spéciaux des vendeurs pour liquider leurs stocks des modèles 1966. L'irrégularité des ventes fut amplifiée dans une certaine mesure par une poussée soudaine des achats avant la majoration de la taxe de vente en Ontario, le 1<sup>er</sup> avril 1966, et par un déclin consécutif à cette mesure fiscale. Pour l'ensemble de l'année, les ventes de voitures neuves se sont inscrites en baisse d'environ 2%, tandis qu'elles avaient progressé de 15% en 1965. Dans les derniers mois de l'année, elles s'établissaient, au Canada comme aux États-Unis, à des niveaux inférieurs de 6 à 8% à ceux de l'année précédente.

A mesure que l'année s'écoulait, des signes indiquaient une détente du rythme de croissance des dépenses personnelles en articles de ménage et autres biens durables et de celles affectées aux automobiles. Cependant, les dépenses personnelles en biens non durables et en services se sont accrues encore plus fortement en 1966 qu'en 1965—résultat, dans une certaine mesure, de la hausse des prix, notamment ceux des produits alimentaires. Au total, les dépenses de

consommation des ménages en 1966 seraient supérieures de 8½% environ à celles de 1965. Dès le début de l'année, les retenues sur salaires se sont accrues, par suite de l'entrée en vigueur du Régime de pensions du Canada et du Régime de rentes du Québec; de plus, à partir du 1<sup>er</sup> juin, l'impôt fédéral sur le revenu, sauf pour les catégories les moins élevées, était majoré de 10%, ce qui compensait presque entièrement le dégrèvement accordé vers le milieu de 1965. Néanmoins, la progression des revenus personnels disponibles a presque conservé son rythme de 1965. La hausse des revenus personnels disponibles ayant dépassé celle des dépenses de consommation, la fraction épargnée des revenus a été plus élevée en 1966. Le haut niveau de l'épargne personnelle traduit probablement, en partie, la progression rapide des revenus agricoles. La propension à dépenser les revenus a peut-être subi aussi l'influence des conditions de crédit: au long de l'année on a noté des tendances à un ralentissement du rythme de croissance de l'encours du crédit à la consommation et de celui des prêts hypothécaires.

Les mises en chantier d'habitations avaient enregistré un recul dans les derniers mois de 1965 et ce mouvement est allé en s'accroissant presque tout au long de 1966 sous les effets défavorables d'une rareté de capitaux sur les marchés hypothécaires. Au premier semestre 1966 un climat de haute activité a caractérisé l'industrie de la construction d'habitations alors que se poursuivaient des travaux déjà entrepris, mais au semestre suivant les dépenses affectées à la construction de nouvelles unités s'étaient inscrites en baisse assez rapide. Ce recul, tout comme la poussée des mises en chantier rapportée précédemment, a principalement touché les appartements et les maisons en rangée, dont le financement est assuré en grande partie par l'épargne privée. Du côté des maisons unifamiliales, les mises en chantier ont bénéficié d'un élargissement des concours directs du gouvernement et leur nombre s'est maintenu à proximité du niveau relativement stable observé au cours des dernières années. Dans le cas des unités multifamiliales, les mises en chantier en 1966 furent de près d'un tiers inférieures à celles de l'année précédente, tandis que pour les unifamiliales, le recul fut d'environ 6%. Le graphique de la page 30 montre que la récente diminution du nombre des mises en chantier n'a pas été aussi prononcée que dans des conditions économiques analogues dans le passé et qu'elle a même été moins marquée qu'aux États-Unis en 1966; notons également que, antérieurement à ce recul, la multiplication des mises en chantier au Canada s'était révélée plus importante qu'aux États-Unis. En revanche, il ne faut pas oublier que le taux de formation des ménages au Canada est supérieur à celui des États-Unis et que le Canada, en outre, a bénéficié ces derniers temps d'un très fort courant d'immigration. Le pourcentage de logements libres au Canada est descendu à des niveaux extrêmement bas et on a observé des hausses accentuées du prix des maisons et des loyers, notamment dans les régions métropolitaines en croissance rapide. En fin d'année 1966 et au début de 1967, le gouvernement adopta

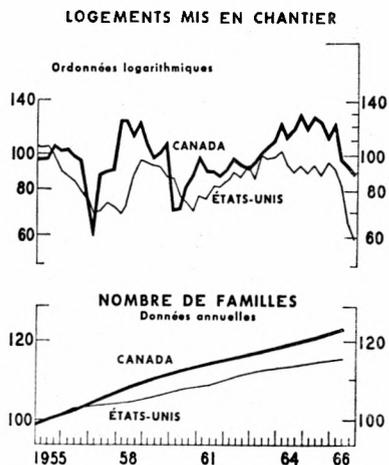
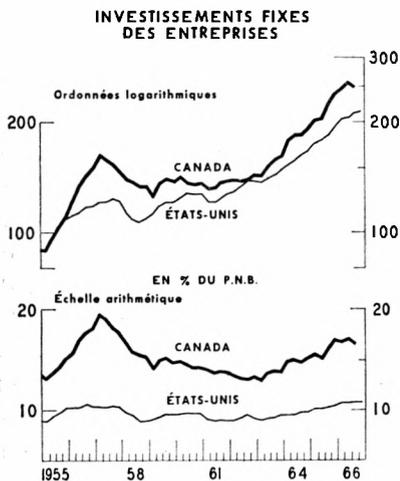
plusieurs dispositions afin de stimuler l'activité dans le secteur de la construction d'habitations. Au cours du printemps 1967 sera mis en place un programme de concours directs du gouvernement aux entrepreneurs en bâtiment, analogue à celui qui visait à promouvoir la construction en hiver. Pour encourager le mouvement des fonds privés vers le marché hypothécaire, le taux d'intérêt maximum autorisé pour les prêts consentis aux termes de la L.N.H., qui avait été porté à 6¾ % au mois de janvier 1966, a été rehaussé à 7¼ % en novembre; des dispositions ont été prévues, qui rendront possibles des ajustements automatiques trimestriels de ce taux.

En 1966, pour la troisième année consécutive, le taux de progression de l'investissement fixe des entreprises se situe entre 17 et 20%. La progression observée en 1966, bien que considérable, demeure nettement en deçà du taux de 23% retenu au lendemain de l'enquête effectuée au milieu de l'année sur les intentions d'investissement; les conclusions de cette enquête avaient laissé croire que le développement de l'investissement se poursuivrait au même rythme, en dépit des modifications apportées aux politiques publiques dans le dessein de ramener la croissance de l'investissement à un rythme plus soutenable. Le budget de mars 1966 renfermait plusieurs dispositions de cette nature, notamment: une compression des déductions admissibles au titre de l'amortissement, pour toute une variété d'installations et d'outillage neufs acquis entre la date de présentation du budget et octobre 1967; l'imposition d'un impôt remboursable de 5% sur les bénéfices réalisés des sociétés (grosso modo, la somme des bénéfices nets après impôt et des amortissements) avec une exemption de base fixée à \$30,000; le retrait prévu en deux étapes, à partir du mois d'avril 1967, de la taxe fédérale de vente de 11% sur la machinerie et l'outillage. Dans la dernière partie de l'année sont apparus des signes d'un fléchissement du taux de développement de l'investissement. D'après les données préliminaires des comptes nationaux pour le troisième trimestre 1966, la construction non domiciliaire aurait reculé; en outre, une enquête officielle menée à l'automne auprès des grandes entreprises, indique que celles-ci ne s'attendaient pas à ce que leurs immobilisations en 1967, au chapitre des installations et de l'outillage dépassent de beaucoup celles de 1966.

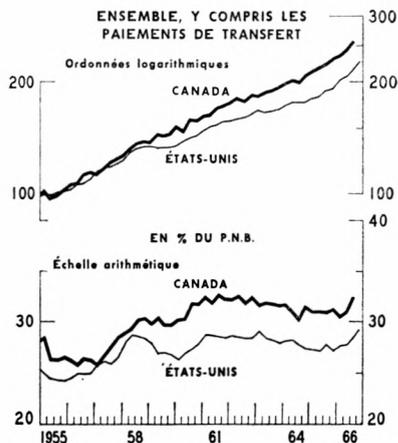
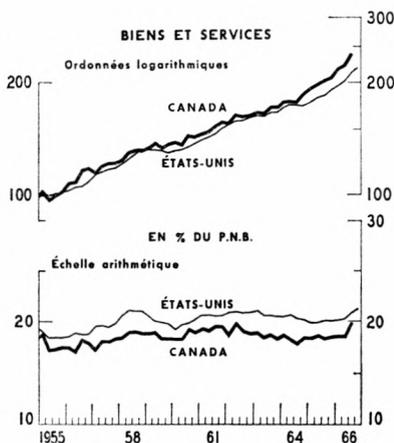
Les dépenses à tous les paliers de gouvernement sont demeurées en hausse rapide en 1966. Comme l'illustre le graphique de la page 30, l'ensemble de ces dépenses s'est accru plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis, en dépit des très importantes dépenses supplémentaires de ce pays reliées à la guerre au Vietnam. Le taux de progression des dépenses en biens et services des administrations publiques canadiennes en 1966 ressort à 15%, contre 11% en 1965. Contrairement à l'année précédente, les dépenses du gouvernement fédéral en 1966 se sont développées plus vite que celles de l'ensemble des provinces et des municipalités. (Il importe de souligner, cependant, que les dépenses en biens et services par les administrations provinciales et municipales représentent à l'heure

## COMPARAISONS DES CONJONCTURES AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS

Indices trimestriels: 1955 = 100 (seuf indication contraire)



## DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



Données corrigées des variations saisonnières et mises sur une base de 12 mois.

actuelle à peu près le double de celles du gouvernement fédéral.) La montée des salaires et des traitements a constitué un problème important à tous les paliers de gouvernement en 1966. Au niveau fédéral, la consommation de biens et de services a enregistré une hausse de 18% en 1966 au lieu de 7% en 1965. Les dépenses militaires ont augmenté de 9% en 1966, alors qu'elles avaient légèrement diminué en 1965; mais les forces d'accélération proviennent d'autres catégories de dépenses, dont la progression en 1966 ressort à 27%, contre 16% en 1965. Aux paliers provincial et municipal, la consommation de biens et de services en 1966 a marqué un gain d'environ 14%, à peu près le même qu'en 1965. Les dépenses en capital pour la voirie, les écoles et autres travaux publics, ont de nouveau considérablement augmenté.

Les administrations, en plus de dépenser davantage en biens et services, ont continué d'étendre à une cadence rapide leurs "paiements-transferts" aux autres secteurs de l'économie en 1966. Les prestations au titre de la sécurité de la vieillesse se sont considérablement accrues du fait que la première des étapes annuelles prévues pour abaisser l'âge d'admissibilité a été franchie en 1966; les subventions aux universités, aux écoles techniques et aux hôpitaux, tant pour leurs dépenses en capital que pour la couverture de leurs charges courantes, se sont largement accrues. Également forte a été la montée des autres "paiements-transferts", tels que le versement des intérêts sur la dette publique et les octrois de toutes natures. Au total, le taux de progression de tous ces paiements ressort à environ 11% en 1966, contre 7½% en 1965.

La progression des dépenses de l'ensemble des administrations fédérale, provinciales et municipales ressort à environ 14% en 1966, contre 9½% en 1965. Leurs recettes totales (sans compter celles qui sont liées au Régime de pensions du Canada et au Régime de rentes du Québec, ni le produit de l'impôt remboursable de 5% sur les sociétés) ont augmenté de 10% environ, contre 11½% l'année précédente. La progression ralentie des recettes en 1966 tient principalement au fait que les bénéficiaires des sociétés n'ont pas augmenté. Au palier fédéral, la progression des dépenses en 1966 ressort à 14%, et celle des recettes, à 8%. Les recettes ont été renforcées par le relèvement des impôts sur le revenu des particuliers en annulation du dégrèvement autorisé en 1965, et par quelques-unes des dispositions prévues dans le budget de mars 1966 et mentionnées précédemment, en particulier celle qui abaisse les déductions admissibles au titre de l'amortissement. Alors que, dans l'ensemble, les recettes perçues par le gouvernement fédéral ne furent pas très éloignées des prévisions retenues dans le budget de mars, les dépenses se sont accrues considérablement, de même que les nouveaux engagements pour l'avenir. Peu après le début du second semestre, le gouvernement fit savoir que pour couvrir les charges que comporterait le programme d'aide supplémentaire à la vieillesse, il faudrait trouver de nouvelles recettes. Le programme ayant été adopté en décembre par le

Parlement, des mesures spécifiques pour son financement furent aussitôt présentées dans un budget supplémentaire; on doublait, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1967, la contribution fiscale maximum des particuliers en vertu de la Loi sur la sécurité de la vieillesse et on relevait de 11 à 12% la taxe de vente payable par les manufacturiers, exception faite de l'outillage et des matériaux de construction. En septembre, le gouvernement décida de reporter au 1<sup>er</sup> juillet 1968 la mise en oeuvre du programme universel d'assurance-santé.

En termes de comptabilité nationale, la progression des dépenses du gouvernement fédéral au cours de 1966 a dégagé un excédent de 425 millions de dollars sur ses revenus (non compris les entrées nettes provenant du Régime de pensions du Canada et du produit remboursable de l'impôt de 5% sur les bénéfices réalisés par les sociétés). En 1965, au contraire, l'excédent des revenus sur les dépenses avait été de 275 millions. Au titre des divers programmes de prêts directs du gouvernement fédéral, recensés au tableau de la page 56, on note en 1966 une augmentation de 400 millions des emplois nets de fonds.

Malgré les majorations des taxes de vente et d'autres impôts par certaines provinces durant l'année, le déficit combiné des provinces et des municipalités, en termes de comptabilité nationale, est monté en flèche et s'est inscrit en hausse de 150 millions de dollars par rapport à 1965. Les régimes de pensions du Canada et de rentes du Québec, qui perçurent 700 millions en cotisations la première année et ne versèrent aucune prestation, accumulèrent un imposant surplus. En vertu des dispositions afférentes à ces régimes, les fonds accumulés sont affectés au financement des dépenses et des programmes de prêts des provinces et des organismes qui en dépendent.

**LE COMMERCE EXTÉRIEUR.** Le climat de haute conjoncture de l'économie canadienne en 1966 ne s'est pas traduit par une détérioration de la balance commerciale. Dans les pays étrangers, la demande était forte et nos exportations furent en hausse de 17%, contre 6% en 1965. Nos importations de marchandises ont progressé au rythme de 15% en 1966, soit à peu près le même qu'en 1965. L'excédent de la balance commerciale, qui était passé de 700 millions de dollars en 1964, sommet de l'après-guerre, à 120 millions en 1965, s'est élevé à 380 millions en 1966. La hausse en valeur de nos exportations est due en partie à de meilleurs prix sur les marchés extérieurs; ces prix ont avancé de 4% environ, contre un peu plus de 1% en 1964 et 1965. En revanche, les prix à l'importation, qui avaient peu ou point avancé au cours des deux années précédentes, ont accusé des hausses de 1½ à 2% en 1966.

Deux facteurs particuliers doivent entrer en ligne de compte lorsqu'on compare la progression des exportations et des importations de marchandises en 1966 à celle des années précédentes. D'une part, au lendemain de l'Accord

canado-américain concernant les produits automobiles, conclu en janvier 1965, le commerce de voitures et camions neufs et de pièces et accessoires entre les deux pays s'est développé considérablement comme en fait foi le tableau ci-après. Celui-ci fait ressortir également une réduction considérable du déficit sous la rubrique des produits de l'industrie automobile pour 1966: amélioration intervenue après une détérioration importante en 1964 et en 1965. Il convient d'observer que les importations nettes enregistrées en 1966 sous cette rubrique ont tout de même représenté plus du quart du marché des voitures et des camions neufs au Canada.

D'autre part, les expéditions de blé et de farine ont eu des effets sensibles sur nos exportations. Les expéditions à destination de l'Union soviétique (en vertu d'accords portant sur de très grandes quantités) et les ventes à d'autres pays avaient diminué en 1965, mais ont repris vigoureusement en 1966. L'augmentation des exportations de blé en 1966 recouvre des envois à l'Inde dans le cadre d'un programme bilatéral d'aide alimentaire. Depuis l'été 1965, nos expéditions de blé ont presque toujours utilisé à la limite les moyens de transport et les facilités de manutention dont nous disposons.

Notre balance commerciale—si l'on exclut le blé, la farine et les produits automobiles—s'est détériorée au cours des deux dernières années: excédentaire de 267 millions de dollars en 1964, elle était à peu près en équilibre en 1965, mais a laissé un déficit de 97 millions en 1966.

### BALANCE COMMERCIALE

(Millions de dollars)

	<u>1963</u>	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966<sup>(1)</sup></u>
<b>Produits automobiles</b>				
Exportations.....	100	190	366	969
Importations.....	698	849	1,168	1,647
Solde.....	<u>-598</u>	<u>-659</u>	<u>-802</u>	<u>-678</u>
<b>Blé et farine</b>				
Exportations.....	881	1,093	921	1,155
<b>Toutes les autres marchandises</b>				
Exportations.....	6,101	6,955	7,458	8,146
Importations.....	5,881	6,688	7,459	8,243
Solde.....	<u>220</u>	<u>267</u>	<u>- 1</u>	<u>- 97</u>
<b>Total</b>				
Exportations.....	7,082	8,238	8,745	10,270
Importations.....	6,579	7,537	8,627	9,890
Solde.....	<u>503</u>	<u>701</u>	<u>118</u>	<u>380</u>

(1) Évaluations provisoires dans le cas des rubriques "Produits automobiles" et "Toutes les autres marchandises".

Exception faite du blé, de la farine et des produits de l'industrie de l'automobile, nos exportations ont augmenté de 9% en 1966, contre 7% en 1965. Leur progression en 1966 tient en grande partie à nos exportations vers les États-Unis, en hausse de 13%. Les exportateurs canadiens ont été favorisés par une forte demande américaine portant sur la plupart des métaux non ferreux, le papier journal et d'autres produits de la forêt, ainsi qu'une grande variété de produits manufacturés, notamment la machinerie et les appareils électriques. Nos exportations vers les États-Unis ont progressé plus vite que l'ensemble de leurs importations; cette amélioration de notre part du marché américain est cependant toute concentrée dans le secteur automobile; pour tous les autres postes, la participation canadienne aux importations des États-Unis accuse un recul.

La situation économique dans les principaux pays d'outre-mer, décrite dans une section précédente, a affecté la structure de nos exportations. Nos expéditions de produits autres que le blé à destination de l'Europe continentale et du Japon ont reflété l'expansion continue de la demande sur ces marchés; notre part dans les importations globales de ces marchés s'est accrue. En revanche, nos exportations en direction de la Grande-Bretagne enregistrèrent une baisse, bien que les importations totales de la Grande-Bretagne aient légèrement augmenté; conséquemment, notre part du marché britannique s'est donc trouvée réduite. En 1966, nos exportations de produits—le blé excepté—en direction de tous les autres marchés ont peu ou point augmenté, en dépit de la progression de leurs importations.

#### **EXPORTATIONS CANADIENNES AUTRES QUE LE BLÉ ET LA FARINE<sup>(1)</sup>**

Destination:	Valeur en millions de dollars	
	1965	1966
	(données de 11 mois)	
États-Unis		
Produits automobiles .....	194	719
Autres marchandises .....	4,195	4,758
Total .....	4,389	5,477
Grande-Bretagne .....	924	892
Europe continentale .....	656	715
Japon .....	199	271
Australie, Nouvelle-Zélande et Afrique du Sud .....	234	204
Tous les autres pays <sup>(2)</sup> .....	504	517
Total général .....	6,906	8,076

(1) Chiffres établis d'après la statistique du commerce extérieur du Canada.

(2) Surtout des pays en voie de développement; comprend aussi l'Europe orientale.

Nos importations de marchandises autres que les produits de l'industrie automobile se sont développées au rythme de 11% environ en 1966, soit à peu près le même qu'en 1965. Cette progression s'explique par la persistance d'une forte demande portant sur une grande variété d'outillages et autres biens d'équipement et de biens de consommation de fabrication étrangère. Nos importations d'autres équipements de transport ont continué de progresser, alors qu'elles ont décliné dans le secteur des matériaux de construction, notamment l'acier de charpente. En ce qui concerne les produits de l'industrie automobile, leur progression ressort à environ 40%.

L'augmentation de nos importations dans le courant de l'année est intervenue presque entièrement au second semestre, conséquence à la fois de la progression accélérée des importations de produits de l'industrie automobile et d'une reprise, vers la fin de l'année, des livraisons de produits commandés aux États-Unis.

#### RÉPARTITION DES IMPORTATIONS SELON L'UTILISATION FINALE<sup>(1)</sup>

	Valeur en millions de dollars		Variation par rapport à l'année précédente en pourcentage	
	1965	1966	1965	1966 <sup>(2)</sup>
	(données de 11 mois)			
Combustibles et lubrifiants.....	570	577	15	1
Matières premières.....	2,102	2,280	11	8
Biens d'équipement.....	1,980	2,336	14	18
Matériaux de construction.....	287	276	14	- 4
Matériel de transport <sup>(3)</sup> .....	260	303	44	17
Aliments.....	621	648	- 4	4
Autres produits de consommation.....	743	837	12	13
Divers.....	248	301	25	21
Total.....	6,809	7,558	12	11
Produits automobiles.....	1,035	1,447	38	40
Total général.....	7,844	9,006	15	15

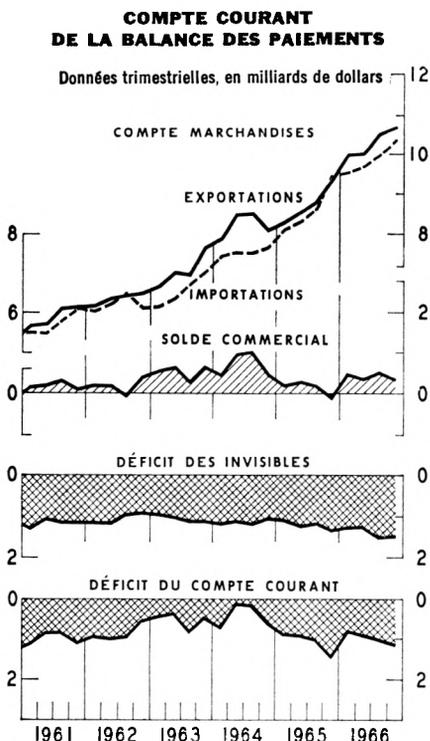
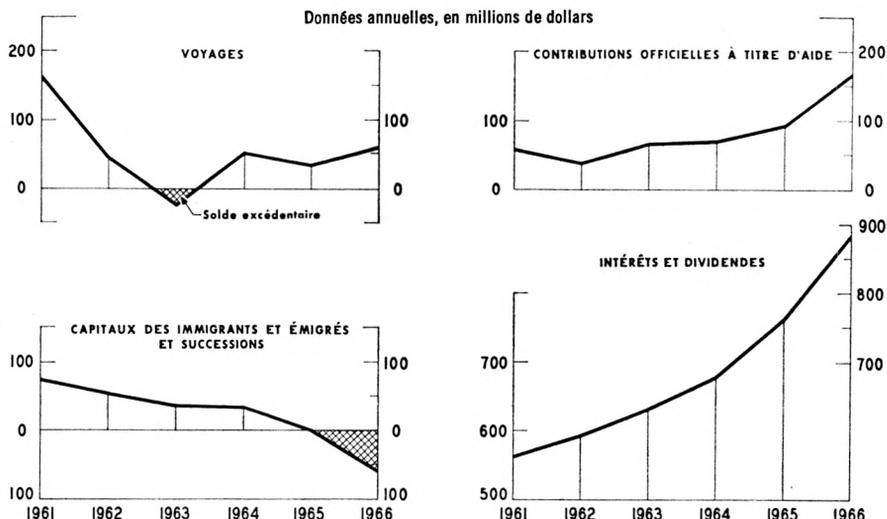
(1) Chiffres établis d'après la statistique du commerce extérieur du Canada.

(2) Le comparaisn porte sur les onze premiers mois de 1965 et de 1966.

(3) Non compris les produits automobiles.

Le déficit de la balance des invisibles est passé de 1,201 millions de dollars en 1965 à 1,363 millions en 1966. Les postes des intérêts et dividendes et des contributions officielles à titre d'aide à l'étranger se sont soldés par des déficits accrus, qui n'ont été que partiellement couverts par l'amélioration de l'excédent au poste successions et capitaux des migrants et par un accroissement des dé-

## COMpte DES INVISIBLES SOLDE DÉFICITAIRE DE CERTAINS POSTES



Données corrigées des variations saisonnières et mises sur une base de 12 mois.

penses des gouvernements étrangers au Canada, pour la construction de leurs pavillons à l'Expo 67. Dans une très large mesure, l'accroissement des contributions à l'aide officielle eut pour contrepartie des expéditions de blé à l'Inde, recensées avec nos exportations.

Notre balance courante avec l'ensemble des pays du monde a dégagé un déficit de 983 millions de dollars en 1966, contre 1,083 millions en 1965 et 424 millions en 1964. Le déficit de nos opérations courantes avec les États-Unis a accusé une légère augmentation et atteint un nouveau record, soit 2,100 millions\*. Grâce à des exportations accrues de blé, notre surplus avec les autres pays du monde s'est accru et n'a jamais été aussi élevé depuis plus d'une dizaine d'années, sauf en 1964.

\* Exception faite de la production d'or destinée à l'exportation.

**LA PRODUCTION.** L'évolution de la demande intérieure et étrangère, décrite précédemment, a commandé celle de la production au Canada. La production a été sensiblement affectée par des conflits ouvriers, notamment au troisième trimestre, pour lequel on a recensé des pertes en jours-hommes aussi importantes que celles de toute l'année 1965. Cela explique en partie le déclin de la production industrielle au cours de l'été 1966; des gains appréciables ont été enregistrés au cours des mois suivants, mais la tendance générale après le premier trimestre, s'est traduite par un taux de progression inférieur à celui des cinq premières années de l'expansion actuelle. La production de voitures et d'acier a plafonné en 1966 et a même diminué vers la fin de l'année. Le ralentissement de l'activité dans l'industrie du bâtiment en Amérique du Nord s'est traduit dans les derniers mois de l'année par une contraction de la production dans les industries du bois, des produits de la forêt et de la construction. Une détente est également intervenue dans la construction non domiciliaire au second semestre. En revanche, le secteur des services, qui englobe le commerce, le transport, la finance et les services publics, est demeuré en progression rapide.

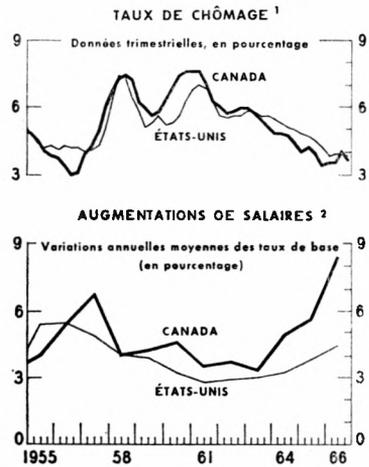
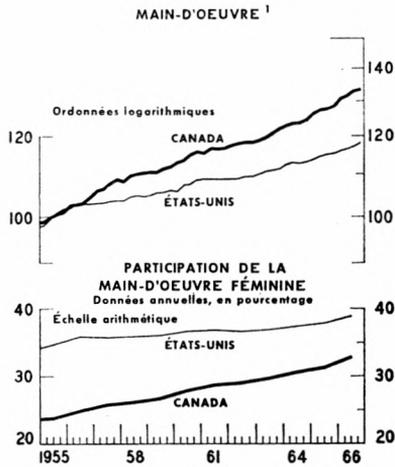
**L'EMPLOI.** Il importe de souligner que la main-d'oeuvre, en moyenne annuelle, s'est accrue au taux exceptionnel de près de 4%. Ce taux dépasse d'un point celui de 1965; sauf en 1957 où la progression avait aussi été voisine de 4%, l'augmentation de la main-d'oeuvre n'a jamais été aussi marquée. Comme en 1957, l'immigration a joué un rôle particulièrement important en 1966. D'un peu moins de 150,000 en 1965, le nombre des immigrants est passé à près de 200,000 en 1966. Toutefois, le rôle de l'immigration en 1966 a été moins considérable qu'en 1957, alors que le Canada avait accueilli plus de 280,000 immigrants, dont une proportion beaucoup plus forte que d'habitude se destinait d'ailleurs au marché du travail. Une autre caractéristique de l'accroissement de la main-d'oeuvre en 1966 a été le taux accéléré de la participation féminine, notamment des femmes mariées. La progression de la main-d'oeuvre féminine ressort à 7½% en 1966, contre 5½% environ l'année précédente. En 1966, près du tiers des femmes en âge de travailler (14 ans et plus) faisaient partie de la main-d'oeuvre, tandis qu'il y a dix ans cette proportion n'était que de 25% environ. Le taux de participation féminine au Canada en 1966 était encore de beaucoup inférieur à celui des États-Unis, bien qu'on ait vu l'écart entre les taux américains et canadiens s'amenuiser au cours des dix dernières années et passer de 11% à 6%. On peut y voir non seulement un changement d'attitudes au Canada, mais aussi un effet de la forte attraction exercée par les nombreuses offres d'emplois. De son côté, la main-d'oeuvre masculine s'est accrue d'environ 2½% en 1966, contre tout juste 2% en 1965; ce changement semble tenir en grande partie à une plus forte immigration.

Ainsi que nous l'avons précédemment signalé, l'emploi annuel moyen dans le secteur non agricole a augmenté encore plus vite en 1966 qu'en 1965, soit de

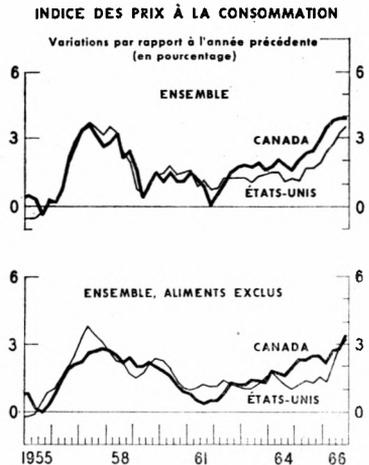
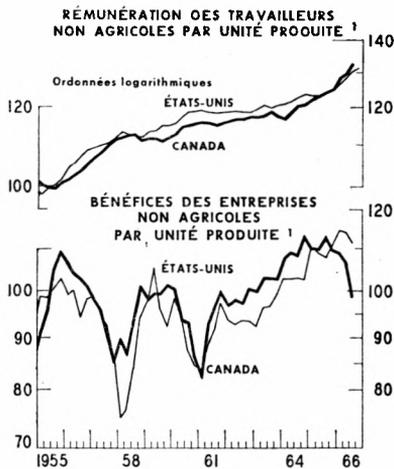
## COMPARAISONS DES CONJONCTURES AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS

Indices trimestriels: 1955 = 100 (sauf indication contraire)

### MARCHÉS DU TRAVAIL



### COÛTS, BÉNÉFICES ET PRIX



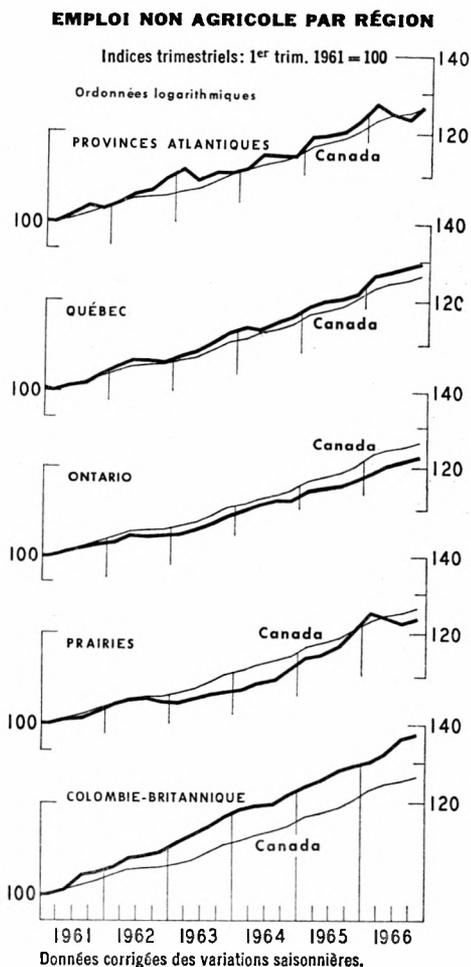
1. Données corrigées des variations saisonnières.

2. Augmentations prévues par les principales conventions collectives conclues durant l'année, à l'exclusion, notamment, des conventions arrêtées dans l'industrie de la construction. D'après les chiffres publiés par le ministère du Travail du pays intéressé.

5.4 contre 4.8%. Après avoir baissé de 5½% en 1965, l'emploi agricole a marqué un autre recul de 8½% en 1966. Depuis deux ans, la baisse en longue période de l'emploi agricole s'est poursuivie à un rythme accéléré, qui reflète, en partie du moins, les pressions exercées par la demande dans les autres secteurs du marché du travail. Tandis que la production agricole a continué de progresser au cours des dix dernières années, l'emploi agricole a diminué environ du tiers. De nos jours, l'agriculture intervient pour 7½% de l'emploi total.

Dans l'ensemble, le niveau de l'emploi en 1966 a été supérieur de 4% en moyenne à celui de 1965; il a progressé d'environ 3% chez les hommes et de presque 7½% chez les femmes. Le taux de chômage a peu varié; le taux moyen de l'année a légèrement diminué, de 3.9% en 1965 à 3.6% en 1966, mais le niveau de fin d'année était sensiblement le même en 1966 qu'en 1965.

En dépit des inégalités observées çà et là, l'emploi non agricole dans chacune des principales régions du pays a connu un fort développement en 1966, et les gains enregistrés au Québec et dans les Prairies dépassent la moyenne nationale. L'emploi agricole a diminué dans toutes les régions, sauf en Colombie-Britannique. Le plus fort taux d'accroissement de la main-d'oeuvre a été enregistré en Colombie-Britannique; viennent ensuite le Québec et l'Ontario, dont les taux dépassent la moyenne nationale, ceux des Prairies et des provinces atlantiques étant au-dessous de la moyenne. Le taux de chômage a de nouveau diminué dans toutes les régions, sauf en Colombie-Britannique, bien que la réduction ait été très faible dans le cas de l'Ontario. Le taux de chômage en Colombie-Britannique est passé d'une moyenne de 4.2% en 1965 à 4.5% en 1966; cette détérioration tient en partie au fait que les industries forestières de cette province ont été affectées par la baisse de la construction domiciliaire en Amérique du Nord; d'autre part, la progression de la main-d'oeuvre dans cette province ressort à plus de 6½% en 1966, taux particulièrement élevé.



## LE MARCHÉ DU TRAVAIL PAR REGION - 1966

	Main- d'oeuvre	Emploi			Taux de chômage	
		Agricole	Non agricole	Total	Année	4e trimestre <sup>(1)</sup>
		(Variations en % par rapport à 1965)			(En % de la main-d'oeuvre)	
Prov. atlantiques....	2.5	- 5.9	3.9	3.5	6.4	6.2
Québec.....	4.6	- 8.6	6.3	5.4	4.7	4.5
Ontario.....	4.0	- 7.3	4.7	4.0	2.5	2.5
Prairies.....	1.6	-11.4	6.2	2.2	2.1	2.2
C.-B.....	6.6	+13.6	5.7	6.1	4.5	4.9
Canada.....	3.9	- 8.4	5.4	4.2	3.6	3.6

(1) Données corrigées des variations saisonnières.

**LES COÛTS ET LES PRIX.** Les pressions à la hausse sur les coûts et les prix, déjà très perceptibles à la fin de 1965, se firent sentir nettement en 1966. Un marché du travail déjà tendu a coïncidé avec la négociation de très nombreuses conventions collectives. L'importance des gains acquis lors de conventions antérieures dans l'industrie de la construction et dans certains autres secteurs, la montée des prix, notamment ceux des aliments, et le niveau élevé des bénéfices dans certains cas, ont provoqué des demandes élevées de salaires, réclamées avec insistance et avec succès dans la plupart des secteurs de l'économie. Dans la plupart des cas, les nouvelles conventions collectives prévoient des majorations importantes pour l'année courante et pour les années à venir. Comme l'illustre le graphique de la page 38, les taux annuels moyens des augmentations de salaires prévues par les conventions collectives en 1966 sont supérieurs à ceux des années précédentes au Canada et dépassent de beaucoup les taux retenus par les conventions collectives conclues aux États-Unis en 1966. D'autres secteurs-clé où les salaires sont fixés en dehors du cadre formel des conventions collectives, auraient également connu de fortes tendances à la hausse. Même si de nombreux rajustements de salaires intervenus en 1966 n'ont pu avoir tous leurs effets sur les gains de l'année, les revenus par travailleur dans le secteur non agricole, y compris ceux qui travaillent à leur propre compte, ont progressé d'environ 7% en 1966, contre 6% en 1965.

L'augmentation moyenne des salaires en 1966 dépasse de loin l'amélioration de la productivité en longue période et même davantage l'accroissement de la productivité au cours de l'année. D'après les dernières données dont nous disposons et comme l'indique le tableau ci-contre, l'augmentation de la production par travailleur dans les secteurs non agricoles en 1966 n'aurait représenté qu'environ la moitié des gains modestes enregistrés en 1965. Dans l'industrie manufacturière, où les données sur la productivité passent généralement pour un peu plus exactes, on peut aussi constater un ralentissement marqué de la productivité. Il en résulte que la hausse des coûts unitaires en main-d'oeuvre dans la plupart des secteurs de l'économie a été encore plus forte en 1966 que celle de 1965, sur laquelle le rapport de l'an dernier attirait l'attention.

## RÉMUNÉRATION DES TRAVAILLEURS ET PRODUCTION

(Variations en pourcentage par rapport à l'année précédente)

	Canada				États-Unis
	1963	1964	1965	1966 <sup>(3)</sup>	1966 <sup>(1)</sup>
Salaires et traitements par travailleur					
Secteur non agricole <sup>(1)</sup> .....	3.5	4.1	6.0	6.9	6.4
Entreprises manufacturières <sup>(2)</sup> .....	2.4	3.8	5.2	5.9	4.0
Production par travailleur					
Secteur non agricole <sup>(1)</sup> .....	2.4	2.8	2.2	1.1	2.5
Entreprises manufacturières <sup>(2)</sup> .....	3.3	4.1	3.6	2.2	3.4
Salaires et traitements par unité produite					
Secteur non agricole <sup>(1)</sup> .....	1.1	1.2	3.7	5.8	3.8
Entreprises manufacturières <sup>(2)</sup> .....	-0.9	-0.4	1.6	3.6	0.6
Bénéfices des sociétés par unité produite					
Secteur non agricole <sup>(1)</sup> .....	4.2	7.4	0.9	-5.9	3.8
Entreprises manufacturières <sup>(2)</sup> .....	5.2	-0.5	-1.8	-8.9	-0.2

(1) Y compris la solde des militaires et les prestations supplémentaires accordées aux travailleurs. Pour ce qui e trait à l'emploi, les chiffres tiennent compte de toutes les personnes qui ont déclaré avoir un emploi (y compris celles qui travaillent à leur compte) lors du recensement mensuel de la main-d'oeuvre, ainsi que les effectifs des forces armées.

(2) Non compris les prestations supplémentaires accordées aux travailleurs. Les chiffres de l'emploi sont basés sur un dénombrement des effectifs ouvriers de tous les établissements manufacturiers; ils ne correspondent toutefois pas tout à fait aux chiffres de l'emploi qui sont implicites dans l'évaluation que le B.F.S. fait de la productivité et qui ne sont encore disponibles qu'annuellement jusqu'en 1965.

(3) Variations des neuf premiers mois de 1966 par rapport à la période correspondante de 1965.

L'accroissement des coûts unitaires en salaires a été beaucoup plus considérable au Canada qu'aux États-Unis en 1966. Pour l'ensemble du secteur non agricole, cela serait attribuable, semble-t-il, à la faiblesse des gains de productivité. Toutefois, dans l'industrie manufacturière—secteur déterminant en ce qui a trait à la situation concurrentielle du Canada vis-à-vis des autres pays—la hausse marquée des coûts unitaires en main-d'oeuvre tient à la fois à des gains de productivité plus faibles et à une progression des salaires moyens plus forte que dans le cas des États-Unis.

Il est apparu à maintes reprises que l'évolution des bénéfices et celle des prix tendaient à subir l'influence de la montée des coûts au Canada en 1966. Le rapport bénéfices/production avait plafonné en 1965. Il a baissé considérablement en 1966, notamment au troisième trimestre, alors que les grèves ont affecté sérieusement les bénéfices. Comme l'illustre le graphique en page 38 et le tableau ci-dessous, la contraction des marges bénéficiaires au Canada en 1966 contraste avec la situation aux États-Unis, bien qu'on note là aussi une réduction de ces marges dans le cas des entreprises manufacturières.

La progression des prix au Canada a été plus rapide en 1966 qu'en 1965. Les prix des produits alimentaires, qui avaient été en hausse marquée en 1965,

ont continué de monter presque tout au long de 1966. Nonobstant un léger recul des produits alimentaires au sein de l'indice des prix à la consommation vers la fin de 1966, le niveau moyen des prix de ces produits au dernier trimestre de l'année accusait tout de même une hausse de près de 10% par rapport à la période correspondante en 1964. Dans le courant de l'année, le prix de la viande, qui avait été le facteur initial de hausse, eut tendance à progresser moins vite, mais on a enregistré un courant de hausse encore plus rapide dans plusieurs autres catégories de produits alimentaires. Comme l'indique nettement le tableau ci-après, la hausse des prix, aliments non compris, a été considérable en 1966, le taux étant le double de celui de 1965; cette accélération a tenu, en partie, aux majorations de certaines taxes de vente. Les prix des biens durables, qui avaient été stables ou décroissants depuis plusieurs années, ont progressé d'environ 1% en 1966. Sur la base du graphique de la page 38 et du tableau suivant, on peut constater que la poussée des prix au Canada s'est encore révélée supérieure à celle des États-Unis, quoiqu'elle ait tendu à s'en rapprocher en fin d'année.

#### VARIATIONS DES PRIX

(En pourcentage, par rapport au 4<sup>e</sup> trimestre de l'année précédente)

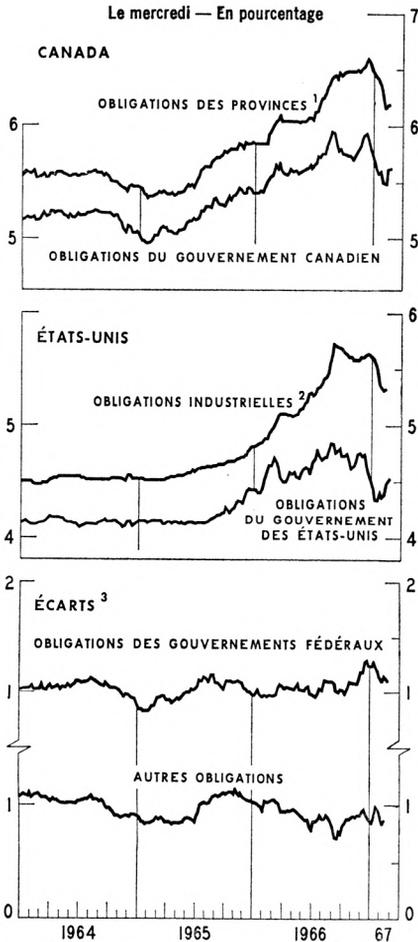
	Canada				États-Unis
	4 <sup>e</sup> trim. 1963	4 <sup>e</sup> trim. 1964	4 <sup>e</sup> trim. 1965	4 <sup>e</sup> trim. 1966	4 <sup>e</sup> trim. 1966
Indice relatif aux prix de tous les biens et services compris dans le P.N.B..	1.7	2.8	3.1	4.7 <sup>(1)</sup>	3.6
Prix à la consommation					
Indice global.....	1.6	1.6	2.9	3.9	3.5
Aliments.....	2.6	0.9	4.3	5.2	4.6
Biens et services, non compris les aliments.....	1.3	1.9	2.5	3.4	3.2
Biens, non compris les aliments.	0.8	0.8	1.2	2.8	2.1
Durables.....	-	-1.0	-	1.2	1.1
Non durables.....	1.2	1.6	1.6	3.4	2.8
Services.....	1.4	3.0	4.2	3.7	4.8

(1) Variation du 3<sup>e</sup> trimestre de 1965 au 3<sup>e</sup> trimestre de 1966.

## Évolution des marchés financiers au Canada

Le resserrement des conditions du crédit sur les marchés financiers au Canada, amorcé en 1965, s'est poursuivi presque tout au long de 1966. Des

### MOYENNES DE TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME



1. Moyenne hebdomadaire des rendements des 10 obligations provinciales comprises dans la série mensuelle publiée par la maison McLeod, Young, Weir and Co. Ltd.
2. Rendement moyen des obligations industrielles d'après Moody's Investors Service Inc.
3. Le taux au Canada moins le taux aux États-Unis.

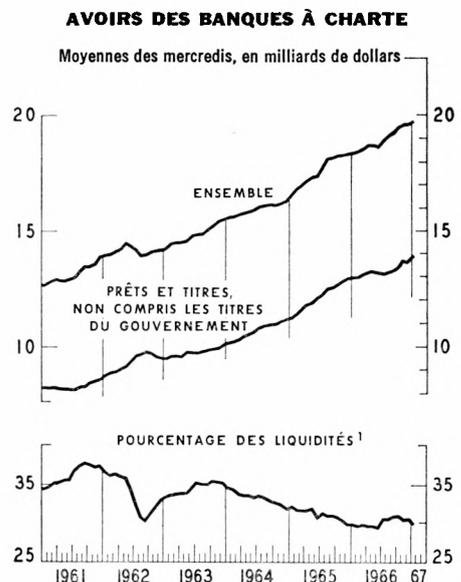
persisté aux États-Unis et en Europe. Malgré le fléchissement du taux de progression de l'activité économique au Canada, intervenu dans le courant de 1966, les demandes de crédit sont demeurées très fortes. Les taux d'intérêt à court terme se sont inscrits en hausse rapide et le rendement des obligations à long terme du gouvernement canadien a atteint un sommet voisin de 6%. La hausse des rendements de certains autres types d'obligations à long terme a été un peu plus marquée que celle des obligations du gouvernement canadien. Le crédit hypothécaire est devenu plus difficile et, au début du dernier trimestre, les taux préférentiels pratiqués pour les prêts hypothécaires ordinaires à la construction d'habitations se situaient autour de 8%. Au cours de l'été, alors que les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt aux États-Unis étaient devenues particulièrement fortes, la Banque du Canada offrit une résistance énergique à un resserrement plus accentué du crédit au Canada. L'actif global des banques à charte, qui n'avait progressé que lentement au cours du premier semestre, a pu retrouver un rythme de croissance plus rapide au second. Les banques furent en mesure d'améliorer sensiblement leurs avoirs liquides et d'en accroître effectivement l'importance au sein de leur actif total, tout en répondant à une demande croissante de prêts. Vers la fin de

l'année, les taux d'intérêt au Canada et à l'étranger étaient en baisse et cette tendance s'est poursuivie au début de 1967.

Tout au long du premier trimestre 1966, il était clair que la demande exerçait sur l'économie des pressions croissantes et que notre balance courante demeurait largement déficitaire. Aux États-Unis et en Europe les taux d'intérêt progressaient. Le 11 mars, la Banque du Canada annonçait une majoration, de 4¾ à 5¼ %, de son taux d'escompte; elle exprimait ainsi son inquiétude face aux risques d'inflation qu'avait soulignés son rapport annuel pour 1965, publié le même jour. Au premier trimestre 1966, le taux des bons du Trésor à trois mois est monté de 4.5 à 5.1%, et le taux de rendement moyen des obligations à long terme du Gouvernement du Canada, de 5.4 à 5.6%.

Au cours du deuxième trimestre, les taux de rendement des titres du gouvernement canadien ont gardé sensiblement le même niveau, bien qu'un mouvement de hausse progressive ait persisté dans certains autres secteurs. Au cours de cette période la Banque du Canada, par ses opérations d'open-market, a parfois résisté aux tendances à la baisse des taux de rendement des obligations du gouvernement canadien. De plus, lors de l'emprunt de remboursement du gouvernement le 1<sup>er</sup> mai, la Banque fit de nouveau appel à une technique qui avait été mise en oeuvre pour la première fois lors de l'emprunt de remboursement du 1<sup>er</sup> février: elle informa les distributeurs initiaux des titres du gouvernement canadien de sa décision de se porter acquéreur d'obligations du nouvel emprunt en échange de titres plus longs qu'elle détenait en portefeuille. Dans le cadre de cette offre, la Banque a cédé 49 millions de dollars d'obligations échéant en 1988 et en 1990, en échange principalement de nouvelles obligations échéant en 1980 du nouvel emprunt. Le Tableau I, présenté en Annexe, résume les opérations sur titres de la Banque du Canada en 1966.

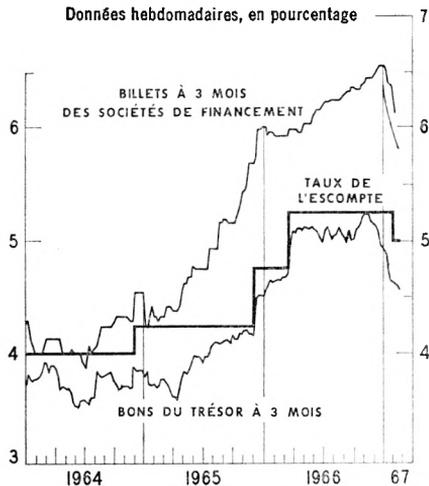
Le taux annuel moyen de la progression des actifs bancaires en dollars canadiens s'est infléchi, tombant même à 3% environ durant le premier semestre, contre 12% en 1965. Bien que les prêts en dollars canadiens des banques à charte aient progressé au rythme annuel moyen de 5% seulement pendant le premier semestre, contre 20% en 1965, le rapport Avoirs Liquides/Actif Total a continué de décliner. Sur le marché hypothécaire, les prêts con-



Données corrigées des variations saisonnières.  
1. Rapport des avoirs liquides à l'ensemble des principaux postes de l'actif.

scentis par les établissements privés, en recul sensible au deuxième semestre 1965, se sont maintenus à un niveau plutôt modeste; comme la demande de prêts hypothécaires demeurait très forte, les taux d'intérêt pratiqués pour les prêts hypothécaires ordinaires ont progressé davantage. L'expansion du crédit à la consommation consenti par les banques et par d'autres prêteurs s'est sensiblement ralenti au second trimestre.

### TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Vers le milieu de l'année, comme il devenait de plus en plus évident que la demande globale s'apaisait, la Banque du Canada décida d'offrir de la résistance à un resserrement plus poussé du crédit. Elle pratiqua à l'endroit des réserves-encaisse des banques à charte une politique qui permettait à ces établissements d'accroître l'ensemble de leurs actifs plus rapidement qu'au début de l'année. Les banques ont également pu améliorer sensiblement leur coefficient de liquidité en même temps que s'amorçait une progression accélérée de leurs prêts. Les opérations de la Banque sur les titres du gouvernement canadien, bons du Trésor compris, visèrent également à ralentir la progression des taux

d'intérêt et le rendement des bons du Trésor à trois mois s'est stabilisé autour de 5.1% jusqu'en octobre.

Au mois d'août, un rapide courant de hausse emportait les taux de rendement des titres du gouvernement canadien. L'effondrement des cours sur le marché obligataire des États-Unis, amorcé à la mi-août, entraîna des complications pour le refinancement d'un important emprunt du gouvernement canadien, échéance du 1<sup>er</sup> septembre, opération dont les modalités avaient été annoncées le 15 août. La Banque estima qu'elle devait combattre toute augmentation excessive des taux d'intérêt au Canada et, dans la poursuite de cet objectif, elle accorda un appui ferme au marché des obligations. Dans la semaine qui avait précédé l'annonce de la nouvelle émission, la Banque avait fait l'acquisition, sur le marché, d'obligations à long terme du gouvernement canadien, pour un montant de 3 millions de dollars; le jour où l'émission fut annoncée et le lendemain, elle acheta pour un montant de 58 millions d'obligations sur le marché. Elle porta, en outre, le montant de sa souscription à la nouvelle émission bien au-delà des engagements pris au départ, qui étaient de 175 millions. Au total, le montant des achats et des souscriptions de titres du gouvernement canadien par la Banque s'élevait à 314 millions vers le milieu d'août, tandis que le montant de

l'échéance du 1<sup>er</sup> septembre qu'elle avait en portefeuille ne totalisait que 115 millions. Un peu plus tard, au cours du mois d'août, elle acheta sur le marché 21 millions de dollars d'obligations du gouvernement canadien. En dépit de ces interventions énergiques, les taux d'intérêt ont marqué des avances considérables et, vers la fin du mois, le rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement canadien touchait un sommet de 5.97%.

A la fin d'août, les marchés obligataires firent volte-face et les taux de rendement des titres du gouvernement déclinèrent rapidement, tant aux États-Unis qu'au Canada. Afin de réduire l'ampleur de ce renversement de tendance, la Banque du Canada céda au marché, au début de septembre, des obligations du gouvernement canadien pour un total de 55 millions; d'autres cessions eurent lieu plus tard dans le mois. Aussi les effets sur les réserves-encaisse des banques produits par les souscriptions et les achats massifs d'obligations décrits précédemment, furent-ils, en très grande partie, compensés par une réduction du compartiment des bons du Trésor au portefeuille de la Banque et par des cessions de devises au Fonds des changes.\*

Les émissions d'obligations canadiennes négociées aux États-Unis ont été d'un volume assez modeste au troisième trimestre, et le cours du dollar canadien s'est inscrit en recul au mois de septembre. A la fin de septembre et au cours du mois suivant, les opérations de la Banque ont visé en partie à assurer le maintien d'un écart approprié entre les taux de rendement canadiens et américains sur les marchés obligataires. La Banque céda au comptant des obligations du gouvernement canadien pour un total net de 13 millions de dollars vers la fin de septembre, et de 16 millions en octobre. Un montant supplémentaire de 56 millions—essentiellement des titres à long terme—fut cédé au marché contre des titres à court terme.

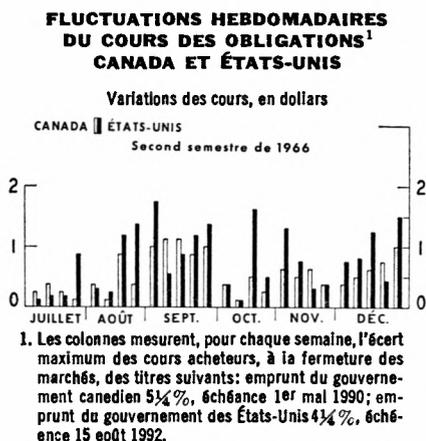
Au cours d'octobre, les taux de rendement des obligations du gouvernement canadien ont peu varié, alors que baissait le rendement des titres de même nature aux États-Unis. En ce qui a trait aux autres titres, l'écart entre les taux de rendement moyens canadiens et américains s'est agrandi. Au Canada comme aux États-Unis, les taux ont monté en novembre, mais les taux canadiens ont progressé plus rapidement, poursuivant leur mouvement ascendant en décembre, bien que la Banque ait acheté du marché certains titres du gouvernement. Vers la fin de l'année, cependant, les taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis s'inscrivaient en baisse et le climat de détente sur les marchés financiers s'est maintenu au début de 1967.

---

\* Il s'agit de devises acquises au préalable du Fonds des changes, pour une durée limitée, dans les cas où la Banque n'estimait pas opportun, pour assurer un accroissement des encaisses bancaires, d'acheter des titres sur le marché. Lorsque le Fonds cède des devises à la Banque, celle-ci en verse la contre-valeur au crédit du Receveur Général; le virement de ces fonds au crédit du gouvernement dans les banques accroît d'autant les réserves-encaisse de ces établissements. Au cours de 1966, la Banque du Canada a fait un usage fréquent de ces opérations qui facilitaient l'administration de la politique monétaire en matière de réserves-encaisse. Les opérations de ce genre, comme d'autres d'ailleurs, ont une incidence sur ses avoires nets en monnaies étrangères, dont les variations mensuelles sont recensées au Tableau II présenté en Annexe.

Le 30 janvier 1967, la Banque du Canada abaissa son taux d'escompte de 5¼ à 5%. Le taux moyen à l'adjudication hebdomadaire des bons du Trésor à trois mois est descendu de 5.20% à la mi-novembre à 4.68% lors de la dernière adjudication de janvier, puis à 4.58% lors de celle de février. Le taux de rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement canadien, qui avait été de 5.93% au début de décembre, est tombé à 5½% environ, dans la première semaine de février 1967, pour remonter à 5.61% à la fin du mois.

Un tableau assez détaillé des événements au cours des mois d'août et de septembre a été présenté précédemment. Il souligne de façon saisissante un problème qui s'est posé à plusieurs reprises en 1966 et au début de 1967 et qu'on doit rattacher aux variations, sensiblement plus accentuées que par le passé, des taux d'intérêt aux États-Unis. C'est ce qui ressort nettement du graphique de la page 43. Par exemple, le taux de rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement des États-Unis est passé de 4.41% le 21 janvier 1966 à 4.70% le 28 février, et il était descendu à 4.53% le 23 mars. De 4.73% le 12 août, il s'était élevé à 4.91% le 29 août et, le 9 septembre, il était redescendu à 4.73%. Entre le 25 octobre et le 18 novembre, il a progressé de 4.59% à 4.75%; de 4.76% le 8 décembre, il était descendu à 4.32% le 16 janvier 1967, puis à la fin de février, il avait atteint 4.53%. Ce mouvement de balancier a eu des effets très sensibles sur l'attitude du marché obligataire canadien face à l'avenir et la Banque du Canada dut tenir compte de l'incidence de ces facteurs sur l'évolution de la conjoncture du crédit au Canada et sur les entrées et sorties de capitaux.

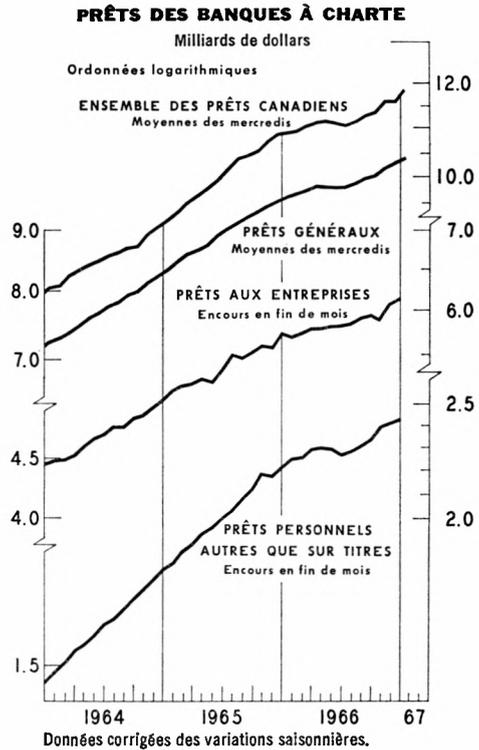


L'instabilité accrue du marché des valeurs aux États-Unis s'est manifestée aussi dans des fluctuations journalières très accentuées des cours et des rendements. Le graphique ci-contre illustre, pour le second semestre 1966, les fluctuations hebdomadaires du cours d'une obligation-type à long terme du gouvernement, au Canada et aux États-Unis. Les fluctuations du marché américain ont été beaucoup plus considérables qu'auparavant, et elles furent de loin supérieures à celles du marché canadien.

#### **BANQUES À CHARTE ET AUTRES ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS.**

Les avoirs en dollars canadiens des banques à charte, en hausse de 12% en 1965, ont progressé à un taux annuel de 3% au cours du premier semestre 1966, et de 10% au second semestre. Au cours des six derniers mois de l'année, alors

que les prêts en dollars canadiens consentis par les banques se développaient à un taux annuel de 9% (près du double du taux du premier semestre), les banques ont pu néanmoins élever leur taux de liquidité. Les prêts aux entreprises ainsi que les prêts personnels avaient augmenté lentement au premier semestre, l'encours des prêts personnels non garantis ayant même baissé au deuxième trimestre alors que les banques subissaient de fortes tensions. Au second semestre, les prêts aux entreprises et les prêts personnels amorcèrent une expansion plus rapide, bien que, pour l'ensemble de l'année, leurs taux de progression aient été inférieurs de 50% à ceux de 1965. Les prêts personnels cautionnés par des titres négociables ont diminué d'une façon assez uni-



**PRINCIPAUX AVOIRS EN DOLLARS CANADIENS  
DE CERTAINES CATEGORIES D'ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS<sup>(1)</sup>**

	Milliards de dollars décembre 1966	Accroissement annuel, en pourcentage				
		Déc. 1960 à déc. 1964	1965		1966	
			Premier semestre	Second semestre	Premier semestre	Second semestre
Banques à charte.....	19.7	7	12	11	3	10
Autres établissements						
Banques d'épargne du Québec..	.4	7	8	5	7	8
Sociétés de fiducie.....	3.7 <sup>e</sup>	22	26	12	7	15 <sup>e</sup>
Sociétés de prêts hypothécaires..	2.3 <sup>e</sup>	20	20	13	6	5 <sup>e</sup>
Sociétés de financement des ventes et sociétés de crédit à la consommation.....	4.0 <sup>e</sup>	11	18	12	-2	8 <sup>e</sup>
Caisses Populaires Desjardins du Québec.....	1.3 <sup>e</sup>	11	13	13	13	11 <sup>e</sup>
Total .....	11.7 <sup>e</sup>	15	20	12	4	10 <sup>e</sup>
Total général.....	31.4 <sup>e</sup>	9	15	12	3	10 <sup>e</sup>

(Données corrigées des variations saisonnières)

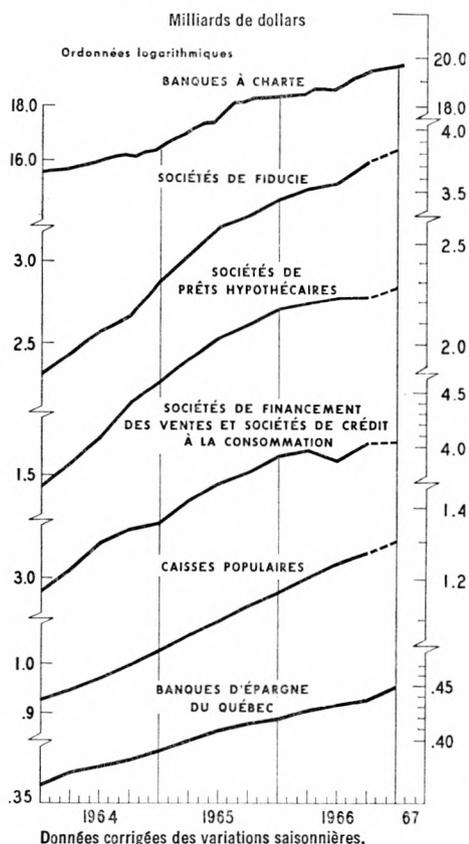
e: Évaluation.

(1) Ces chiffres comprennent tous les avoirs en dollars canadiens, sauf les immobilisations, les participations dans des filiales et les postes divers de l'actif. Sont aussi compris, dans le cas de certains établissements, des montants peu importants d'avoirs en monnaies étrangères.

forme tout au long de 1966. En revanche, les prêts recensés sous d'autres rubriques ont progressé, à l'exception des concours aux sociétés de financement des ventes à tempérament, dont le niveau avait été particulièrement élevé au second semestre 1965 après la faillite de l'Atlantic Acceptance Corporation. Les prêts aux municipalités ont continué d'augmenter en 1966, après avoir atteint au second semestre 1965 des niveaux particulièrement élevés, sans doute par anticipation des paiements à recevoir de l'Office du développement municipal et de prêts aux municipalités. Les crédits en monnaies étrangères consentis par les banques aux résidents canadiens se sont accrus de 91 millions de dollars en 1966 contre 275 millions en 1965.

La hausse des taux d'intérêt et un développement plus lent de l'actif des banques à charte en 1966 ont coïncidé avec une progression ralentie des actifs de la plupart des autres établissements financiers; l'actif total d'une importante catégorie d'établissements—les sociétés de

**PRINCIPAUX AVOIRS EN DOLLARS CANADIENS DE CERTAINS ÉTABLISSEMENTS FINANCIERS**



de prêts à la consommation—a enregistré une légère baisse au cours du deuxième trimestre 1966. Nous ne disposons pas encore de renseignements définitifs pour le mois de décembre 1966, mais il semblerait que le taux de développement des sociétés de fiducie, de financement des ventes et de prêts à la consommation, ait été plus élevé après le premier semestre, tout comme celui des banques.

Le développement moins rapide des établissements financiers témoigne des difficultés qu'ils ont éprouvées à se procurer des fonds à des conditions permettant de réaliser une marge bénéficiaire qui les inciterait à se développer. Aussi faut-il voir dans l'expansion moins rapide de ces établissements l'une des causes importantes des difficultés croissantes éprouvées par les particuliers et la petite entreprise qui adressent généralement à ces bailleurs leurs demandes de concours. Les emprunteurs du marché hypothécaire ont été particulièrement touchés. D'autres catégories d'emprunteurs, comme les grandes entre-

prises, ainsi que les gouvernements et leurs exploitations, ont mieux réussi à se financer, bien qu'à des taux d'intérêt élevés, car ces emprunteurs ont pu s'adresser directement au public canadien et aux non-résidents par voie d'émission de titres. Ce genre de situation est caractéristique des périodes de resserrement du crédit où les taux d'intérêt à court terme sont plutôt élevés par rapport aux taux à long terme.

### ÉVOLUTION DE CERTAINS AVOIRS FINANCIERS DU PUBLIC<sup>(1)</sup>

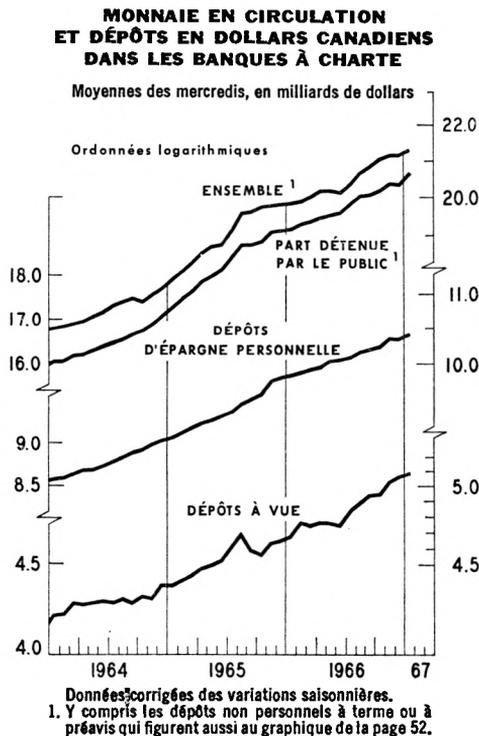
(Millions de dollars)

	En décembre			Variation en pourcentage		
	1964	1965	1966	1964	1965	1966
Monnaie en circulation.....	2,183	2,351	2,495	6.2	7.7	6.1
Dépôts à vue dans les banques à charte...	4,510	4,779	5,194	6.3	6.0	8.7
Dépôts d'épargne personnelle dans les banques à charte.....	8,846	9,642	10,140	5.9	9.0	5.2
Dépôts dans les banques d'épargne du Québec.....	376	402	421	8.4	6.9	4.7
Dépôts dans les Caisses Populaires Desjardins du Québec.....	910	1,028	1,140 <sup>e</sup>	10.3	13.0	10.9 <sup>e</sup>
Dépôts à vue et contre certificats dans les sociétés de fiducie et de prêts.....	1,378	1,485	1,475 <sup>e</sup>	27.7	7.8	-0.7 <sup>e</sup>
<b>Total.....</b>	<b>18,203</b>	<b>19,687</b>	<b>20,865<sup>e</sup></b>	<b>7.7</b>	<b>8.2</b>	<b>6.0<sup>e</sup></b>
Dépôts dans les banques à charte						
Dépôts non personnels à terme ou à préavis, non compris ceux des particuliers.....	1,494	2,303	2,480			
Dépôts de résidents en monnaies étrangères						
Liés à un contrat de change à terme	718	549	742			
Autres.....	606	669	889			
Papier à court terme détenu par des résidents						
Émis par des sociétés de financement....	600	550	630			
Émis par d'autres emprunteurs.....	275	165	180			
Billets à court terme des provinces et des municipalités.....	160 <sup>e</sup>	250 <sup>e</sup>	316 <sup>e</sup>			
Acceptations bancaires.....	11	150	170			
Gouvernement du Canada						
Bons du Trésor.....	332	157	170			
Obligations négociables, échéances à moins de trois ans.....	1,402	1,441	1,480			
Obligations d'épargne.....	5,613	5,866	6,089			
Certificats de placement des sociétés de fiducie.....	1,535	1,973	2,375 <sup>e</sup>			
Débitures des sociétés de prêt foncier....	981	1,085	1,200 <sup>e</sup>			
<b>Total général.....</b>	<b>31,930</b>	<b>34,845</b>	<b>37,586<sup>e</sup></b>	<b>8.7</b>	<b>9.1</b>	<b>7.9<sup>e</sup></b>

e: Évaluation.

(1) Ce tableau englobe, sous certaines rubriques, de faibles montants d'avois détenus par des non-résidents.

Le tableau ci-contre fait état des variations des principaux avoirs liquides du public au cours des dernières années. Le total des rubriques du premier groupe accuse une augmentation moins rapide des dépôts transférables par chèques et d'autres créances très liquides, en regard des années précédentes. Il n'y a pas eu de majoration de l'intérêt payé sur les dépôts d'épargne personnelle dans les banques à charte ou dans les banques d'épargne du Québec, ou sur les comptes d'épargne dans la plupart des sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires. Alors que la plupart des autres catégories d'avoirs liquides étaient assorties de taux d'intérêt en hausse passablement rapide, le taux de progression de ces créances liquides sur les banques et les autres établissements a fléchi. Toutefois, les dépôts à vue dans les banques à charte ont augmenté à un taux annuel de 13% au cours du second semestre 1966 et de 9% en moyenne pour l'année entière, contre un peu moins de 6% en 1964 et en 1965. Il est possible que la hausse plutôt considérable observée en 1966 soit due en partie à une augmentation des dépôts laissés en banque en contrepartie des services rendus à la clientèle par les banques à charte.



Les dépôts à terme ou à préavis en dollars canadiens dans les banques à charte, à l'exception de ceux des particuliers, n'ont augmenté que de 8% en 1966, contre 75% entre le troisième trimestre 1964 et le troisième trimestre 1965, alors que l'intérêt payé sur ces dépôts était plus élevé que celui qu'offraient des placements substituables. Bien que les banques aient continué, en 1966, à offrir des taux relativement élevés sur les gros dépôts à terme en dollars canadiens, le public a eu néanmoins la possibilité, durant une bonne partie de l'année, de réaliser des taux plus élevés sur d'autres types de placements à court terme, y compris les dépôts en monnaies étrangères détenus en banque. Dans le

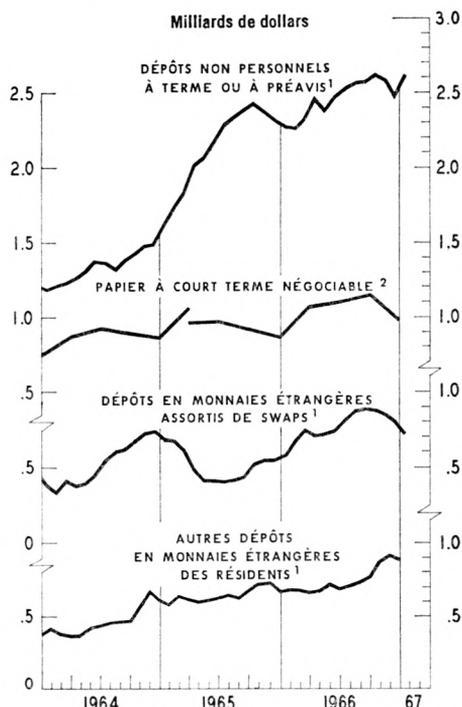
courant de l'année, les taux de rendement offerts par les banques les mieux considérées de la Grande-Bretagne et d'Europe sur les dépôts en dollars É.-U. des banques à charte, atteignirent un sommet voisin de 7% et les taux d'intérêt

pratiqués sur le marché monétaire de New-York ont aussi touché de hauts niveaux. Grâce à l'attrait des taux de rendement des placements à court terme à l'étranger, les banques à charte se trouvaient en mesure d'offrir aux Canadiens des taux d'intérêt élevés sur des dépôts en monnaies étrangères; le total de ces dépôts (simples dépôts en monnaies étrangères ou dépôts assortis de swaps) a marqué un sommet en octobre, soit 1,750 millions de dollars. Malgré la baisse intervenue par suite du recul des taux pratiqués pour les placements en dollars É.-U., ces dépôts ont augmenté de 413 millions de dollars, ou 34%, en 1966.

En décembre 1966, l'ensemble des dépôts bancaires en dollars canadiens et de la circulation fiduciaire accusait une avance de 6.7% sur le total de l'année précédente, alors qu'il avait augmenté de 11.9% en 1965. La part inscrite au nom du public, c'est-à-dire en excluant les dépôts du gouvernement canadien, est en hausse de 6.5%, contre 12% en 1965. Si à ce total on ajoute les dépôts en monnaies étrangères des résidents, l'ensemble des dépôts bancaires et de la circulation fiduciaire détenus par le public aura progressé de 8.1%, contre 10.6% en 1965. Dans le cas de toutes ces séries statistiques, les hausses observées en 1966 ont été plus rapides au second semestre qu'au premier semestre.

En 1966, les résidents ajoutèrent 160 millions de dollars à leur portefeuille de titres à court terme émis par des sociétés de financement, d'autres sociétés commerciales, des provinces et des municipalités. L'encours des acceptations bancaires dégage une hausse de 20 millions. Les sociétés de fiducie et les sociétés de prêts hypothécaires ont continué à majorer les taux d'intérêt sur leurs certificats à terme et sur leurs débetures, réussissant ainsi à en augmenter considérablement l'encours. Au sein du portefeuille du public, le compartiment des obligations négociables à court terme du gouvernement canadien a enregistré une certaine augmentation, et celui des obligations d'épargne, un fort développement en raison du succès remporté par l'émission du Centenaire.

### ÉVOLUTION DE CERTAINS AVOIRS À COURT TERME DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS



1. Dans les banques à charte.
2. Papier à court terme émis par des sociétés de financement et par d'autres entreprises, ainsi que les acceptations bancaires. La rupture de la courbe est attribuable à un changement dans les composantes de cette rubrique.

**AUTRES TENDANCES SUR LE MARCHÉ DES CAPITAUX.** Le resserrement des conditions de crédit en 1966 s'est particulièrement fait sentir sur le marché hypothécaire. Les sociétés d'assurance-vie, de fiducie et de prêts hypothécaires et d'autres établissements privés, dont les engagements, au chapitre des prêts hypothécaires, avaient progressé à un rythme inhabituel au début de 1965, ont réduit considérablement le volume de leurs nouveaux engagements au second semestre 1965 et au cours de 1966. Au cours des dix-huit mois écoulés depuis

### PRÊTS HYPOTHÉCAIRES APPRUVÉS

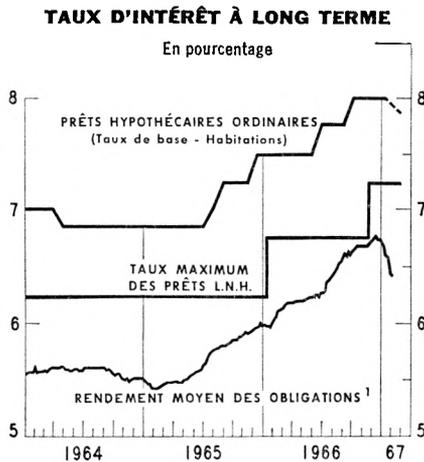
(Millions de dollars)

	Établissements prêteurs privés					
	Prêts ordinaires			Garantis aux termes de la L.N.H.	S.C.H.L.	Total
	Habitations exclues	Habitations				
	Existantes	Nouvelles				
1964-Premier semestre.	231	295	375	182	79	1,162
Second semestre..	276	345	437	170	297	1,525
1965-Premier semestre.	338	436	470	186	86	1,516
Second semestre..	243	313	432	135	375	1,498
1966-Premier semestre.	217	281	346	132	135	1,111
Second semestre..	170 <sup>e</sup>	190 <sup>e</sup>	225 <sup>e</sup>	59	410	1,054 <sup>e</sup>

e: Évaluation.

le milieu de 1965, le montant des prêts hypothécaires approuvés par les institutions privées était de 27% inférieur à celui des engagements contractés au cours des dix-huit mois précédents. Les prêts du secteur privé à la construction de maisons unifamiliales, consentis aux termes de la L.N.H., ont accusé une baisse

particulièrement forte, mais la Société centrale d'hypothèques et de logement a étendu son programme de prêts directs, ce qui eut pour effet d'accroître le total des prêts L.N.H. en 1965 et d'en limiter le recul à 6% en 1966. Sur le marché hypothécaire, les conditions difficiles de crédit ont très durement affecté le financement des nouveaux blocs d'appartements, des maisons en rangée, des propriétés non domiciliaires et des propriétés résidentielles déjà construites.



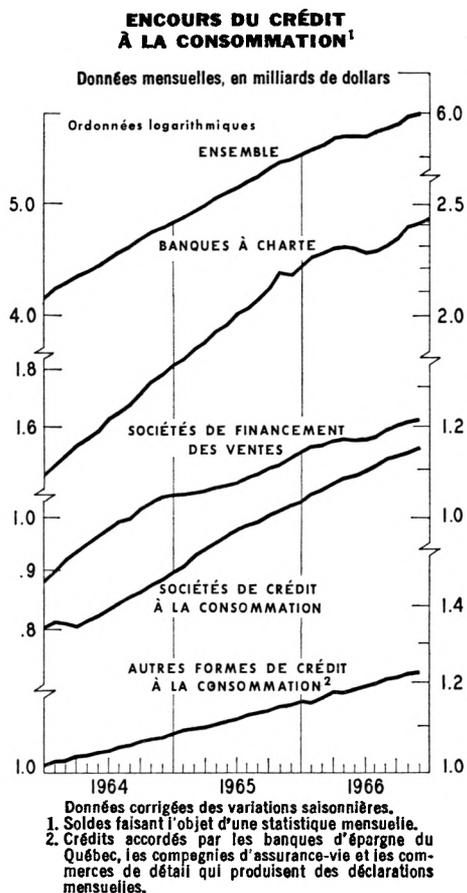
1. Moyenne hebdomadaire des rendements des 40 obligations de provinces, de municipalités, de services d'utilité publique et de sociétés industrielles comprises dans la série mensuelle publiée par la maison McLeod, Young, Weir and Co. Ltd.

La diminution de l'offre de capitaux sur le marché hypothécaire, jointe à une demande demeurée très

forte, a conduit à un mouvement de hausse des taux d'intérêt pratiqués pour les prêts hypothécaires ordinaires. Dans ce secteur, les taux préférentiels, qui s'étaient maintenus à un niveau inférieur à 7% jusqu'au milieu de 1965, sont montés à environ 7½% vers la fin de 1965, pour se situer autour de 8% au dernier trimestre 1966. Au début de 1967, certains établissements abaissèrent leur taux d'intérêt préférentiel à 7¾%. Le taux des prêts hypothécaires consentis aux termes de la Loi nationale sur l'habitation a été relevé le 10 janvier 1966, de 6¼% à 6¾%. On fut alors témoin d'une reprise éphémère des prêts consentis en vertu de la L.N.H., mais comme les établissements pouvaient réaliser des taux de rendement de plus en plus élevés sur des placements en prêts hypothécaires ordinaires ou en obligations, les prêts L.N.H. présentaient relativement peu d'attraits. Le 22 novembre, le taux maximum était porté à 7¼% et on annonça qu'à partir d'avril 1967, il serait fixé trimestriellement à 1½% au-dessus du taux de rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement canadien, calculé pour les quatre mercredis précédant le premier jour du trimestre et arrondi au quart de point.

Au cours du premier semestre 1966, les banques à charte et les sociétés de financement des ventes à tempérament ont réduit leurs prêts à la consommation, ce qui eut pour effet de freiner sensiblement le rythme d'augmentation de l'encours du crédit à la consommation. A compter de juillet, le crédit à la consommation, notamment les prêts des banques à charte, s'est de nouveau développé; mais les résultats pour l'ensemble de l'année dégagent un taux de progression bien inférieur à celui de 1965. La statistique du crédit à la consommation n'englobe pas les prêts à la consommation cautionnés par des hypothèques sur habitations, mais ces concours ont sûrement été moindres en 1966, en raison du resserrement du crédit hypothécaire.

La progression des investissements des entreprises en 1966 a fait l'objet de quelques commentaires à la page 29. Les liquidités fournies par les bénéfices



non répartis et les provisions pour amortissement ont dépassé de très peu celles de 1965, et les concours externes auxquels les entreprises ont dû faire appel sont passés de 2 milliards de dollars environ en 1965 à 2.75 milliards en 1966. Comme en fait foi le tableau ci-après, le volume des fonds obtenus par les entreprises non financières de leurs principales sources habituelles a diminué considérablement, bien que leurs besoins de financement externe se soient accrus. Bien que les entreprises aient réussi à obtenir, par la vente d'obligations, d'actions et de papiers commerciaux sur les marchés financiers, à peu près le même montant global de fonds—à des coûts toutefois progressivement plus élevés—les sommes empruntées auprès des intermédiaires financiers comme les banques, les sociétés de financement, et les prêteurs sur les marchés hypothécaires ont été beaucoup moins importantes qu'en 1965. Comme le montre le tableau suivant, le total des emprunts obtenus dénote une régression sensible par rapport à 1965 et aurait été en deçà de leurs besoins. Les entreprises avaient peu à peu accumulé des avoirs financiers au cours de la période 1962-1965 et elles ont probablement dû céder une bonne partie de leurs portefeuilles d'avoirs liquides au cours de 1966 afin de répondre au besoin de financer leurs projets d'investissement. Aussi peut-on déduire de tous ces faits que les petites entreprises, dépendantes pour la plupart des concours des intermédiaires financiers, ont été touchées plus sévèrement que la plupart des grandes par les difficultés d'approvisionnement sur le marché du crédit pendant l'année 1966.

**PRINCIPALES SOURCES DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES  
AUTRES QUE CELLES DU SECTEUR FINANCIER**

(Millions de dollars)

	<u>1965</u>	<u>1966</u>
Augmentations:		
Prêts en dollars canadiens des banques à charte . . .	655	393
Prêts et portefeuilles-titres des banques à charte en monnaies étrangères . . . . .		91
Prêts des sociétés de financement des ventes . . . . .	275	—150 <sup>e</sup>
Autres prêts à terme . . . . .	307	70
Prêts hypothécaires aux entreprises . . . . .	50	300 <sup>e</sup>
	<hr/>	<hr/>
Total . . . . .	1,687	704
Émissions nettes:		
Papier commercial et acceptations bancaires . . . . .	32	61
Obligations . . . . .	950	773
Actions . . . . .	333	444
Apport net de l'investissement direct des non-résidents	280	670
	<hr/>	<hr/>
Total . . . . .	1,595	1,948
	<hr/>	<hr/>
Total général . . . . .	3,282	2,652
	<hr/>	<hr/>

e: Évaluation.

Le Tableau III, présenté en Annexe, fait état des opérations financières du gouvernement. En termes de comptabilité nationale, le compte dépenses et revenus aurait accusé en 1966 une détérioration nette d'environ 425 millions de dollars. Outre les revenus ainsi comptabilisés, des perceptions de 134 millions de dollars ont été enregistrées au titre de l'impôt restituable sur les bénéfices réalisés des sociétés, introduit en mars dernier; de son côté le Régime de pensions du Canada a produit des recettes de 528 millions. Toutefois, le produit de l'impôt restituable est entièrement gardé pour fins de restitution ultérieure aux sociétés, et la majeure partie des recettes du Régime de pensions a été reprise aux provinces suivant les dispositions mêmes de ce Régime. On note, en plus de la détérioration du solde des comptes publics, un accroissement de 418 millions au chapitre des affectations relatives aux divers programmes de prêts du gouvernement et autres fins recensées au tableau ci-après.

En 1966, les besoins de liquidités, pour des fins indépendantes des opérations de change et de nos rapports avec le Fonds Monétaire International, ont totalisé 692 millions, en contraste avec des recettes nettes de 92 millions en-

### PRINCIPAUX PRÊTS ET AVANCES DU GOUVERNEMENT CANADIEN

(Augmentations, en millions de dollars)

	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
Société centrale d'hypothèques et de logement <sup>(1)</sup> .....	203	276	456
Société du crédit agricole.....	89	145	167
Office du développement municipal et des prêts aux municipalités <sup>(1)</sup> .....	3	74	139
Loi sur les terres destinées aux anciens combattants.....	14	20	51
Total.....	<u>309</u>	<u>515</u>	<u>813</u>
Exposition universelle de 1967.....	-	22	115
Chemins de fer nationaux du Canada (à l'exclusion des avances en couverture des déficits d'exploitation et pour remboursement de dette).....	31	25	17
Société de l'Énergie atomique du Canada.....	- 3	14	11
Conseil des ports nationaux.....	2	2	17
Aménagement hydro-électrique des provinces de l'Atlantique	3	4	31
Prêts aux fabricants relativement à l'accord canado-américain sur les produits automobiles.....	-	-	11
Société d'assurance des crédits à l'exportation.....	33	50	38
Prêts à des gouvernements étrangers.....	- 7	10	7
Total général.....	<u>368</u>	<u>642</u>	<u>1,060</u>

(1) Déduction faite de la part de 25% des avances aux administrations municipales dont le gouvernement peut faire remise et qu'il inscrit comme dépense au budget de l'exercice au cours duquel l'avance est faite.

registrées sous ces mêmes rubriques en 1965. De nos opérations de change et de nos rapports avec le F.M.I., ont découlé des recettes nettes de 441 millions. L'encours des titres en dollars canadiens du Gouvernement du Canada, autres que ceux qui sont détenus dans les portefeuilles du gouvernement, a progressé de 301 millions de dollars et la caisse du gouvernement a augmenté de 50 millions.

Le portefeuille de la Banque du Canada en titres libellés en dollars canadiens du gouvernement canadien est resté à peu près le même, alors que le portefeuille des banques a augmenté de 167 millions de dollars et celui du public de 132 millions. L'encours des Obligations d'épargne du Canada s'est accru de 222 millions et celui des titres négociables du gouvernement détenus par le public a baissé de 90 millions. La dette du gouvernement, en dollars É.-U., à l'exclusion des titres détenus dans des portefeuilles de placement du gouvernement, a été réduite de 163 millions de dollars, y compris une baisse de 157 millions attribuable à des rachats effectués par le gouvernement dans la conduite de ses opérations liées aux réserves officielles.

En 1966, les dépenses des provinces et des municipalités ont augmenté plus vite que leurs revenus. De plus, les exploitations provinciales et municipales, notamment les régies hydro-électriques, ont exécuté des projets d'investissement d'importance. Il en est donc résulté des besoins de fonds beaucoup plus consi-

### **SOURCES DE FINANCEMENT DES GOUVERNEMENTS PROVINCIAUX, DES ADMINISTRATIONS MUNICIPALES ET DE LEURS EXPLOITATIONS**

(Millions de dollars)

	<u>1964</u>	<u>1965</u>	<u>1966</u>
<b>Augmentations:</b>			
Prêts des banques à charte.....	48	230	137
Prêts consentis par la Société centrale d'hypothèques et de logement et par l'Office du développement municipal et des prêts aux municipalités <sup>(1)</sup> .....	33	101	166
Encours du papier à court terme.....	— 70	90	66
Recettes du Régime de rentes du Québec.....	—	—	170*
<b>Émissions nettes:</b>			
Obligations des provinces vendues à la caisse de placements du Régime de pensions du Canada...	—	—	462
Autres obligations des provinces et des municipalités.....	1,348	943	1,264
<b>Total<sup>(2)</sup>.....</b>	<u>1,359</u>	<u>1,364</u>	<u>2,265</u>

e: Évaluation.

(1) Déduction faite de la part de 25% des avances dont le gouvernement peut faire remise et qui est inscrite, par les administrations municipales, comme recette au budget de l'exercice au cours duquel l'avance est faite.

(2) Dans la mesure où les portefeuilles de placement des provinces et la Caisse de dépôt et de placement du Québec se portent acquéreurs d'obligations provinciales ou municipales, lors de leur émission ou sur le marché, il y a double inscription au Total. On croit savoir qu'en 1966 une part considérable des recettes du Régime de rentes du Québec, qui furent d'environ 170 millions, a été consacrée, par l'intermédiaire de la Caisse de dépôt et de placement du Québec, à l'achat de titres émis ou garantis par la province ou par ses administrations municipales. On croit savoir également que les autres provinces ont acheté, en 1966, un volume exceptionnellement important d'obligations provinciales et municipales.

dérables en 1966 qu'en 1965. Les concours obtenus des banques à charte, de la Société centrale d'hypothèques et de logement, de l'Office du développement municipal et des prêts aux municipalités ou encore par voie d'émission de papier à court terme, ont, au total, diminué de 52 millions de dollars, mais les ressources collectées ailleurs ont été nettement plus considérables. Notons, en particulier, que le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec qui sont entrés en vigueur en 1966, représentent deux sources importantes de capitaux. Par le truchement de la Caisse de placements du Régime de pensions du Canada, 462 millions ont été mis à la disposition des provinces, le Québec excepté, en contrepartie d'obligations provinciales émises spécialement à cette fin. Dans le cas du Québec, on croit savoir qu'en 1966 une part considérable des recettes d'environ 170 millions du Régime de rentes du Québec a été consacrée, par l'intermédiaire de la Caisse de dépôt et de placement du Québec, à l'achat, sur le marché, de titres émis ou garantis par la province ou par ses administrations municipales.

**OPÉRATIONS FINANCIÈRES DES CANADIENS AVEC LES NON-RÉSIDENTS.** L'appel des Canadiens à l'épargne extérieure en 1966 a représenté un total de 983 millions de dollars, en recul du total de 1,083 millions enregistré en 1965. Les opérations ordinaires en capital ont donné lieu à des entrées de fonds évaluées à 806 millions, tandis que des achats d'obligations libellées en dollars É.-U., d'une valeur équivalant à 182 millions de dollars canadiens, furent effectués à titre spécial par le gouvernement. Nos réserves officielles ont diminué de 359 millions.

Le tableau de la page 60 fait état des principales opérations relatives au compte capital. On y dénote, sous les principales rubriques de capitaux à long terme, des entrées nettes sensiblement plus importantes en 1966 qu'en 1965.

**NOUVELLES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS CANADIENNES VENDUES  
À DES RÉSIDENTS DES ÉTATS-UNIS**

(Millions de dollars canadiens)

	<b>Montant, d'après la date de l'offre</b>	<b>Montant, d'après la date de livraison</b>	<b>Montant non livré en fin de trimestre</b>
<b>1965</b>			
1 <sup>er</sup> trim.....	344	263	132
2 <sup>e</sup> trim.....	282	311	103
3 <sup>e</sup> trim.....	399	284	218
4 <sup>e</sup> trim.....	391	291	318
<b>1966</b>			
1 <sup>er</sup> trim.....	356	518	156
2 <sup>e</sup> trim.....	386	348	194
3 <sup>e</sup> trim.....	202	276	120
4 <sup>e</sup> trim.....	198	203	115

Le montant des nouvelles émissions d'obligations canadiennes livrées à des non-résidents a progressé de 1,179 millions de dollars en 1965 à 1,396 millions en 1966. En novembre 1965, les autorités ont demandé aux emprunteurs canadiens de retarder la livraison des émissions déjà négociées aux États-Unis et de reporter en 1966 tout nouvel appel au marché américain; le montant des livraisons effectuées au cours du premier trimestre 1966 fut, par conséquent, exceptionnellement élevé. Le volume des nouvelles émissions offertes fut considérable au deuxième trimestre; une baisse s'ensuivit et ce n'est que vers la fin de l'année que s'amorça une reprise. Les livraisons au second semestre ont donc été d'un volume plutôt modeste.

L'investissement direct étranger au Canada a sensiblement augmenté en 1966 pour atteindre un montant presque record de 660 millions; en revanche, l'investissement direct des Canadiens à l'étranger s'est soldé par une modeste rentrée de fonds, en contraste avec des sorties d'environ 100 millions par an depuis quelques années. Les investissements directs des États-Unis ont augmenté en 1966, bien qu'on ait craint que le Canada ne soit atteint par les directives des États-Unis visant à limiter les investissements directs dans l'ensemble des pays industriels. L'ensemble des mesures intéressant la balance des paiements des États-Unis avait pour but, entre autres, d'inciter les sociétés américaines à collecter à l'étranger les ressources requises par leurs opérations internationales. S'il en était résulté pour le Canada une sortie nette de fonds, le marché canadien des capitaux aurait été soumis à des tensions anormales, qui auraient pu obliger les emprunteurs canadiens à recourir encore davantage au marché des États-Unis. En mars, le ministre des Finances invita les investisseurs canadiens à ne pas se porter acquéreurs de titres émis par des sociétés américaines ou par leurs filiales non canadiennes, lorsqu'il s'agissait de titres dont l'achat par des résidents des États-Unis serait assujéti à la taxe de péréquation des taux d'intérêt. Aussi, après le mois de mars, les Canadiens achetèrent-ils peu de ces titres.

Les sorties de capitaux imputables au rachat d'actions canadiennes détenues par des étrangers ont diminué sensiblement en 1966. En revanche, les opérations portant sur des obligations canadiennes en cours se sont soldées par des sorties de capitaux, contrairement à l'année précédente. On note également un accroissement considérable des sorties de capitaux par suite d'achats de titres étrangers par des Canadiens: ces achats ont augmenté d'un total net de 84 millions de dollars en 1965 à 332 millions en 1966; il s'agissait essentiellement d'actions de sociétés américaines cédées par des porteurs américains. Les autorités continuent à déconseiller aux emprunteurs étrangers de placer des émissions au Canada.

## BALANCE DES PAIEMENTS DU CANADA

(Millions de dollars canadiens)

			1966			
	1965	1966	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
<b>Solde de la balance courante</b>	-1,083	-983	-405	-330	116	-364
<b>Balance des capitaux</b>						
Investissements directs						
De l'étranger au Canada <sup>(1)</sup> .....	405	660	120	190	145	205
Du Canada à l'étranger <sup>(1)</sup> .....	- 125	10	- 15	- 40	90	- 25
Actions de sociétés canadiennes						
Opérations nettes .....	- 242	- 83	31	- 39	- 33	- 42
Obligations canadiennes						
Émissions .....	1,179	1,396	539	355	289	213
Rachats spéciaux de titres du gouvernement....	-	-157	- 42	- 80	- 35	-
Autres rachats et remboursements .....	- 374	-343	- 70	- 72	- 53	-148
Opérations sur titres en cours .....	62	- 99	- 11	- 24	- 50	- 14
Titres étrangers						
Achats par le gouv. de titres de la B.I.R.D. ....	-	- 25	-	-	- 25	-
Autres opérations .....	- 84	-332	- 70	- 90	- 89	- 83
Opérations nettes aux termes du traité relatif à l'aménagement du fleuve Columbia .....	32	32	-	-	-	32
Position en monnaies étrangères des banques canadiennes à l'égard de non-résidents						
Accroissement net ( - ) .....	426	-467	-124	12	-271	- 84
Dépôts en dollars canadiens et bons du Trésor....	45	1	- 29	- 9	27	12
Billets à court terme des sociétés canadiennes autres que les sociétés de financement .....	10	- 2	- 12	- 5	10	5
Effets à court terme des sociétés de financement..	- 162	- 9	23	- 5	- 55	28
Autres obligations à court terme des sociétés canadiennes de financement .....	209	153	34	- 12	44	87
Autres opérations en capital à long ou à court terme	- 141	-111	-107	32	-195	159
Solde des opérations en capital .....	<u>1,240</u>	<u>624</u>	<u>267</u>	<u>213</u>	<u>-201</u>	<u>345</u>
Variations des réserves et de la position envers le F.M.I.						
Avoirs officiels en or et en devises .....	- 11	-462	-166	-181	-105	- 10
Position nette envers le F.M.I. ....	168	103	28	64	20	- 9
<b>Total .....</b>	<u>157</u>	<u>-359</u>	<u>-138</u>	<u>-117</u>	<u>- 85</u>	<u>- 19</u>

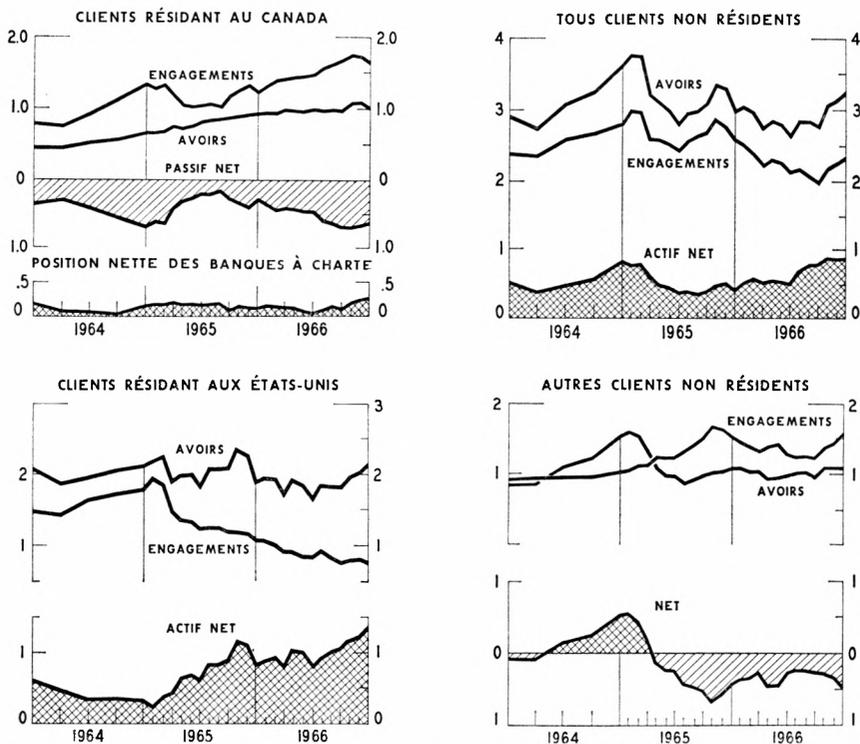
(1) A l'exclusion des bénéfices non répartis.

Note: Pour tous les postes de la balance des capitaux, les chiffres positifs indiquent qu'il s'agit d'une entrée de capitaux au Canada, donc d'une augmentation des engagements du Canada envers l'étranger ou d'une diminution des avoirs canadiens à l'étranger. Les chiffres négatifs indiquent le contraire.

Au chapitre des capitaux à court terme, un brusque renversement de tendance s'est produit en 1966: à des entrées considérables en 1965 ont succédé des sorties importantes en 1966. L'une des principales voies empruntées par les capitaux à court terme passait par les banques à charte, qui offrent à leur clientèle résidente et non résidente, la possibilité de faire des dépôts en monnaies étrangères, en contrepartie desquels les banques détiennent des avoirs en monnaies étrangères à l'étranger ou au Canada. Les opérations de ce genre entre les banques et les résidents canadiens au cours de 1966, ajoutées aux variations de la position nette des banques en monnaies étrangères, se sont traduites par des sorties de 467 millions de dollars, contre des entrées de 426 millions en 1965. Les résidents des États-Unis, conformément aux directives de leur gouvernement en matière de paiements internationaux, avaient effectué des retraits sur leurs dépôts dans les banques canadiennes en 1965; celles-ci n'avaient alors compensé qu'en partie ces retraits par des cessions d'avoirs aux États-Unis. Les

### BANQUES À CHARTE AVOIRS ET ENGAGEMENTS EN MONNAIES ÉTRANGÈRES<sup>1</sup>

Milliards de dollars canadiens



1. Avoirs et engagements figurant aux livres des sièges sociaux et des succursales canadiennes des banques à charte.

rentrées nettes de capitaux d'outre-mer avaient produit 950 millions cette année-là et plus de 500 millions avaient été réexportés aux États-Unis, le reste demeurant au Canada. En 1966, on note une autre exportation de capitaux vers les États-Unis, de l'ordre de 500 millions, tenant en très grande partie à un accroissement de 400 millions des dépôts de résidents canadiens en monnaies étrangères dans les banques canadiennes et à une amélioration de 150 millions de la position nette des banques vis-à-vis de l'étranger. Le retrait par des résidents des États-Unis de fonds en dollars É.-U. détenus en dépôts dans les banques canadiennes s'est poursuivi, mais à un rythme nettement plus lent qu'en 1965, et au second semestre les banques canadiennes ont accru leurs placements

**BANQUES À CHARTE CANADIENNES  
SIÈGES ET SUCCURSALES AU CANADA**

**VARIATIONS NETTES DE LA POSITION EN MONNAIES ÉTRANGÈRES<sup>(1)</sup>**

(Millions de dollars canadiens)

	<u>1965</u>	<u>1966</u>	<u>1966</u>			
			<u>1er trim.</u>	<u>2e trim.</u>	<u>3e trim.</u>	<u>4e trim.</u>
<b>Clients</b>						
<b>Résidents des États-Unis</b>						
Actif.....	-207	208	-183	- 69	165	295
Passif.....	-727	-309	-156	- 71	- 78	- 4
Solde.....	520	517	- 27	2	243	299
<b>Autres non-résidents</b>						
Actif.....	-441	- 2	- 54	- 42	- 42	136
Passif.....	505	48	-205	- 28	- 70	351
Solde.....	-946	- 50	151	- 14	28	-215
<b>Ensemble des non-résidents</b>						
Actif.....	-648	206	-237	-111	123	431
Passif.....	-222	-261	-361	- 99	-148	347
Solde.....	-426	467	124	- 12	271	84
<b>Résidents canadiens</b>						
Actif.....	276	84	66	5	- 11	24
Passif.....	-107	401	180	63	208	- 50
Solde.....	383	-317	-114	- 58	-219	74
<b>Variations de la position nette des   banques à leur propre compte</b>	- 43	150	10	- 70	52	158

(1) Compte tenu des variations du cours du change.

aux États-Unis. En 1966, les pays d'outre-mer ont de nouveau subi de faibles sorties nettes de fonds. Le tableau ci-contre rappelle l'essentiel des opérations qui font l'objet de ce paragraphe.

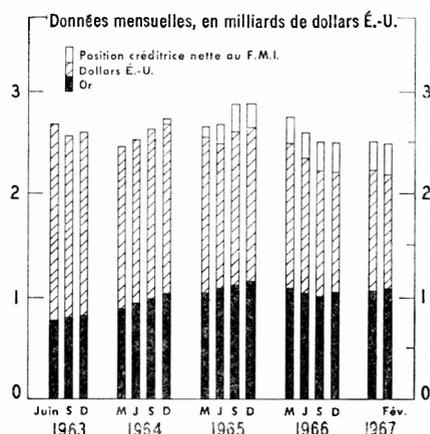
Les non-résidents ont continué à réduire leurs portefeuilles de papier émis par les sociétés canadiennes de financement, mais beaucoup moins rapidement qu'en 1965. Tout comme en 1965, les non-résidents ont acheté d'autres types d'engagements à court terme des sociétés de financement, mais les entrées de capitaux à ce titre ont été légèrement plus faibles en 1966 qu'en 1965.

Aux termes de l'entente qui exempte les nouvelles émissions de titres canadiens sur le marché des États-Unis de la taxe de péréquation des taux d'intérêt et des directives limitant l'achat, par des établissements financiers américains, de nouveaux titres à long terme en provenance de l'étranger, il est prévu que le Canada cherchera à maintenir à un niveau-cible ses réserves officielles, définies de façon à inclure sa position créditrice nette au Fonds Monétaire International. En décembre 1965, dans le but de contribuer au redressement du déficit de la balance des paiements des États-Unis, le Canada accepta de ramener à 2,600 millions de dollars É.-U. le niveau-cible de ses réserves, qui avait été fixé à 2,700 millions en 1963; il s'est, en outre, engagé à chercher à atteindre cet objectif avant la fin de 1966. Lorsqu'en mai 1966 le Canada versa, en or, au F.M.I., l'équivalent de 47.5 millions de dollars des États-Unis par suite de l'augmentation de 190 millions de sa quote-part au Fonds, il fut convenu que ce versement ne devait pas modifier la contribution que le Canada apporterait à l'amélioration de la balance des paiements des États-Unis; ce qui, à toutes fins pratiques, impliquait que le niveau-cible des réserves canadiennes était ramené à 2,550 millions.

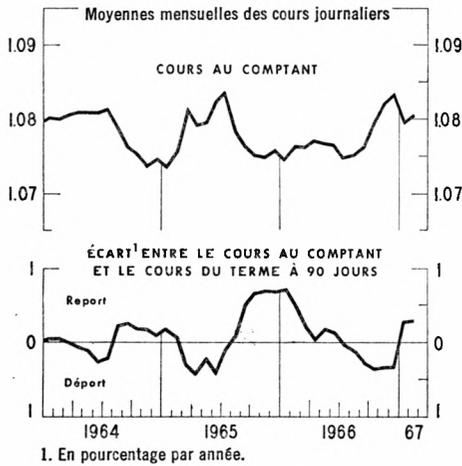
Afin d'assurer pour fin 1966 l'ajustement de nos réserves au niveau-cible, le gouvernement canadien a rapatrié durant les neuf premiers mois de l'année, 145 millions de dollars de ses obligations libellées en dollars É.-U. et a acheté à des porteurs américains 23 millions d'obligations en dollars É.-U. de la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement. Au cours de 1966 nos réserves ont baissé de 2,880 à 2,499 millions de dollars. Nos avoirs officiels en or et en devises diminuèrent de 429 millions, tandis que notre position créditrice nette au F.M.I. s'est améliorée de 48 millions.

Le cours au comptant du dollar des États-Unis sur le marché des changes au Canada n'a varié que très peu durant les neuf premiers mois de l'année, soit

**AVOIRS OFFICIELS EN OR  
ET EN DOLLARS DES É.-U. ET POSITION  
CRÉDITRICE NETTE AU F.M.I.**



### COURS DU DOLLAR DES É.-U. AU CANADA



entre  $1.07\frac{1}{32}$  et  $1.07\frac{7}{8}$ . Il est monté graduellement au dernier trimestre et se situait à  $1.08\frac{3}{8}$  en fin d'année. Jusque vers la fin de juin, le dollar É.-U. à terme au Canada comportait un report, qui s'est changé par la suite en déport. De la mi-septembre au mois de décembre, le déport du terme à 90 jours a signifié un rendement allant de  $\frac{1}{4}\%$  à  $\frac{5}{8}\%$  par année. Au début de 1967, le cours au comptant a baissé de nouveau, tandis que le cours du terme faisait ressortir un report.

**Annexes** ►

**RÉSULTATS NETS DES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA  
SUR TITRES DU GOUVERNEMENT<sup>(1)</sup> - 1966**

(Valeur nominale des titres effectivement livrés, en millions de dollars)

	Résultats nets des opérations avec les courtiers en valeurs et les banques					Total des bons et obligations	Titres pris en pension
	Bons du Trésor	Obligations <sup>(2)</sup>					
		2 ans et moins	2 ans à 5 ans	5 ans à 10 ans	Plus de 10 ans		
Janv.....	+ 4	+ 9	-12	-	-	-	-
Fév.....	-33	- 2	+ 4	- 5	- 4	-40	-
Mars.....	+84	+ 2	-	-	+ 2	+88	+20
Avril.....	+ 3	-	-	-	-13	- 9	-20
Mai.....	- 5	+ 12	-16	-	-12	-21	+ 5
Juin.....	-20	+ 4	- 4	+ 7	+ 5	- 8	- 5
Juillet.....	+ 8	+ 2	- 2	-	-	+ 8	-
Août.....	+ 4	+ 34	-	+ 9	+26	+72	-
Sept.....	-13	- 4	-11	-	-26	-54	-
Oct.....	+35	+ 51	-26	-	-51	+ 9	-
Nov.....	-	+ 15	-	-	-	+15	-
Déc.....	-	+ 14	-	-	+ 6	+20	-
Total.....	+68	+137	-69	+11	-66	+80	-

(1) Le signe + désigne un excédent des achats sur les ventes et le signe - un excédent des ventes sur les achats.

(2) Répartition d'après le nombre d'années à courir, de la date de l'opération à l'échéance des titres.

**Résultats nets des opérations avec le gouvernement et autres clients**

Achats (+) de nouveaux titres, moins les titres en portefeuille rachetés à l'échéance		Achats nets (+) ou ventes nettes (-)				Variations nettes du portefeuille de la Banque en titres de l'État		
		Portefeuille-placements du gouvernement		Autres comptes du gouvernement et autres clients				
Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Total
-85	- 6	-	- 1	- 18	+ 2	- 99	- 10	-108
-17	+ 4	-	-60	- 15	- 2	- 65	- 65	-130
-17	-	-	+60	- 17	- 2	+ 68	+ 65	+132
+19	-	-	-	- 20	- 1	- 15	- 16	- 31
+41	- 3	-	-	- 25	-	+ 14	- 18	- 4
- 9	-	-	-	- 16	- 5	- 48	+ 6	- 42
+32	-	-	-	- 9	+ 1	+ 31	+ 1	+ 32
+20	-	-	-	- 19	-	+ 5	+ 68	+ 73
-89	+140	-	- 10	- 26	-	-128	+ 88	- 39
- 8	-	-	-	- 11	- 2	+ 16	- 28	- 12
+43	-	-	-	- 37	+18	+ 6	+ 33	+ 39
+35	+ 53	-	-	- 21	+ 5	+ 14	+ 78	+ 92
-36	+187	-	-12	-233	+13	-201	+201	+ 1

## ANNEXE — TABLEAU II

**BANQUE DU CANADA - ACTIF ET PASSIF**

(Variations mensuelles en millions de dollars)

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Actions et obli- gations de la B.E.I.	Autres éléments d'actif (net)	Billets en circulation	Dépôts en dollars canadiens		
						Gouvernement canadien	Autres	Banques à charte
<b>1966</b>								
Janv.....	-108	-	+ 1	-44	-132	-44	+ 6	+20
Fév.....	-129	-	+ 2	- 1	- 7	-55	-11	-55
Mars.....	+132	-	+ 5	-50	+ 28	+25	+ 2	+32
Avril.....	- 30	-	+ 8	+54	+ 33	-14	- 1	+14
Mai.....	- 3	+ 49	+ 3	-19	+ 33	- 8	+ 5	- 2
Juin.....	- 43	+ 22	+ 3	+41	+ 35	-11	- 3	+ 1
Juillet.....	+ 31	+135	+ 3	-35	+ 57	+71	- 3	+ 9
Août.....	+ 69	-114	+ 3	+19	- 1	-66	+20	+26
Sept.....	- 38	- 2	+ 2	+18	- 18	+48	-18	-32
Oct.....	- 10	+114	+ 7	+ 3	+ 26	+29	+10	+47
Nov.....	+ 41	- 24	+ 3	-39	+ 30	-28	- 9	-13
Déc.....	+ 91	-	+ 2	+18	+114	-30	- 2	+29
Année.....	<u>+ 3</u>	<u>+178</u>	<u>+42</u>	<u>-35</u>	<u>+198</u>	<u>-82</u>	<u>- 5</u>	<u>+77</u>

## COMPTES FINANCIERS DU GOUVERNEMENT CANADIEN

(Millions de dollars)

	Année civile 1964	Année civile 1965	Année civile 1966
Solde budgétaire.....	-153	+ 70	- 428
Ajustements pour passage de la base budgétaire à celle de la comptabilité nationale; le signe + indique les montants à ajouter aux recettes budgétaires ou à déduire des dépenses budgétaires, et le signe - désigne le contraire.			
Contributions et cotisations à la Caisse de retraite (R.P.C. exclu), plus les intérêts, moins les versements aux retraités.....	+310	+339	+355
Recettes des caisses de l'assurance-chômage et de l'assurance-vieillesse, moins les déboursés.....	- 37	+243	+277
Tous les autres ajustements (net).....	+176	- 84	- 64
Solde d'après les comptes nationaux.....	+296	+568	+140
Contributions et cotisations au Régime de pensions du Canada	-	-	+528
Impôt restituable sur les bénéfices réalisés des sociétés.....	-	-	+134
Total.....	+296	+568	+802
Variations des avoirs et des engagements financiers Ressources (-) et Emplois (+)			
1. Augmentations des principaux prêts et avances <sup>(1)</sup> .....	+368	+642	+1,060
2. Acquisitions, par la Caisse de placements du R.P.C., de titres des provinces.....	-	-	+462
3. Augmentation (+) ou diminution (-) des avoirs en or et en devises du Compte du Fonds des changes, intérêts courus non compris.....	- 13	+ 19	- 696 <sup>(2)</sup>
Augmentation de la souscription du Canada au F.M.I....	-	-	+205
Augmentation (-) ou diminution (+) des billets payables à des organismes internationaux <sup>(3)</sup> .....	+266	+119	-106
Diminution (+) des titres du gouvernement en dollars des É.-U., détenus par des porteurs autres que des portefeuilles du gouvernement.....	+ 7	+ 5	+163
Achats d'obligations de la B.I.R.D.....	-	-	+ 25
Placements dans des titres en dollars des É.-U. des fonds relatifs à l'aménagement du fleuve Columbia.....	+220	- 32	- 32
Total des postes de la rubrique 3.....	+480	+111	-441
4. Augmentation (-) des titres du gouvernement en dollars canadiens, détenus par des porteurs autres que des portefeuilles du gouvernement.....	-210	-166	-301
5. Augmentation (+) de la caisse en dollars canadiens <sup>(4)</sup> ..	-196	+147	+ 50 <sup>(2) (5)</sup>
6. Variations nettes des autres postes de l'actif et du passif	-146	-166	- 28
Total.....	+296	+568	+802

(1) Les composantes de cette rubrique figurent au tableau de la page 56.

(2) L'avoir en devises du Fonds des changes se trouve réduit de 157 millions de dollars (et la caisse du gouvernement augmentée d'autant), par suite de cessions de devises à la Banque du Canada. Ces opérations, qui prennent la forme de swaps, sont liées à l'administration des réserves-encaisse des banques à charte par la banque centrale.

(3) Billets à vue en dollars canadiens, non productifs d'intérêts, détenus par le Fonds Monétaire International et l'Association Internationale du Développement.

(4) Comptabilité de la Banque du Canada. La différence entre ces chiffres et ceux des Comptes Publics est comprise dans la rubrique "Variations nettes des autres postes de l'actif et du passif".

(5) La caisse en dollars canadiens comprend un montant de 134 millions de dollars au titre de l'impôt restituable sur les bénéfices réalisés des sociétés.

Source: La Gazette du Canada, "État mensuel des opérations financières du gouvernement". Pour le passage à la comptabilité nationale, les chiffres de 1966 sont le produit d'évaluations pratiquées à la Banque du Canada.



## BANQUE DU CANADA — ÉTAT DES REVENUS ET DES DÉPENSES

(Milliers de dollars)

	<u>1966</u>	<u>1965</u>
<b>Revenus</b>		
Revenus des placements .....	\$163,894	\$154,806
Tous autres revenus .....	596	721
Ensemble des revenus .....	<u>\$164,490</u>	<u>\$155,527</u>
<b>Dépenses d'exploitation</b>		
Traitements <sup>(1)</sup> .....	\$ 4,889	\$ 4,435
Contributions aux caisses de retraite et d'assurance du personnel .....	549	383
Autres dépenses pour le personnel <sup>(2)</sup> .....	266	218
Honoraires des membres du conseil d'administration .....	20	22
Honoraires et dépenses des vérificateurs .....	83	74
Impôts (y compris impôts municipaux et taxes d'affaires) .....	1,116	1,036
Gendarmerie royale et dispositifs de sécurité .....	153	133
Assurances .....	51	58
Production et expédition des billets de banque .....	4,273	3,893
Immeubles et équipement (montant net) .....	483	510
Papeterie et impressions .....	213	185
Publications <sup>(3)</sup> .....	100	64
Poste et messageries .....	235	202
Téléphones et télégrammes .....	180	168
Voyages et déplacements .....	150	175
Intérêts versés sur les soldes non réclamés .....	57	51
Toutes autres dépenses .....	188	146
Ensemble des dépenses d'exploitation .....	<u>\$ 13,006</u>	<u>\$ 11,753</u>
<b>Amortissement des immeubles et de l'équipement</b>	899	668
<b>Revenu net, versé au compte du Receveur Général du Canada</b>	<u>150,585</u>	<u>143,106</u>
	<u>\$164,490</u>	<u>\$155,527</u>

(1) Nombre des employés, en moyenne: 963 en 1966 et 912 en 1965.

(2) Y compris les heures supplémentaires, les services médicaux et les salées à manger du personnel.

(3) Impression du Bulletin Statistique et du Rapport Annuel.

# BANQUE DU CANADA •

## ACTIF

	<u>1966</u>	<u>1965</u>
<b>Change étranger</b>		
Livres sterling et dollars des États-Unis d'Amérique.....	\$ 54,906,483	\$ 28,021,133
Autres devises.....	243,844	242,669
	55,150,327	28,263,802
<b>Chèques sur autres banques.....</b>	<b>153,208,125</b>	<b>158,100,628</b>
<b>Intérêts courus sur placements.....</b>	<b>43,222,855</b>	<b>40,135,130</b>
<b>Placements — à la valeur amortie</b>		
Bons du Trésor du Canada.....	409,110,486	608,101,218
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéant dans les deux ans.....	737,780,442	477,714,658
Autres titres émis ou garantis par le Canada, n'échéant pas dans les deux ans.....	2,272,400,838	2,330,806,758
Obligations émises par la Banque d'Expansion Industrielle (note).....	239,776,843	200,677,869
Autres titres — Gouvernement des États-Unis.....	171,738,732	13,989,362
	3,830,807,341	3,631,289,865
<b>Banque d'Expansion Industrielle</b>		
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (note).....	42,000,000	39,000,000
<b>Immeubles de la Banque</b>		
Terrains, bâtiments et mobilier au prix coûtant, moins amortissement accumulé.....	16,541,828	16,296,634
<b>Solde des recettes et des déboursés du Gouvernement du Canada, en cours de règlement.....</b>	<b>64,663,751</b>	<b>41,532,683</b>
<b>Autres actifs.....</b>	<b>1,201,760</b>	<b>1,148,857</b>
	<b>\$4,206,795,987</b>	<b>\$3,955,767,599</b>

Note: Les états financiers vérifiés de la Banque d'Expansion Industrielle au 30 septembre 1966 ont été publiés le 9 décembre 1966.

Le Gouverneur, L. RASMINSKY  
Ottawa, le 26 janvier 1967

Le Comptable en chef, A. J. NORTON

## ÉTAT DE L'ACTIF ET DU PASSIF

**AU 31 DÉCEMBRE 1966**

(avec chiffres comparatifs au 31 décembre 1965)

	<u>1966</u>	<u>1965</u>
<b>Capital versé</b> .....	\$ 5,000,000	\$ 5,000,000
<b>Fonds de réserve</b> .....	25,000,000	25,000,000
<b>Billets en circulation</b> .....	2,733,633,656	2,535,650,110
<b>Dépôts</b>		
Gouvernement du Canada .....	34,060,265	116,230,181
Banques à charte .....	1,111,257,971	1,034,239,537
Autres dépôts .....	29,727,708	34,539,477
	1,175,045,944	1,185,009,195
<b>Passif payable en livres sterling et en dollars des États-Unis d'Amérique</b>		
Au Gouvernement du Canada .....	31,464,061	24,027,229
A d'autres .....	5,460,415	6,739,614
	36,924,476	30,766,843
<b>Chèques de la Banque du Canada en cours de règlement</b> .....	229,491,229	172,387,782
<b>Autres passifs</b> .....	1,700,682	1,953,669
	\$4,206,795,987	\$3,955,767,599

**Rapport des vérificateurs** - Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1966. Notre examen a comporté une revue générale des procédés comptables et tels sondages des livres et pièces comptables et autres preuves à l'appui que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances. A notre avis, l'état de l'actif et du passif ci-dessus présente équitablement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1966.

T. A. M. HUTCHISON, F.C.A.  
de Peat, Marwick, Mitchell & Co.

G. MARCEL CARON, C.A.  
de Clarkson, Gordon & Cie

## **Conseil d'Administration**



- L. RASMINSKY, C.B.E. *OTTAWA*  
*Gouverneur*  
*Membre du comité de direction*
- J. R. BEATTIE *OTTAWA*  
*Sous-gouverneur*  
*Membre du comité de direction*
- A. I. BARROW, C.A., R.I.A. *HALIFAX, N.-É.*
- A. J. E. CHILD *CALGARY, ALB.*
- S. E. GREEN *CHARLOTTETOWN, Î.-P.-É.*
- S. KANEE *WINNIPEG, MAN.*
- P. H. LAVOIE *MONTRÉAL, QUÉBEC*
- A. J. MACINTOSH, C.R. *TORONTO, ONT.*
- W. A. MACKINTOSH *KINGSTON, ONT.*  
*Membre du comité de direction*
- L. PATRICK, C.B.E. *CALGARY, ALB.*
- F. J. RYAN, C.R. *SAINT-JEAN, TERRE-NEUVE*
- W. F. RYAN, C.R. *FRÉDÉRICTON, N.-B.*
- J. TASCHEREAU *QUÉBEC, QUÉBEC*
- A. WALTON *VANCOUVER, C.-B.*



### **MEMBRE D'OFFICE**

- R. B. BRYCE *OTTAWA*  
*Sous-ministre des Finances*  
*Membre du comité de direction*

## Direction

L. RASMINSKY, C.B.E., *Gouverneur*  
J. R. BEATTIE, *Sous-gouverneur*  
R. B. MCKIBBIN, *Sous-gouverneur* L. HÉBERT, *Sous-gouverneur*  
R. W. LAWSON, *Sous-gouverneur*  
WM. C. HOOD, *Conseiller* G. K. BOUEY, *Conseiller*  
B. J. DRABBLE, *Conseiller conjoint*  
L. F. MUNDY, *Secrétaire*  
E. METCALFE, *Vérificateur* R. F. HIRSCH, *Vérificateur adjoint*  
A. J. NORTON, *Comptable en chef*

## SECRETARIAT

L. F. MUNDY, *Secrétaire*  
P. D. SMITH, *Sous-secrétaire* C. H. RICHARDSON, *Sous-secrétaire*  
G. HAMILTON, *Sous-secrétaire* A. J. BAWDEN, *Sous-secrétaire*  
R. F. ARCHAMBAULT, *Secrétaire adjoint*  
S. V. SUGGETT, *Adjoint spécial*  
E. L. JOHNSON, *Préposé au personnel* Mlle M. K. ROWLAND, *Préposée au personnel*  
E. B. HODGE, *Surintendant des immeubles*  
**Division de la Monnaie:** H. F. BUTLER, *Chef*  
T. D. MACKAY, *Sous-chef*  
**Division de la Dette Publique:** H. W. THOMPSON, *Chef*  
A. ROUSSEAU, *Chef adjoint*

## DÉPARTEMENT DES RECHERCHES

G. E. FREEMAN, *Chef*  
R. JOHNSTONE, *Sous-chef*  
G. S. WATTS, *Conseiller en recherches* \*S. J. HANDFIELD-JONES, *Chef adjoint*  
W. A. MCKAY, *Chef adjoint* G. R. POST, *Chef adjoint*  
Mlle E. M. WHYTE, *Chef adjoint* J. N. R. WILSON, *Chef adjoint*  
D. B. BAIN, *Adjoint administratif* T. I. NORTON, *Adjoint spécial*  
A. C. LAMB, *Préposé aux recherches* I. A. STEWART, *Préposé aux recherches*  
L. E. BARCLAY, *Adjoint aux recherches industrielles* C. E. STRIKE, *Préposé aux graphiques*  
Mlle H. COSTELLO, *Bibliothécaire*

## DÉPARTEMENT DES VALEURS

J. B. MACFARLANE, *Chef*  
A. CLARK, *Sous-chef*  
D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-chef* J. M. ANDREWS, *Chef adjoint*  
J. R. FERGUSON, *Conseiller en valeurs* J. A. J. BUSSIÈRES, *Préposé aux valeurs*  
D. G. M. BENNETT, *Préposé aux valeurs* D. M. COCKFIELD, *Préposé aux valeurs*  
J. E. J. CLÉMENT, *Préposé aux valeurs* R. C. PAGE, *Préposé aux valeurs*  
F. FAURE, *Préposé aux valeurs* T. G. BOLAND, *Représentant à Montréal*  
J. T. BAXTER, *Représentant à Toronto*  
A. W. NOBLE, *Représentant conjoint à Toronto*

## DÉPARTEMENT DU CHANGE

A. JUBINVILLE, *Chef*  
P. WATT, *Sous-chef* A. C. LORD, *Chef adjoint*

\* En congé. Membre du Conseil d'administration du Fonds Monétaire International.

## Agences



HALIFAX G. R. BONNER, *Agent*

SAINT-JEAN, N.-B. L. G. ROWE, *Agent*

MONTREAL J. E. R. ROCHEFORT, *Agent*  
R. MARCOTTE, *Sous-agent*

OTTAWA J. K. FERGUSON, *Agent*

TORONTO R. J. LILLIE, *Agent*  
D. D. NORWICH, *Sous-agent*  
J. C. FRASER, *Sous-agent*

WINNIPEG E. T. W. DAVIES, *Agent*

REGINA J. F. SMITH, *Agent*

CALGARY W. H. PYATT, *Agent*

VANCOUVER J. C. NESBITT, *Agent*



