

Bank of Canada
111

BANQUE DU CANADA

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

ET RELEVÉ DES COMPTES

POUR L'ANNÉE *1968*

HC
2706
.A12
1968

BANQUE DU CANADA *Ottawa 4*

le 28 février 1969

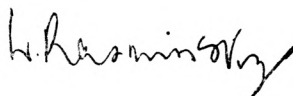
L'honorable E. J. Benson, c. p.
Ministre des Finances
Ottawa, Ontario

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 1968,
ainsi qu'un état -- signé et certifié de la façon pres-
crite par nos statuts -- des comptes de la Banque pour
l'exercice terminé le 31 décembre dernier.

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

Le gouverneur,



BANQUE DU CANADA

Rapport du Gouverneur – 1968

Les faits saillants de l'année	Page 5
L'environnement économique international	17
L'évolution de l'économie canadienne	26
L'évolution de la situation financière au Canada	41
Tableaux I, II et III	70
Annexe	74

Les faits saillants de l'année

Le Canada a connu, l'an dernier, une phase d'expansion économique satisfaisante à plusieurs égards, mais aussi une poussée inflationniste continue. Alors que la croissance de l'économie canadienne s'était ralentie entre le printemps 1966 et les derniers mois de 1967, elle s'est accélérée au cours de 1968, soutenue par une demande extérieure exceptionnellement forte. La production semble avoir augmenté de près de 6%, soit à peu près la moyenne des années d'essor rapide de 1961 à 1966. L'emploi s'est fortement accru et la progression du taux de chômage—qui était passée, pour l'ensemble du pays, d'une moyenne de 3½ %, en 1966, à près de 5½ %, à l'été 1968—a pu être arrêtée. Le chômage a même régressé dans la dernière partie de 1968 et en janvier 1969. Ces résultats ont été acquis en dépit d'une forte augmentation de la population active et d'un progrès, certes réconfortant, de la productivité mesurée par la production moyenne par travailleur. Bien que les importations se soient accrues rapidement en 1968, le développement des exportations a été encore plus marqué, notamment vers les États-Unis, où la pression exercée par la demande était intense; aussi, le déficit de notre balance courante a-t-il atteint son plus bas niveau depuis de nombreuses années.

En 1967, certains indices avaient permis d'espérer un freinage progressif de la hausse des prix. Sous ce rapport, l'année 1968 n'a, toutefois, enregistré qu'un très faible progrès. De fait, du quatrième trimestre 1967 au trimestre correspondant de 1968, l'indice des prix des biens et services incorporés dans le Produit National Brut a progressé de 4%, soit un peu plus qu'en 1967. De même, l'indice des prix à la consommation est demeuré en hausse, à raison de 4% environ au cours de l'année, sans qu'on entrevoie aucun signe bien précis d'une tendance au fléchissement.

La persistance de l'inflation—en dépit d'un niveau de chômage qui a oscillé au cours de l'année entre 4½ et 5½ % environ—est très décevante. Il semble manifeste que l'attitude adoptée par les divers groupes au sein de la société—en ce qui concerne la hausse des prix et des revenus dans leurs sphères d'influence respectives—est motivée non seulement par la gravité du chômage ou de l'inutilisation de nos capacités de production, mais aussi par les anticipations au sujet de la tendance des prix et de la conjoncture et par les perspectives

d'emploi. Il convient d'ailleurs de souligner que le chômage, en progression sensible en 1968 dans les provinces de l'Atlantique et au Québec, n'accuse qu'une faible augmentation au cours de l'année dans le reste du pays.

Un des facteurs qui ont rendu plus difficile que les années précédentes la tâche de ceux qui avaient à assurer une bonne tenue des prix au Canada en 1968, a été la forte pression de la demande émanant de l'étranger, notamment des États-Unis. En effet, le chômage a régressé chez nos voisins, pour atteindre, à la fin de 1968, son plus bas niveau depuis une quinzaine d'années; le rythme de l'augmentation des prix au cours de l'année y a par ailleurs été le plus accéléré depuis la guerre de Corée. Au cours de l'année, l'indice des prix à la consommation a augmenté de 4.7% aux États-Unis, contre 4.1% au Canada. La concurrence étrangère n'a donc pas freiné la hausse des prix canadiens dans la même mesure qu'au cours des années précédentes. Certains indices permettent, toutefois, d'espérer une amélioration de la situation en ce qui concerne l'influence des forces externes sur nos prix. Ainsi, aux États-Unis, il y a eu l'imposition, à compter du milieu de l'année, d'une surtaxe de 10% au titre de l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés, accompagnée d'une diminution des dépenses budgétaires et extra-budgétaires du gouvernement. Ces mesures n'ont pas encore produit leur plein effet, mais on a pu remarquer un ralentissement sensible de l'augmentation des dépenses de consommation au cours du quatrième trimestre. Après une période d'aisance relative au cours de l'été, la politique monétaire des États-Unis s'est durcie vers la fin de l'année et au cours des premiers mois de 1969. Bien qu'on ne puisse encore préjuger de l'efficacité de ces mesures, il est encourageant de constater que la politique économique américaine semble nettement orientée vers une atténuation des tensions de la demande.

Il est difficile de préciser quelle est la part des causes externes et des facteurs internes dans les tensions inflationnistes dont souffre actuellement l'économie canadienne. Il faut, cependant, reconnaître qu'en dépit d'un taux moyen de chômage qui atteint environ 5% l'an dernier, les dépenses globales ont touché un niveau trop élevé pour permettre une évolution satisfaisante des prix dans la conjoncture actuelle. Ce n'est pas là une conclusion très agréable, car il est évident que nous désirons tous juguler l'inflation tout en limitant autant que possible le sous-emploi de nos ressources humaines et productives. C'est pourquoi j'ai souligné à plusieurs reprises dans le passé l'influence favorable qu'une opinion publique éclairée pouvait exercer sur les décisions qui affectent la hausse des prix et des revenus et soutenu qu'il serait souhaitable que le gouvernement tente un effort systématique dans ce sens.

La décision de créer une Commission des Prix et des Revenus, prise par le gouvernement afin de renforcer les politiques traditionnelles visant à la

stabilité de l'économie, constitue une heureuse initiative dans ce domaine. Elle apporte un élément nouveau et susceptible d'être constructif. Pour la première fois, un organisme officiel aura pour mission de suivre de près l'évolution des prix et des coûts, de proposer la politique à suivre et, aussi, d'aider l'opinion publique à faire la distinction entre les mesures et les politiques souhaitables et celles qui sont incompatibles avec une stabilité raisonnable des prix. Je crois comprendre que la Commission sera constituée incessamment et entreprendra ses travaux sous peu.

Pour ce qui est de la politique monétaire et de la politique fiscale— instruments classiques de stabilisation économique—elles visent à l'heure actuelle à modérer la pression de la demande. La politique actuelle de la banque centrale est une politique de contrainte monétaire; son évolution au cours de l'année 1968 est relatée à la rubrique suivante du présent Rapport. En 1968, le déficit budgétaire du gouvernement et ses besoins de financement se sont avérés beaucoup plus considérables qu'on ne l'avait prévu, mais le budget d'octobre envisage un retour à l'équilibre pour l'exercice qui prendra fin le 31 mars 1970, ainsi qu'une réduction sensible des besoins de financement du gouvernement. Ce qui importe pour l'instant, dans la lutte contre l'inflation, n'est donc pas tant l'adoption de politiques totalement différentes que la volonté de poursuivre les politiques actuelles—et, au besoin, de les renforcer de temps à autre—aussi longtemps qu'il le faudra pour alléger les pressions internes qui ont contribué à la hausse des prix et des coûts en 1968.

Cette ténacité dans l'application des politiques demeure indispensable, car la psychose de l'inflation est actuellement très répandue. A la suite de la hausse constante des prix, de nombreux secteurs de l'opinion publique ont tendance à considérer l'inflation comme un fait naturel, caractéristique de notre société. De fait, nous en sommes au point où, faute d'indices précis permettant de croire que la lutte contre l'inflation fait des progrès réels, il sera difficile d'enrayer son emprise sur l'économie.

Le climat d'inflation qui s'est développé a produit des effets de plus en plus sérieux sur la disponibilité et le coût du crédit à long terme, ainsi que sur le fonctionnement des marchés financiers nord-américains. En effet, la cause fondamentale de la hausse si prononcée des taux d'intérêt et de la chute non moins sensible des cours des obligations, c'est le sentiment, partagé à la fois par les prêteurs et les emprunteurs, que la monnaie va continuer à se déprécier sensiblement. Dans une telle perspective, les investisseurs hésitent de plus en plus à placer leurs fonds en obligations à long terme, même à des taux d'intérêt de plus en plus élevés, tandis que les emprunteurs se résignent de plus en plus facilement à servir ces taux élevés, plutôt que de retarder leurs programmes de

dépense. Alors que les capitaux disponibles sur le marché des obligations à long terme avaient tendance à se raréfier, on a pu constater en 1968 une plus grande abondance de capitaux en quête de placements très liquides, tels que les dépôts à court terme dans les banques et les autres institutions, ainsi qu'une demande beaucoup plus forte pour les actions et les placements immobiliers, motivée par un souci de protection contre l'inflation. Aussi, dans le cas des emprunteurs qui dépendent essentiellement du marché obligataire pour assurer leurs besoins de liquidités—comme les gouvernements fédéral et provinciaux et les municipalités—une proportion croissante de leurs émissions d'obligations a dû être absorbée par le système bancaire ou vendue à l'étranger. D'ailleurs, le financement par voie d'obligations est devenu de plus en plus difficile et onéreux. On ne peut guère envisager un revirement net de ces tendances du marché des capitaux, tant que la stabilité des prix ne sera pas mieux assurée en Amérique du Nord.

Dans l'intérêt de tous les Canadiens, il est indispensable de maîtriser l'inflation et d'endiguer la hausse excessive des prix et des coûts, qui menace de compromettre la perspective d'une croissance durable de notre économie. Heureusement, il semble que non seulement les tensions d'origine externe sur nos prix ont tendance à s'atténuer, mais encore que certains facteurs au sein même de l'économie canadienne évoluent favorablement sous ce rapport. Ainsi, l'année 1968 a marqué des progrès encourageants dans le domaine de la productivité, bien qu'il faille y voir dans une grande mesure un phénomène purement cyclique, dû à l'augmentation rapide de la production après la période de croissance ralentie qui avait duré de l'été 1966 jusque vers la fin de 1967. Les conventions collectives signées au cours des derniers mois de 1968 prévoient des augmentations de salaires plus modérées qu'auparavant, bien que toujours sensiblement supérieures à l'amélioration de la productivité. Bref, nos principales politiques d'intervention publique semblent être orientées dans la bonne direction; il nous faudra néanmoins faire preuve de détermination et de ténacité, jusqu'au jour où nous aurons la certitude d'avoir résolu nos problèmes. L'enjeu est trop important pour que nous n'allions pas jusqu'au bout.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE. On trouvera dans une autre partie du Rapport—celle qui traite de l'évolution de la situation financière—un compte rendu chronologique des opérations monétaires de la Banque en 1968. La politique de la Banque est passée par trois phases, dont voici les grandes lignes.

Pendant la majeure partie du premier semestre, la Banque s'est donné pour objectif prioritaire la défense du cours du dollar canadien. Le taux d'escompte de la Banque a été porté à 7½% à la mi-mars; il est demeuré à ce niveau

jusqu'au début de juillet. Sur le marché, les taux d'intérêt ont atteint les plus hauts niveaux que nous ayons jamais connus au pays. La liquidité des banques a diminué et le rythme de l'expansion du système bancaire a ralenti très sensiblement. La défense du dollar canadien—qui avait comporté plusieurs mesures importantes, outre celles qui relevaient de la politique monétaire—a été couronnée de succès; en effet, dès le début de l'été, la position financière externe du Canada avait été consolidée.

Une fois la crise du change au Canada passée, on s'attendait de façon générale à une baisse des taux d'intérêt que l'on considérait d'ailleurs comme souhaitable. De plus, on croyait généralement que les tensions inflationnistes s'atténuaient. Pendant l'été, le chômage oscilla entre 5 ct 5½ %, tandis qu'on escomptait généralement un ralentissement imminent de l'expansion économique aux États-Unis. La Banque du Canada apporta certains assouplissements à sa politique monétaire et ramena le taux d'escompte de 7½ % à 6%, en trois étapes d'un demi-point chacune; pendant toute cette période, les banques à charte effectuèrent d'importants achats de titres du gouvernement. Les taux d'intérêt fléchirent sur le marché, sans revenir toutefois aux niveaux d'avant la crise du change. Par suite d'importantes acquisitions de titres du gouvernement par les banques, la liquidité de celles-ci s'améliora très sensiblement en même temps que se développait l'ensemble de leurs ressources.

Vers la fin de l'été, il devint manifeste que la conjoncture économique nord-américaine n'évoluait pas de la façon prévue; la Banque du Canada jugea alors inopportun de laisser s'accroître davantage les avoirs liquides des banques à charte. Les opérations de la Banque du Canada susceptibles d'affecter les réserves-encaisse des banques furent donc conduites de manière à empêcher la liquidité des banques d'augmenter après la mi-septembre et le rythme d'expansion du système bancaire s'en trouva freiné. Nous avons laissé les nouvelles perspectives de l'activité économique produire leur plein effet sur les taux d'intérêt, qui s'orientèrent alors à la hausse, modérément d'abord, puis plus rapidement vers la fin de l'année. Les taux à long terme ont atteint des niveaux sensiblement supérieurs à ceux du début de l'année, lorsque de fortes tensions avaient pesé sur le dollar canadien. Le taux d'escompte fut porté de 6 à 6½ %, à compter du 18 décembre 1968, et la hausse des taux d'intérêt s'est maintenue au début de 1969. Une autre augmentation du taux d'escompte, de 6½ à 7%, a été annoncée le 28 février 1969.

Pour l'ensemble de l'année 1968, le rendement moyen des obligations à long terme du gouvernement est passé d'environ 6½ % à près de 7¼ %, et les rendements des autres titres à long terme ont également atteint des niveaux sans précédent. A la fin de 1968, le rendement moyen des obligations provinciales

approchait de 8%; celui des obligations municipales était d'environ $8\frac{1}{8}\%$; celui des obligations industrielles dépassait $8\frac{1}{4}\%$, alors que dans le cas des prêts hypothécaires ordinaires de tout repos le taux s'établissait à 9% ou plus. Il était devenu beaucoup plus difficile et plus coûteux de se procurer des fonds sur le marché obligataire. L'argent frais obtenu sur le marché canadien par d'autres emprunteurs que le gouvernement canadien a été beaucoup moins considérable en 1968 qu'en 1967; le volume des obligations vendues à l'étranger a cependant augmenté sensiblement et les marchés européens ont, pour la première fois, souscrit à d'importantes émissions canadiennes. Le gouvernement canadien, qui avait contracté de larges emprunts au Canada en 1967, fit appel au marché national dans une plus large mesure encore en 1968; en outre, il a emprunté à l'étranger, en vue de renforcer ses réserves de devises.

Le volume du crédit distribué par le système bancaire a été considérable, quoique à des taux d'intérêt sensiblement plus élevés. L'actif global des banques s'est accru de 14%, tout comme en 1967. Je n'ignore pas que le développement accéléré des bilans bancaires a suscité une certaine appréhension; d'ailleurs je considère moi aussi qu'il a été rapide. Cependant, lorsqu'il s'est agi de déterminer dans quelle mesure la banque centrale devait laisser se développer le système bancaire sous la pression de la forte demande de crédit née de l'expansion économique et des besoins du gouvernement, nous avons dû tenir compte non seulement du degré de resserrement des marchés financiers en général, mais encore de certaines limites d'ordre pratique que les taux d'intérêt ne doivent pas dépasser dans une conjoncture donnée; ainsi, une hausse trop forte des taux d'intérêt risquait de provoquer un afflux massif de capitaux, qui aurait gonflé nos réserves officielles et dont le financement aurait augmenté d'autant les besoins de trésorerie déjà considérables du gouvernement. De plus, la forme que prend l'accroissement du passif des banques a aussi son importance. D'après la définition de la "masse monétaire" généralement acceptée aux États-Unis—soit l'ensemble de la monnaie en circulation et des dépôts à vue dans les banques—l'augmentation au Canada n'aurait été que de $6\frac{1}{2}\%$ en 1968. La progression beaucoup plus rapide du montant global des dépôts bancaires a tenu à une forte augmentation des catégories les plus hautement rémunérées de dépôts à terme et de comptes d'épargne sans droit de tirage par chèque. Or, les dépôts de ce genre sont, essentiellement, de même nature que certaines créances liquides à court terme sur des institutions autres que les banques et ces créances ne figurent dans aucune des définitions de la "masse monétaire".

J'ai mentionné, un peu plus haut, que les besoins de trésorerie du gouvernement avaient été très élevés l'an dernier. Il a fait de gros efforts pour placer ailleurs que dans les banques des émissions dont le rendement était élevé—avec beaucoup de succès parfois, notamment dans le cas des deux

émissions d'obligations d'épargne du Canada offertes en 1968. Tout compte fait, on ne constate cependant qu'un très léger accroissement du montant global de titres du gouvernement dans les portefeuilles non bancaires. De fait, on retrouve la presque totalité de l'augmentation nette de l'encours des titres du gouvernement dans les portefeuilles des banques et ceux des investisseurs étrangers. Les banques ont accru de 943 millions de dollars leurs portefeuilles de titres du gouvernement, alors que la Banque du Canada, pour faire face au développement de la circulation fiduciaire et des réserves bancaires, augmentait le sien de 135 millions. L'accroissement des emprunts du gouvernement, tout en augmentant la pression sur les taux d'intérêt, a donc eu aussi pour effet d'accroître la liquidité des banques et, il va sans dire, le total de leurs bilans.

Le portefeuille des banques en titres du gouvernement n'accuse aucune augmentation nette depuis la mi-septembre et, comme les prêts bancaires ont continué à se développer, le coefficient de liquidité des banques s'est trouvé réduit. La réduction des besoins de financement du gouvernement que comportera la mise en oeuvre des mesures annoncées au mois d'octobre 1968 sera importante en raison de ses effets, non seulement sur l'économie en général, mais aussi sur les marchés financiers. Une contraction des besoins de crédit du gouvernement aura tendance à limiter la croissance des liquidités du système bancaire. Tout cela fait ressortir l'importance de s'en tenir strictement aux programmes déjà annoncés par le gouvernement, visant à modérer ses dépenses et à limiter ses emprunts en 1969.

LA SCÈNE FINANCIERE INTERNATIONALE. De nouveaux progrès ont été réalisés au cours de l'année dans la mise au point d'un nouvel arrangement dont le but est d'aider à pourvoir aux besoins futurs de liquidités internationales dans le monde. Le projet de création de "droits de tirage spéciaux", dont les grandes lignes avaient été approuvées par l'assemblée annuelle du Fonds Monétaire International, en septembre 1967, a été élaboré depuis par les administrateurs du Fonds sous forme d'une modification des statuts de cet organisme. Cette modification a été approuvée par les Gouverneurs du F.M.I. en mai 1968, puis soumise aux pays membres pour leur ratification. Un projet de loi portant adhésion du Canada au nouvel arrangement est actuellement à l'étude au Parlement. La Banque a été appelée à témoigner devant le comité de la Chambre chargé d'étudier ce projet et s'est prononcée nettement en faveur de la loi en question. Le système proposé est très réalisable et devrait permettre d'atteindre efficacement l'objectif envisagé; je souhaite que les pays membres du F.M.I. complètent avec diligence les procédures de ratification, afin que le projet puisse être bientôt mis en oeuvre.

Le système monétaire international a été ballotté, au cours de l'année 1968, par une série de crises, nées de la spéculation consécutive à la dévaluation de la livre sterling et imputables également à des appréhensions au sujet de la stabilité de certaines monnaies. Outre le fait que les grands pays n'ont encore réalisé que peu de progrès en 1968 dans la recherche d'un meilleur équilibre de leur balance des paiements, un certain nombre de facteurs spéciaux sont intervenus, comme ceux qui ont contribué aux difficultés du franc français. Les dangers auxquels était exposée la stabilité des monnaies ont conduit à la mobilisation des facilités existantes de coopération entre banques centrales et ont donné lieu à de nouvelles initiatives dans le domaine de la finance internationale, initiatives auxquelles le Canada a pris une part active.

Vers la fin de 1967 et durant le premier trimestre de 1968, les pays industriels membres du Consortium de l'or ont cédé de très fortes quantités de métal jaune—environ trois milliards de dollars—en vue de stabiliser le prix de l'or sur le marché libre. Le 17 mars, les gouverneurs des banques centrales des pays membres du Consortium annoncèrent qu'ils cessaient de vendre de l'or sur le marché libre et qu'ils avaient convenu d'un nouvel arrangement en ce qui concerne l'or. Aux termes de cette entente, un double marché était institué: un marché officiel, réservé aux seules banques centrales et où le prix de l'or demeure fixé à 35 dollars É.-U. l'once, et un marché libre, où le prix de l'or varie selon l'offre et la demande. Le Canada n'était pas membre du Consortium de l'or, mais il accepta l'invitation qui lui avait été faite de collaborer à ce nouvel arrangement. Les producteurs canadiens d'or qui ne désirent pas se prévaloir des dispositions de la Loi d'urgence sur l'aide à l'exploitation des mines d'or conservent la faculté de vendre leur or sur le marché libre aux prix courants; par ailleurs, ceux qui désirent recevoir cette aide sont tenus de vendre toute leur production à la Monnaie canadienne à un prix équivalant, en dollars canadiens, à 35 dollars É.-U. l'once. Au lieu de céder ses acquisitions d'or au Fonds des changes, pour qu'il soit ainsi incorporé à nos réserves, la Monnaie le vend maintenant sur le marché libre par l'entremise de la Banque du Canada. La demande que la Banque du Canada avait faite aux banques et aux autres établissements financiers, en décembre 1967, de ne pas accorder de crédits gagés par l'or ni de faciliter les achats d'or à terme, n'a pas été annulée.

Une nouvelle menace à la stabilité du système monétaire international est apparue en 1968: la crainte que de larges conversions de sterling par des non-résidents puisse créer de fortes tensions sur la livre anglaise. Les facilités qui avaient été mises à la disposition de la Grande-Bretagne pour financer des retraits temporaires de balances sterling en 1966 avaient été totalement utilisées et des modalités de remboursements, échelonnés sur une certaine période, furent

arrêtées en septembre 1968. En même temps, de nouvelles dispositions furent prises pour décourager la conversion des balances sterling détenues par les pays de la zone sterling. Afin d'aider la Grande-Bretagne à conclure les accords nécessaires à ce sujet, la Banque des Règlements Internationaux et douze banques centrales lui ont ouvert des facilités de crédit totalisant deux milliards de dollars É.-U. La part du Canada est de 100 millions de dollars É.-U. et la Banque du Canada agit au nom du Canada à titre d'agent du ministre des Finances.

En novembre, l'opinion s'étant répandue que la parité du franc et celle du mark pourraient être modifiées, de très forts mouvements de capitaux se sont développés, de la France vers l'Allemagne. En juillet, un groupe de banques centrales avait ouvert à la France une facilité de crédit à court terme de 1,300 millions de dollars É.-U., et, en novembre, à la suite d'une réunion à Bonn des ministres des Finances et des gouverneurs des pays du Groupe des Dix, on annonça l'ouverture, par les banques centrales, d'une nouvelle facilité en faveur de la Banque de France, au montant de deux milliards de dollars É.-U. La part de la Banque du Canada s'élève à 100 millions de dollars É.-U.

La Banque du Canada continue de prendre part aux facilités de crédit que des banques centrales ont consenties en faveur de la Banque d'Angleterre lors de la dévaluation de la livre sterling en novembre 1967. Notre engagement demeure inchangé à 100 millions de dollars É.-U.

Le réseau de crédits réciproques à court terme en vigueur entre le Système de Réserve Fédérale et plusieurs banques centrales a été développé en 1968 et, fin décembre, totalisait 10.5 milliards de dollars É.-U. La participation du Canada a été augmentée en mars dernier, de 750 millions à un milliard.

Les efforts collectifs dont il est fait état dans les paragraphes précédents révèlent, à la fois, combien sérieuses ont été les tensions auxquelles le système monétaire international a été confronté pendant l'année et combien étroite et efficace a été la collaboration internationale. Plusieurs des initiatives prises en 1968 ont porté sur les symptômes plutôt que sur les causes de la tension; aussi, leur utilité a-t-elle surtout consisté à ménager des délais pour trouver des solutions aux problèmes fondamentaux. Le temps est souvent un allié indispensable dans la recherche de solutions; encore faut-il, évidemment, l'utiliser à bon escient, si l'on veut aboutir à des résultats positifs et durables.

Face aux perturbations du marché international des changes en 1968, d'aucuns ont de nouveau soutenu que la meilleure façon de renforcer le système monétaire international serait de permettre une plus grande flexibilité des taux de change. Sans vouloir soutenir que les arrangements actuels représentent tout ce qu'on pourrait imaginer de mieux, il y a trois aspects essentiels de la

question dont on doit toujours tenir compte lorsqu'on considère l'évolution future du système monétaire international.

Le premier, c'est que les accords de Bretton Woods réservent un rôle important aux modifications des taux de change dans le redressement des balances de paiements, mais qu'ils en limitent le recours aux cas de "déséquilibre fondamental". Ces accords prévoient que les pays doivent chercher à maintenir l'équilibre de leurs balances des paiements en ajustant leurs politiques économiques et financières internes, mais ils n'exigent en aucune façon qu'un pays renonce aux grands objectifs économiques que constituent, d'une part, un haut niveau de l'emploi et des revenus réels, et d'autre part, une stabilité raisonnable des prix.

Un deuxième facteur à retenir, c'est que, par définition même, un taux de change met en cause plus d'un pays puisque c'est le prix d'une monnaie par rapport aux autres monnaies. Aucun pays ne peut donc considérer son taux de change, ou ceux des autres pays, comme une affaire d'ordre purement interne. La fixation des taux de change est nécessairement une question qui doit faire l'objet de consultations et d'accords sur le plan international.

Il y a, enfin, la question fondamentale du genre d'environnement international que désirent les nations. Dans l'optique de Bretton Woods, on attribue beaucoup d'importance à la stabilité des relations économiques internationales dans la poursuite du développement des opérations économiques et financières entre les pays. C'est que dans un climat international caractérisé par la stabilité, chaque pays peut plus facilement réaliser ses propres objectifs économiques et a, par conséquent, intérêt à conduire ses affaires de façon à ne pas compromettre cette stabilité. Un corollaire de l'interdépendance économique, c'est que chaque pays puisse compter que ses partenaires commerciaux régleront leurs affaires de manière à ne pas perturber sa propre économie.

J'en conclus, donc, que c'est principalement dans l'application de saines politiques économiques nationales, partout dans le monde, que nous devons chercher le moyen d'assurer un meilleur fonctionnement du système économique international. Il n'est pas facile de diriger une économie moderne de manière à assurer la réalisation de ses objectifs, tout en évitant de provoquer des perturbations pouvant affecter les autres économies; nous nous devons cependant de continuer à oeuvrer en ce sens. Il y a lieu de croire que les efforts tentés ces dernières années, pour amener les pays à situer l'examen de leurs politiques économiques dans un cadre suffisamment large, commencent à porter fruit; il semble, aussi, que les peuples comme les gouvernements sont de mieux en mieux disposés à s'astreindre à la discipline que comporte l'interdépendance économique des pays.

LES ARRANGEMENTS FINANCIERS CANADO-AMÉRICAINS. Les accords entre le Canada et les États-Unis concernant les relations financières entre les deux pays ont fait l'objet d'un échange de correspondance entre le Secrétaire au Trésor américain et le ministre des Finances canadien, à deux reprises en 1968, le 7 mars et le 16 décembre. Ces quatre lettres sont reproduites à l'Annexe du présent Rapport.

Les lettres du 7 mars—qui concernent les mouvements de capitaux dans le cadre du programme américain de redressement de la balance des paiements—exemptent le Canada de toutes les mesures prises par le gouvernement américain dans ce domaine dont l'application a été confiée au Système de Réserve Fédérale et au Secrétariat au Commerce. Il s'agit là d'une décision qui s'est avérée particulièrement importante pour le Canada, puisqu'elle nous a aidés à surmonter une grave crise du change. En contrepartie, le Canada a pris un double engagement pour éviter que cette exemption ne compromette l'équilibre de la balance des paiements des États-Unis. Le Canada s'est engagé *a)* à prendre toutes mesures nécessaires pour empêcher que, par suite de l'exemption, on utilise le Canada comme "couloir" pour acheminer des capitaux des États-Unis vers des pays tiers et contourner ainsi les dispositions du programme américain, et *b)* à investir, dans des titres du gouvernement américain qui n'ont pas caractère de créances liquides sur les États-Unis, la partie de ses réserves en dollars É.-U. dont il n'a pas besoin comme fonds de roulement, sous réserve d'une clause destinée à sauvegarder la position du Canada au cas où le niveau de ses réserves l'exigerait.

Des dispositions furent prises par la suite pour l'application pratique des deux engagements mentionnés ci-dessus. Le 3 mai, le ministre des Finances publiait le texte de directives qu'à la suite d'entretiens entre la Banque du Canada et les banques à charte, celles-ci avaient accepté de suivre. Le 24 juillet, le ministre des Finances demanda à toutes les autres institutions financières au Canada de se conformer à des directives analogues. Enfin, le 19 septembre, le ministre du Commerce publiait des directives à l'adresse des sociétés canadiennes autres que les établissements financiers. On trouvera dans l'Annexe du présent Rapport le texte des trois communiqués susmentionnés et d'une déclaration du ministre des Finances sur un sujet connexe en date du 16 mars 1966.

Ces diverses directives ont été conçues en tenant compte des pratiques canadiennes; tout en assurant à la balance des paiements des États-Unis la protection promise, elles visent à réduire au minimum les inconvénients qui pourraient en découler pour les entreprises canadiennes dans la conduite normale de leurs opérations. Nos relations financières avec les États-Unis sont si importantes que l'intérêt national exige manifestement que les Canadiens se

conformément à ces directives dans la conduite de leurs affaires. La Banque du Canada est chargée de l'application des directives qui concernent les banques et celles-ci ont fait preuve à cet égard d'un esprit de collaboration.

Pour ce qui a trait au deuxième engagement pris par le Canada, celui qui concerne l'emploi des dollars É.-U. qui font partie de nos réserves officielles, signalons que le Canada avait en portefeuille, fin 1968, 1,250 millions de dollars É.-U. en titres spéciaux du gouvernement américain, soit 1,050 millions de plus qu'en décembre 1967.

Les deux lettres du 16 décembre portent essentiellement sur l'aspect des ententes entre les États-Unis et le Canada qui concerne le niveau des réserves canadiennes de change. Ces réserves avaient baissé sensiblement lors de la crise du change au premier trimestre, mais elles se sont accrues rapidement au cours de l'été et de l'automne et on se demandait en l'occurrence si la flexibilité de la politique monétaire canadienne ne risquait pas d'être sérieusement réduite, du fait qu'en vertu des accords alors en vigueur, il existait une limite supérieure que nos réserves officielles ne devaient pas dépasser, sauf à titre temporaire et exceptionnel. Il a été convenu, dans les lettres échangées en décembre, que l'accord entre les deux pays n'exigeait pas que le Canada maintienne ses réserves officielles au-dessous d'un niveau particulier; on a même reconnu expressément la nécessité, pour le Canada, de conserver, au sujet du niveau de ses réserves, une souplesse de manoeuvre qui lui permette de conduire sa politique monétaire en fonction des besoins variables de l'économie nationale, des facteurs saisonniers et d'autres influences de nature temporaire. Je me réjouis qu'on ait apporté ces précisions au sujet de nos arrangements avec les États-Unis.

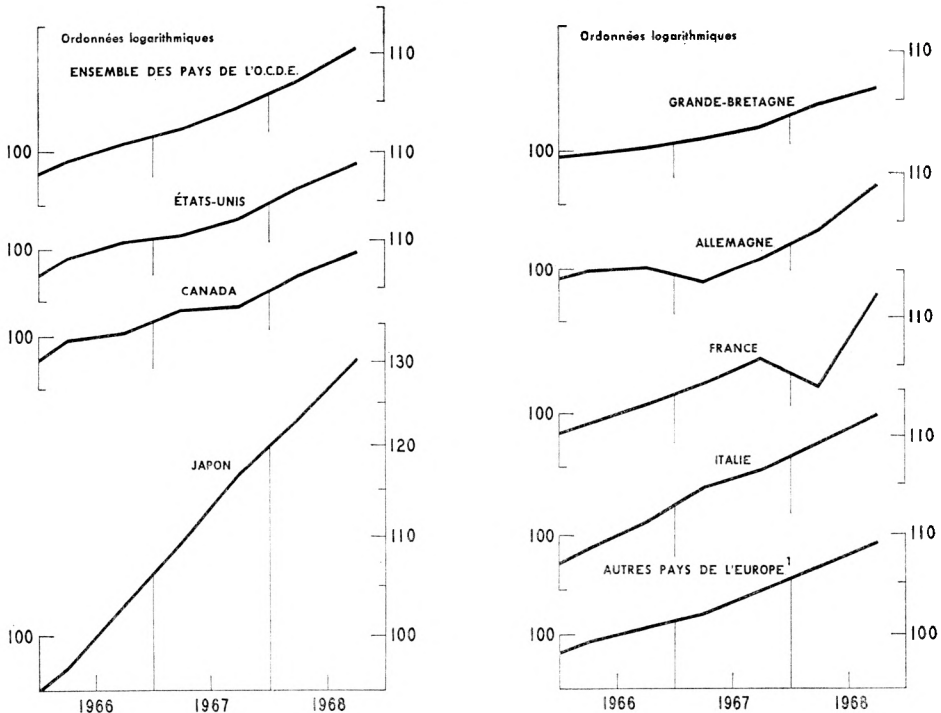
L'environnement économique international

A l'échelle du monde, la production et l'emploi ont accusé une vigoureuse expansion en 1968. La production globale des pays de l'O.C.D.E. a progressé de plus de 5½ %, contre 3½ % l'année précédente. Le deuxième semestre a été marqué par un certain ralentissement de l'expansion aux États-Unis et en Grande-Bretagne, une relance de l'économie française et une accélération de l'activité en Allemagne ainsi que dans la plupart des autres pays d'Europe.

PRODUIT NATIONAL BRUT

À Prix Constants

Données semestrielles — Indices: 1966=100



Données désaisonnalisées.

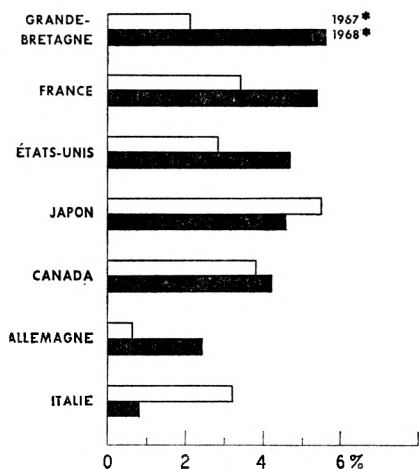
Évaluations provisoires pour 1968.

1. Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Grèce, Irlande, Islande, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Suède, Suisse et Turquie.

Dans la grande majorité des pays industriels, les tensions sur les coûts et les prix se sont aggravées. En Grande-Bretagne, la hausse des prix a été très sensible, en raison partiellement de la dévaluation et d'une plus lourde imposition indirecte. La France, consécutivement aux importantes concessions salariales de juin, a connu une hausse rapide des prix. Notons enfin — parce qu'elle touche de façon encore plus directe le Canada — l'aggravation des tensions inflationnistes aux États-Unis, où les prix n'ont jamais tant monté depuis 1951.

INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION

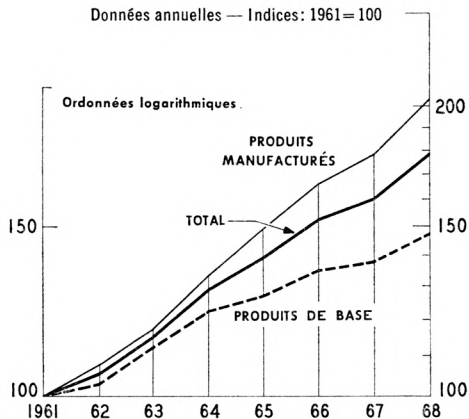
Augmentations en %



*Périodes de 12 mois finissant au cours du 4^e trimestre.

COMMERCE INTERNATIONAL¹

Données annuelles — Indices: 1961=100



Chiffres provisoires pour 1968.

1. Ensemble des exportations, f. à b.

L'expansion rapide dans les pays industriels s'est traduite par un développement du commerce mondial de l'ordre de 11%. Les échanges de produits ouverts sont demeurés l'élément le plus dynamique, cependant que les exportations de plusieurs pays producteurs de matières premières ont pris elles aussi un vigoureux élan.

Malheureusement, le développement des échanges internationaux n'a pas amené un meilleur équilibre des paiements courants des principaux pays. En Grande-Bretagne, une demande intérieure pressante a conduit à de plus fortes importations et le déficit de la balance courante est passé de 400 millions de livres en 1967 à environ 500 millions en 1968. Même si la balance courante s'est sensiblement améliorée au cours de l'année, il n'en reste pas moins que le résultat du deuxième semestre se situe très en deçà des résultats recherchés par le gouvernement. Aux États-Unis, un développement rapide des importations est venu balayer l'excédent coutumier de la balance courante; rappelons à

ce sujet que l'excédent s'était élevé à 1.7 milliard de dollars en 1967 et que les autorités avaient même escompté une amélioration d'environ un milliard en 1968. La progression des importations de la Grande-Bretagne et des États-Unis a contribué à renforcer les excédents déjà fort considérables de la balance courante de l'Allemagne et de l'Italie et à consolider les positions courantes de plusieurs autres pays, dont le Canada.

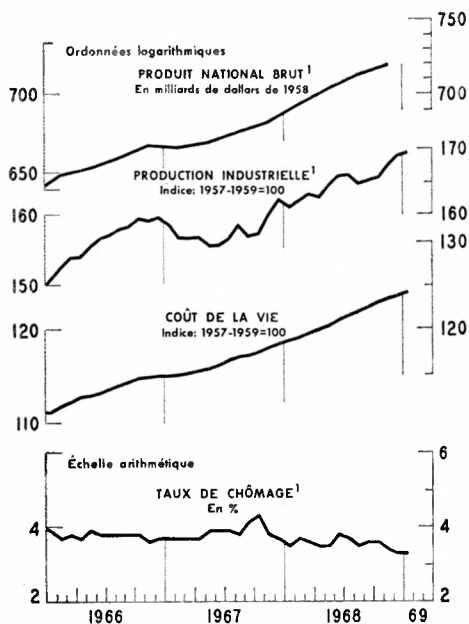
Les restrictions imposées aux sorties de capitaux par les pays à monnaie-réserve et les politiques favorables à l'exportation des capitaux adoptées par les pays dont la balance des paiements était excédentaire ont favorisé un nouvel essor de l'activité sur les marchés financiers européens en 1968. Les appels au marché des euro-obligations — marché international pour le placement d'émissions à long terme — ont dépassé 3.5 milliards de dollars, dont la plus grande partie pour le compte de filiales d'outre-mer de sociétés américaines. De plus, d'importantes émissions de titres libellés en deutsche marks ont été placées durant l'année sur le marché financier d'Allemagne, par des emprunteurs étrangers, dont le gouvernement canadien et bon nombre d'autres emprunteurs canadiens.

Les mouvements internationaux de capitaux, par l'intermédiaire de ces marchés ou par d'autres canaux, ont atteint des proportions inusitées en 1968 et, sauf sur de courtes périodes, ils ont contribué à atténuer, dans plusieurs pays, les effets sur leurs réserves officielles d'une évolution défavorable de leurs paiements courants. On s'est néanmoins demandé si certains pays réussiraient à faire face au déséquilibre de leurs comptes extérieurs sans modifier la parité de leur monnaie et ces doutes ont entraîné, à certains moments de l'année, d'importants déplacements de capitaux, dont l'effet allait être perturbateur: ces mouvements ont rendu nécessaires de larges recours aux facilités internationales de crédit qui existaient déjà ou qui ont été instituées au cours de l'année.

On trouvera, ci-après, un aperçu des principaux développements économiques survenus aux États-Unis en 1968 et aussi, mais de façon plus sommaire, en Grande-Bretagne, en Allemagne, en Italie, en France et au Japon.

Aux *États-Unis*, la croissance du Produit National Brut en 1968 ressort, en valeur, à 9½ % et en volume, à 5½ %, c'est-à-dire bien au-delà des 5½ % et 2¼ % enregistrés l'année précédente. La production de biens et de services, dont le volume a progressé à un taux annuel d'environ 6% au cours du premier semestre, s'est ralentie un peu au cours des deux derniers trimestres, par suite de l'adoption en juin, par le Congrès, d'une surtaxe de 10% au titre de l'impôt sur le revenu des particuliers et les bénéficiaires des sociétés; l'avance a, néanmoins, été plus forte qu'on ne l'avait généralement prévu. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé vigoureusement au troisième trimestre, la part du revenu réservée à l'épargne se contractant

ÉTATS-UNIS DIVERS INDICES ÉCONOMIQUES



1. Données désaisonnalisées. (Données du P.N.B., mises sur une base de 12 mois.)

par suite de l'incidence de la surtaxe. C'est au quatrième trimestre que ces dépenses ont enregistré leur plus faible augmentation depuis plus d'un an, mais en revanche, les investissements privés en capital fixe ont témoigné une vigueur inattendue et le stockage s'est développé à un rythme accéléré. D'après les prévisions officielles américaines, on peut s'attendre à un ralentissement du taux de croissance de la production et de la montée des prix en 1969.

La hausse de l'emploi aux États-Unis a permis d'absorber les nouveaux effectifs, relativement faibles d'ailleurs, arrivés sur le marché du travail en 1968. Le taux de chômage, corrigé des variations saisonnières, ressort à 3,6% en moyenne pour chacun des trois premiers trimestres, soit un peu moins

que la moyenne de 1967, qui avait été de 3,8%. Dans les derniers mois de l'année, le développement de l'emploi se fit sentir davantage sur les effectifs disponibles de main-d'oeuvre et le taux de chômage fléchit à 3,4% en novembre, puis à 3,3% en décembre et janvier, son plus bas niveau depuis 15 ans. La production s'est accrue davantage que l'emploi—les taux ressortissant à 5½% et 1¾% respectivement—indice d'un gain sensible de la production par travailleur. Les hausses de salaires et l'amélioration des avantages accessoires prévues par les conventions collectives négociées en 1968 ont dépassé celles de l'année précédente et, en dépit des gains de la productivité, le coût de revient unitaire en main-d'oeuvre s'est de nouveau accru sensiblement. La hausse de l'indice des prix P.N.B. ressort à 3,9% en 1968, contre 3,2% en 1967; l'indice des prix à la consommation accuse une progression de 4,7%, contre 3,1% l'année précédente.

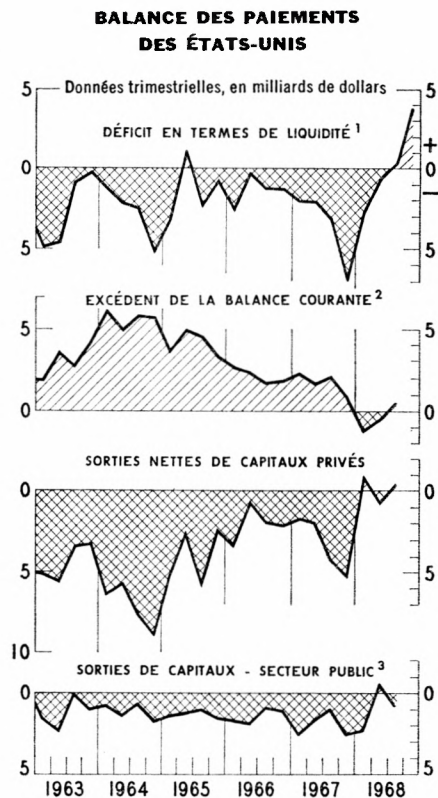
L'expansion vigoureuse de l'économie a entraîné un essor exceptionnel des importations américaines en 1968; elles ont été affectées aussi par des grèves—ou des menaces de grèves—dans l'industrie du cuivre, de l'aluminium et de l'acier, de même que chez les débardeurs. Les exportations n'ont pas connu un développement parallèle, de sorte que l'excédent de la balance commerciale,

qui s'était chiffré à 3.5 milliards de dollars en 1967, s'est presque complètement effacé. En compensation partielle de cette détérioration, on note une amélioration du solde dégagé par les échanges de services; compte tenu des dons et autres transferts du gouvernement, il semble que la balance courante se soit trouvée à peu près en équilibre, alors qu'en 1967 elle s'était soldée par un excédent de 1.7 milliard.

Grâce à un large revirement du mouvement des capitaux, la balance américaine des paiements, en termes de liquidité, a pratiquement atteint l'équilibre en 1968, contrairement à 1967 où elle avait accusé un déficit de 3.6 milliards de dollars. Les dispositions administratives annoncées au début de 1968, concernant le contrôle de l'investissement direct à l'étranger, ont largement encouragé les entreprises américaines à chercher outre-mer, en particulier sur le marché des euro-émissions, les ressources nécessaires à leurs investissements à l'étranger. Les non-résidents ont aussi accru sensiblement leurs achats d'actions sur le marché américain, incités dans une certaine mesure

par les événements politiques survenus en France et en Tchécoslovaquie; on a noté, en outre, un accroissement sensible des entrées de capitaux, par suite d'opérations financières spéciales pratiquées par des organismes officiels des États-Unis et d'autres pays.

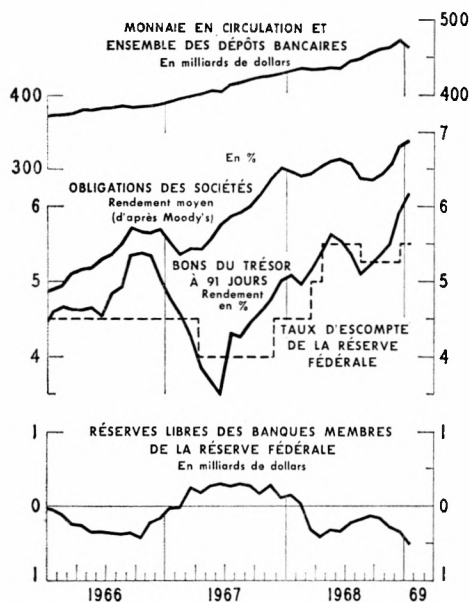
Au cours des cinq premiers mois de 1968, alors que le Congrès n'avait point encore donné son accord au relèvement d'impôts proposé par l'Administration, la politique monétaire des États-Unis a revêtu un caractère de plus en plus restrictif, par souci d'atténuer les tensions inflationnistes. L'ensemble des prêts et des investissements des banques commerciales, correction faite des facteurs saisonniers, s'est accru à un rythme annuel de 7½ % au cours de cette période, contre 12½ % au deuxième semestre de 1967. Les banques affiliées à la



Données trimestrielles désaisonnalisées, mises sur une base de 12 mois.

1. Somme algébrique des deux éléments suivants: variation des réserves officielles des États-Unis et variation de leurs engagements à court terme (liquid liabilities) envers l'étranger.
2. Y compris les transferts unilatéraux.
3. Y compris les opérations spéciales du gouvernement.

ÉTATS-UNIS
PRINCIPAUX FACTEURS
DU MARCHÉ MONÉTAIRE



Réserve Fédérale, prises dans l'ensemble, sont passées, en ce qui concerne leurs réserves obligatoires et leurs emprunts à l'institut d'émission, d'une position excédentaire (net free reserves) à une position déficitaire (net borrowed reserves). Après une courte période de relâche au début de l'année, les taux d'intérêt reprirent leur mouvement de hausse. Le taux d'escompte de la Réserve Fédérale fut porté à 5½ %, en deux étapes de ½ % chacune, aux mois de mars et d'avril, et déjà à la mi-mai la plupart des taux d'intérêt à court terme avaient franchi les sommets atteints lors de la contrainte monétaire de 1966. Les taux à long terme s'inscrivirent également en hausse et, en général, dépassèrent même les niveaux de l'année précédente.

Les mesures législatives adoptées au mois de juin, concernant la surtaxe de 10% au titre de l'impôt sur le revenu, visaient aussi à comprimer les dépenses gouvernementales. D'après les estimations officielles, il est prévu que le déficit de 25 milliards de dollars dégagé par l'exercice terminé au 30 juin 1968 fera place à un excédent de 2.4 milliards pour l'exercice en cours et de 3.4 milliards pour celui qui se terminera en juin 1970. Dès les derniers jours de mai, à mesure que se précisaient les chances d'adoption des contraintes fiscales, les taux d'intérêt recommencèrent à fléchir et, au mois d'août, ils se situaient déjà à peu près aux mêmes niveaux qu'au début de l'année. Certains assouplissements furent apportés à la politique monétaire tout au cours de cette période et, en août, le taux d'escompte fut réduit à 5¼ %. Avec la fin de l'été, cependant, comme l'activité économique ne s'était pas ralentie dans la mesure escomptée, on procéda à un nouveau resserrement de la politique monétaire. Les investisseurs en vinrent progressivement à envisager l'avenir dans une optique différente et, sous la pression des fortes demandes de crédits, au recul des taux d'intérêt succéda un mouvement en sens contraire. En décembre, le taux d'escompte a été de nouveau porté à 5½ % et, vers la fin de l'année, la plupart des taux d'intérêt du marché avaient dépassé les records établis plus tôt dans l'année.

En *Grande-Bretagne*, la demande intérieure a conservé tout au long de 1968 une intensité supérieure à ce qu'on escomptait ou souhaitait. Entre la dévaluation et la présentation du budget d'austérité en mars, les dépenses de consommation des ménages ont progressé à vive allure. Le budget de mars proposa des mesures visant à la fois à augmenter sensiblement les recettes fiscales et à limiter l'accroissement des dépenses. L'alourdissement prononcé des impôts indirects visait à réduire la consommation des ménages et à assurer le développement des exportations et des dépenses en capital fixe — dans le cadre d'une augmentation annuelle de 3% de la production globale. Consécutivement au budget, les dépenses de consommation fléchirent mais le restockage progressa sensiblement. Plus tard, la demande des ménages, stimulée par une progression des revenus supérieure à ce qu'avait envisagé le budget, est réapparue comme facteur d'expansion économique. En novembre 1968, les gains hebdomadaires moyens dans l'industrie manufacturière étaient de 7½% plus élevés que l'année précédente. Lors de la présentation du budget, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, qui avait été fixé à 8% au lendemain de la dévaluation, fut abaissé à 7½%; une autre baisse d'un demi-point est intervenue en septembre. En revanche, tout au long de cette période, le crédit au secteur privé avait été comprimé, en raison notamment des plafonds imposés aux prêts bancaires. Les taux d'intérêt du marché à court terme, qui avaient atteint de hauts niveaux en novembre 1967, se sont par la suite orientés vers la baisse, alors que les taux du long terme se sont inscrits en hausse au cours de l'année.

Le haut niveau de la demande intérieure a ralenti le redressement de la balance des paiements. A la faveur d'une conjoncture externe favorable, les exportations britanniques ont progressé davantage qu'il n'avait été prévu, mais les importations se sont maintenues aux niveaux élevés qu'elles avaient atteints durant les mois qui suivirent la dévaluation, de sorte que la balance commerciale ne s'est que légèrement améliorée. En 1968, le déficit de la balance courante, imputable surtout au premier semestre, s'est élevé à environ 500 millions de livres. En juin, la Grande-Bretagne effectua un tirage de 1,400 millions de dollars sur le Fonds Monétaire International et, à diverses reprises au cours de l'année, elle fit appel à d'autres facilités internationales de crédit.

En novembre, les autorités imposèrent des conditions plus strictes en matière de ventes à tempérament; elles majorèrent les impôts indirects, assujétirent le crédit à d'autres restrictions et instituèrent un système de dépôts préalables en couverture des importations. Le 27 février 1969, la Banque d'Angleterre majora son taux d'escompte d'un point, le portant ainsi à 8%.

En *Allemagne*, la reprise conjoncturelle de l'économie, amorcée en 1967, a témoigné de beaucoup d'allant en 1968. Au total, le volume de la production

a progressé d'environ 7½ %—l'accélération ayant d'ailleurs été supérieure à cette moyenne au cours du deuxième semestre. La demande soutenue au sein de l'économie allemande s'est traduite par un raffermissement du marché du travail, tandis que les revenus par travailleur, qui, à toutes fins pratiques, n'avaient guère évolué en 1967, amorcèrent une hausse rapide. Néanmoins, la productivité a marqué des progrès très nets au cours de cette période d'expansion cyclique, de sorte que les prix sont demeurés relativement stables, sauf dans les derniers mois de l'année.

Les exportations se sont développées plus rapidement que les importations et l'excédent de la balance commerciale s'est accru sensiblement. Le solde créditeur de la balance courante est passé de 2.4 milliards de dollars en 1967 à 2.9 milliards en 1968. La politique monétaire est demeurée orientée vers une aisance relative en 1968 et les conditions du marché financier allemand ont favorisé un large mouvement de capitaux privés à long terme vers l'étranger, le volume de ces sorties correspondant à peu près à l'excédent de la balance courante. En dépit du volume sensiblement accru des émissions de titres à rendement fixe au cours de l'année, les taux à long terme ont continué à s'infléchir. La forte position du deutsche mark et les appréhensions sur le franc français ont entraîné, dans les trois premières semaines de novembre, un courant de capitaux à court terme vers l'Allemagne de l'ordre de 2.5 milliards de dollars. Le gouvernement annonça que, temporairement, il dégrevait les importations et grevait les exportations, de 4% d'impôt dans chaque cas, et que toute augmentation du passif-dépôts des établissements de crédit envers les non-résidents, au-delà du niveau du 15 novembre 1968, serait subordonnée à une réserve obligatoire de 100%. Dès les premiers mois de 1969, les sorties de capitaux avaient pleinement compensé les entrées de l'automne précédent.

L'Italie a connu un léger ralentissement de son économie en 1968 et une recrudescence du chômage. La demande extérieure est demeurée forte toute l'année mais la dépense des ménages a marqué un fléchissement accentué et les stocks ont baissé au cours du premier semestre. Certains changements, de nature expansionniste, apportés à la politique fiscale plus tard dans l'année, ont favorisé une progression plus rapide de la demande intérieure et une forte reprise des importations. En dépit d'une certaine contraction au second semestre, l'excédent de la balance courante se chiffre aux alentours de 2.5 milliards de dollars pour l'ensemble de l'année. Cependant, les sorties de capitaux ont plus que doublé en 1968 et les réserves officielles ont légèrement baissé.

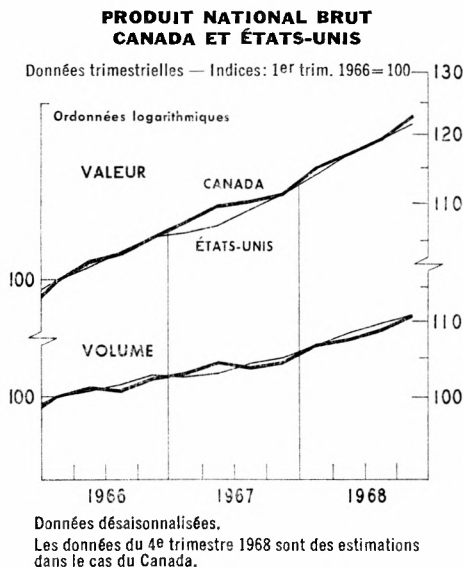
En France, l'évolution de la conjoncture économique a été perturbée par les grèves de mai. Une fois celles-ci réglées, l'économie s'est engagée dans la

voie d'une expansion accélérée sous l'effet de politiques fiscale et monétaire de relance et grâce à l'accroissement des revenus consécutif à la hausse importante des salaires. Les importations se sont accrues et la balance des paiements s'est détériorée. A la suite de la spéculation contre le franc, en novembre, un contrôle sévère des changes fut établi et des mesures fiscales mises en oeuvre afin de stimuler les exportations et de remplacer certaines importations; de plus, le budget de 1969 fut sensiblement comprimé. La politique monétaire s'est aussi resserrée. Pour l'ensemble de l'année, le déficit important de la balance courante et les fuites massives de capitaux se sont soldés par de fortes pertes d'or et de devises; les réserves officielles accusent un recul de 2.8 milliards de dollars.

Au *Japon*, l'activité économique a continué de se développer rapidement et, de nouveau, des hausses sensibles des coûts et des prix sont intervenues. La forte demande extérieure s'est traduite par l'accélération rapide des exportations, cependant que des mesures restrictives, adoptées vers la fin de 1967, en vue de redresser le solde déficitaire croissant de la balance courante, provoquaient un ralentissement des importations et une réduction des stocks. Le déficit important que dégagait la balance courante vers la fin de 1967 s'est transformé en un excédent, qui s'est accru tout au cours de l'année. Les sorties de capitaux à long terme, qui avaient caractérisé l'économie japonaise ces dernières années, se sont contractées très sensiblement en 1968 et les réserves officielles se sont accrues de 860 millions de dollars.

L'évolution de l'économie canadienne

Après une phase d'ajustement et de faible croissance, qui remonte au printemps de 1966, l'économie canadienne amorçait, vers la fin de 1967, une vigoureuse expansion. La reprise fut stimulée par une forte augmentation des exportations de marchandises dans les derniers mois de 1967 et au début de 1968, attribuable au raffermissement de la demande aux États-Unis. Au cours de 1968, de nouveaux facteurs sont venus accélérer le rythme de l'expansion: le nombre sans précédent des logements mis en chantier, l'accélération des dépenses des ménages en biens durables, une certaine reprise de l'investissement en usines et en outillage dans les entreprises et, enfin, l'achèvement de l'ajustement des stocks. L'emploi a progressé par suite de la reprise de la demande, mais la population active a augmenté encore plus rapidement, alors que la productivité, qui ne s'était guère améliorée pendant la phase de faible croissance, a elle aussi marqué des progrès. En conséquence, le niveau moyen du chômage a été un peu plus élevé en 1968 qu'en 1967. L'augmentation des salaires et des traitements, ainsi que des bénéfices, a dépassé la croissance, pourtant rapide, de la production, et les prix ont continué d'avancer à peu près au même rythme qu'en 1966 et 1967.



LA PRODUCTION. Le rythme d'expansion de l'économie s'est accéléré en 1968, alors qu'il s'était ralenti en 1967; la comparaison habituelle des données globales de ces deux années a donc tendance à sous-évaluer le rythme de la croissance l'an dernier. Du quatrième trimestre 1967 au quatrième trimestre 1968, le Produit National Brut, évalué aux prix courants et corrigé des variations saisonnières, semble s'être accru d'environ 10%, dont environ 6% en volume et 4% attribuable à la hausse des prix. Le taux de croissance véritable a donc évolué presque aussi rapidement en 1968 que durant les

cinq ans de la phase d'expansion économique qui s'est terminée vers le deuxième trimestre de 1966, et trois fois plus rapidement que durant la phase d'ajustement subséquente. Le tableau suivant montre les taux annuels de croissance des principaux agrégats de la statistique économique durant chacune des trois périodes susmentionnées.

**TAUX ANNUELS DE CROISSANCE
DES PRINCIPAUX AGGRÉGATS ÉCONOMIQUES
DIVERSES PÉRIODES — ENTRE 1961 et 1968**

	<u>2T 1961- 2T 1966</u>	<u>2T 1966- 4T 1967</u>	<u>4T 1967- 4T 1968</u>
	%	%	%
Produit National Brut:			
Valeur.....	9.2	5.8	10 ^e
Volume.....	6.5	2.1	6 ^e
Prix.....	2.5	3.7	4 ^e
Production par travailleur, en volume.....	3.1	-0.3	2½ ^e
Emploi ⁽¹⁾	3.3	2.4	3.3
Population active ⁽¹⁾	2.4	3.2	3.7

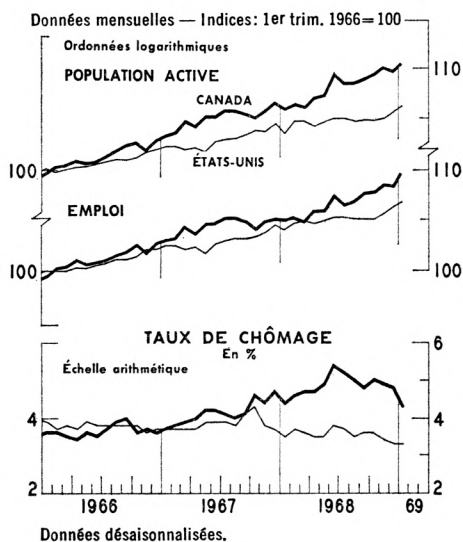
e: Évaluation.

(1) Y compris les effectifs des forces armées. (Note: 2T = 2^e trimestre, et ainsi de suite.)

La production manufacturière a marqué des progrès encore plus sensibles que la production totale; au quatrième trimestre 1968, elle était en avance de 7% sur le quatrième trimestre 1967, alors que, durant les dix-huit mois précédents, son rythme annuel de progression avait à peine dépassé 1%. Les progrès ont été particulièrement remarquables dans les secteurs de l'automobile, de l'acier et du bois. Au début de 1969, pratiquement tous les indices évoquaient la continuité d'une expansion vigoureuse de la production.

En 1968, la production agricole semble, elle aussi, avoir réalisé des gains appréciables, bien que dans l'Ouest les producteurs de céréales aient eu à faire face à une situation exceptionnellement difficile. La récolte de 1968, quoiqu'un peu plus abondante qu'en 1967, a été gravement affectée par une détérioration de la qualité en raison de conditions climatiques défavorables durant la moisson. De plus, la commercialisation de la récolte présente des difficultés sérieuses, en raison de la demande moins forte de blé canadien au cours des deux dernières années et de divers problèmes attribuables à l'humidité excessive du grain, aux engorgements dans les moyens de transport et à la congestion des silos.

POPULATION ACTIVE ET EMPLOI AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS



LA PRODUCTIVITÉ ET L'EMPLOI.

Comme en témoigne le tableau de la page 27, l'expansion rapide de l'économie depuis la fin de 1967 s'est accompagnée d'une amélioration de la productivité. Dans le secteur manufacturier, la production par homme-heure, qui s'était orientée vers la hausse dans le courant de 1967, semble avoir été d'au moins 4% plus élevée au quatrième trimestre 1968 qu'au trimestre correspondant de l'année précédente. Cette évolution fort encourageante de la productivité est toutefois sujette à une importante réserve. Dans une certaine mesure, elle tient sans doute à des tendances éphémères qui caractérisent les diverses phases du cycle économique

et qui ont un effet particulièrement marqué sur la productivité lorsque la production, après une période de ralentissement, s'engage dans une nouvelle phase d'expansion. Il reste que, pour l'ensemble de la période allant du deuxième trimestre 1966 au quatrième trimestre 1968, l'amélioration de la productivité est décevante, puisqu'elle aurait été, en moyenne, inférieure à 1% par année.

En raison de l'amélioration de la productivité en 1968, la progression de l'emploi a été moins vive que celle de la production. La population active s'est cependant accrue davantage. Dans ces conditions, le chômage s'est aggravé progressivement jusque vers le milieu de l'année. Corrigé des variations saisonnières, le taux de chômage a atteint un sommet de 5.4% en juin, avec l'arrivée d'effectifs exceptionnellement nombreux d'étudiants en quête d'emplois d'été. Toutefois, il a fléchi légèrement au second semestre; au quatrième trimestre, il fut en moyenne d'un peu moins de 5%—donc légèrement plus élevé qu'à la même époque l'année précédente—et il a continué de régresser en janvier 1969. Pour l'ensemble de 1968, la moyenne ressort à 4.8%, contre 4.1% en 1967. Du quatrième trimestre 1967 au quatrième trimestre 1968, la population active civile s'est accrue de plus de 3¼ %, alors que, durant la phase de faible croissance de la production et de l'emploi, elle avait progressé de 3% par année. En 1968, l'apport net de l'immigration fut moindre qu'en 1967, tandis que l'incidence des facteurs démographiques sur la croissance de la population active n'a guère varié, d'une année à l'autre; l'accroissement plus rapide de la population active s'explique donc principalement par une hausse du taux de participation, chez les femmes mariées notamment.

LES COÛTS ET LES PRIX. Certains indices portent à croire que l'importance des augmentations salariales accordées dans le cadre de conventions collectives a eu tendance à diminuer en 1968. Il est vrai que, de nouveau en 1968, plusieurs relèvements ont été très importants; toutefois, la moyenne pondérée des hausses annuelles des taux de base prévues par les contrats de travail intervenus au cours de l'année est descendue à 8.1%, contre 8.7% en 1967 et 8.3% en 1966; au dernier trimestre, la hausse moyenne s'établissait à 7.5%. En moyenne, les hausses sont demeurées un peu plus fortes au Canada qu'aux États-Unis, quoique les augmentations prévues par les conventions collectives aux États-Unis aient été légèrement plus importantes en 1968 qu'en 1967.

Pour ce qui a trait aux salaires et aux traitements, les données les plus complètes sont celles qui concernent les employés des entreprises industrielles d'une certaine envergure; elles n'englobent pas la fonction publique et concernent à peine plus de la moitié des employés recensés par la statistique de la main-d'oeuvre. Il reste qu'elles intéressent plus de travailleurs que n'en touchent directement les conventions collectives et, parce qu'elles englobent aussi les employés appointés, elles représentent mieux l'ensemble du monde du travail que les données relatives aux seuls salariés.

**SALAIRES HEBDOMADAIRES MOYENS
TAUX ANNUELS DE CROISSANCE⁽¹⁾**

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>
	%	%	%
Industries manufacturières.....	6.1	6.4	8.1
Industries minières.....	7.1	8.0	8.3
Exploitation forestière.....	8.2	10.5	4.6
Construction.....	12.0	6.5	6.3
Transports et services publics.....	6.0	7.9	8.3
Commerce.....	4.8	5.8	8.0 ^e
Finance, assurance et immeuble.....	5.1	5.8	9.1
Autres services commerciaux.....	6.3	7.1	5.1
Ensemble des rubriques ci-dessus.....	6.3	6.2	7.4

e: Évaluation.

(1) Par comparaison de la moyenne des gains au cours d'une période de trois mois finissant en novembre de l'année indiquée et de la moyenne pour la période correspondante l'année précédente.

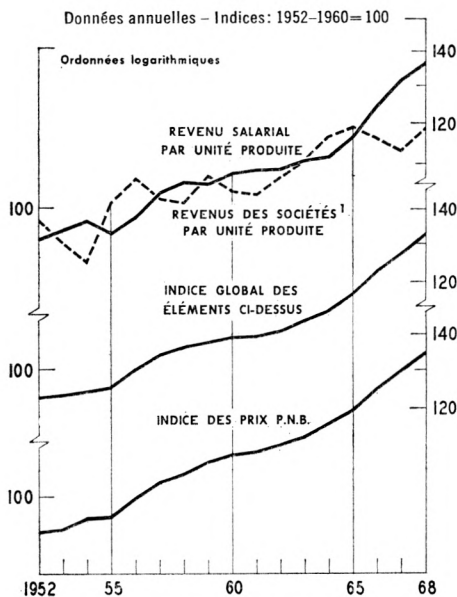
D'après le tableau ci-dessus, la rémunération moyenne des travailleurs, à tout le moins dans le cas des entreprises, aurait augmenté bien davantage en 1968 que durant les deux années précédentes.

Dans les secteurs non agricoles de l'économie, la masse salariale, y compris les revenus indirects et la solde des militaires, semble avoir progressé de plus de 9½ %, du quatrième trimestre 1967 au quatrième trimestre 1968, contre 7½ % l'année précédente. En volume, l'augmentation du Produit National Brut, agriculture exclue, est évaluée à près de 6% en 1968, contre moins de 3% en 1967. Aussi, estime-t-on à 3½ % en 1968, au lieu de 4½ % en 1967 et plus de 7% en 1966, l'augmentation du coût en main-d'oeuvre par unité produite dans les secteurs non agricoles. Si la hausse en 1968 a encore été sensiblement plus forte que la hausse moyenne de 2% des années 1952-1965, il reste qu'elle se situe légèrement en deçà de l'accroissement d'environ 4% noté en 1968 dans ces mêmes secteurs de l'économie américaine.

Les comparaisons de la production, des coûts et de la productivité entre le secteur de la transformation au Canada et aux États-Unis sont particulièrement pertinentes, puisque c'est précisément ce domaine qui présente le plus d'intérêt en ce qui concerne la position concurrentielle des deux pays. Les graphiques de la page 31 portent sur les principaux éléments de comparaison. Il en ressort que, dans le secteur de la transformation, la production par employé s'est accrue davantage au Canada qu'aux États-Unis en 1968, ce-

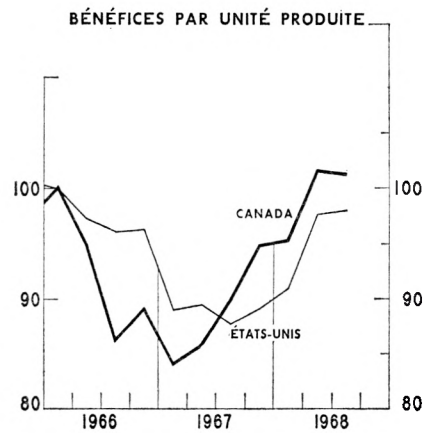
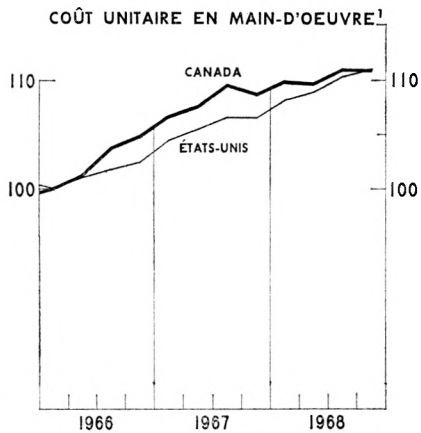
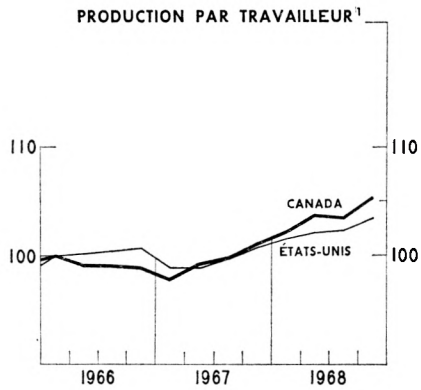
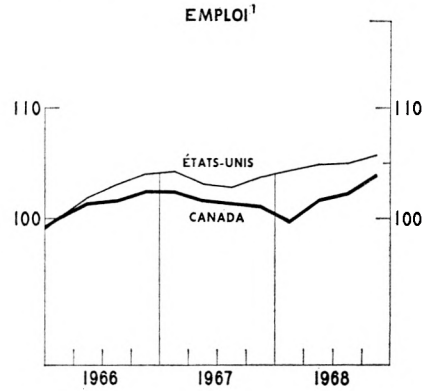
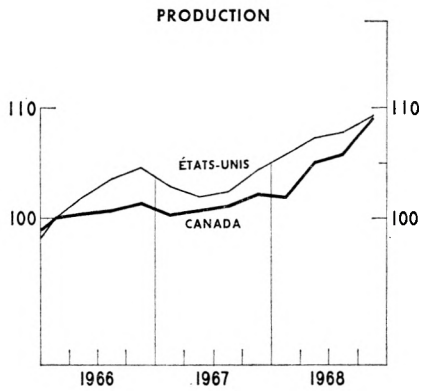
pendant que le revenu par employé a progressé moins rapidement. Effectivement, le coût unitaire en main-d'oeuvre, dans l'ensemble des industries manufacturières canadiennes, a augmenté d'à peu près 2%, du quatrième trimestre 1967 au quatrième trimestre 1968, contre une avance d'environ 4% aux États-Unis. Au Canada, l'accroissement, au cours de cette période, a été inférieur à moins de la moitié de ce qu'il avait été, en moyenne, les deux années précédentes, alors qu'aux États-Unis, il a été quelque peu plus rapide que durant la même période de référence. Il semble donc que la détérioration de la position concurrentielle de l'industrie manufacturière canadienne survenue en 1966 et en 1967 ait été corrigée en 1968.

**COÛTS EN MAIN-D'OEUVRE ET BÉNÉFICES
DANS LES BRANCHES NON AGRICOLES
ET PRIX P.N.B.**



REVENUS ET PRODUCTIVITÉ DES INDUSTRIES DE FABRICATION AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS

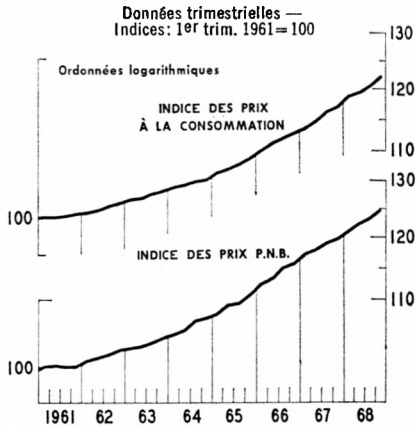
Données trimestrielles — Indices: 1er trim. 1966=100



Données désaisonnalisées.

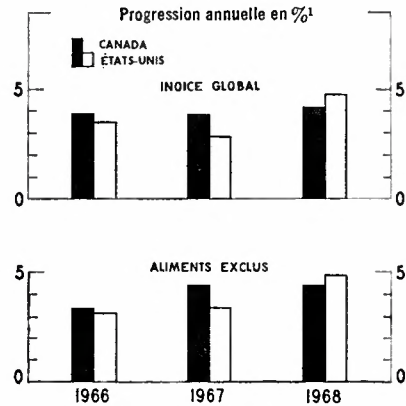
1. Les données du 4^e trimestre 1968 sont des estimations dans le cas du Canada.

ÉVOLUTION DES PRIX AU CANADA



Données désaisonnalisées (par la Banque du Canada, dans le cas de l'I.P.C.). Dans le cas de l'indice des prix P.N.B., les données du 4^e trimestre 1968 sont des estimations.

INDICES DES PRIX À LA CONSOMMATION AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS



1. Périodes de 12 mois finissant au cours du quatrième trimestre.

1968 que durant les deux années précédentes, tandis que le profit par unité produite, après avoir fléchi en 1966 et 1967, s'est orienté vers la hausse. Dans ces secteurs, comme l'indique le graphique de la page 30, le revenu des sociétés (avant déduction des impôts et de l'amortissement pour dépréciation) par unité produite, en 1968, se situe à peu près au même niveau qu'en 1965. Le revenu global des sociétés et de la main-d'oeuvre par unité produite a augmenté en 1968 à peu près au même rythme qu'en 1967 et d'environ le même pourcentage que l'indice des prix P.N.B. en 1968.

Du quatrième trimestre 1967 au quatrième trimestre 1968, l'indice des prix P.N.B. et celui des prix à la consommation accusent chacun une progression de l'ordre de 4%. Dans l'un et l'autre cas, l'avance a été un peu plus marquée que durant les douze mois précédents. De fait, l'indice des prix à la consommation a enregistré, pendant cette période, sa plus forte hausse depuis 1951, soit 4.2%. Les aliments, dont les prix ont augmenté de 3½% en 1968 contre 2% en 1967, ont été, l'an dernier, l'un des facteurs d'accélération dans la progression de l'indice des prix à la consommation. Quant à l'indice global, aliments exclus, il a encore augmenté sensiblement, soit de presque 4½%, comme en 1967.

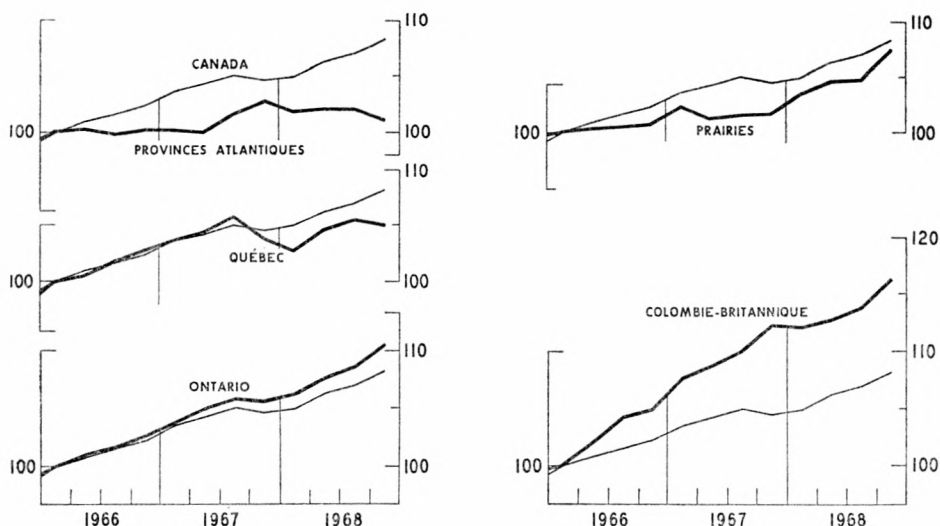
Pour la première fois depuis de nombreuses années, les prix, en 1968, n'ont pas monté plus au Canada qu'aux États-Unis; même que la hausse des prix à la consommation, de décembre 1967 à décembre 1968, a été plus forte aux États-Unis qu'au Canada, soit de 4.7% contre 4.1%. Des deux côtés de la frontière, l'indice des prix P.N.B. a progressé d'à peu près 4% pendant l'année.

TENDANCES ÉCONOMIQUES RÉGIONALES. Les comparaisons économiques entre les régions du pays appellent des conclusions différentes selon qu'elles portent sur tel ou tel aspect de la conjoncture recensé par la statistique. Cependant, il semble bien que la reprise de l'économie nationale en 1968 a été, dans l'ensemble, moins sensible au Québec et dans les provinces de l'Atlantique que dans le reste du pays. Elle semble avoir été particulièrement marquée en Ontario, qui occupe une place prépondérante dans l'industrie, notamment dans les secteurs en pleine expansion, tels l'acier et l'automobile. La Colombie-Britannique a elle aussi largement bénéficié du raffermissement de la demande des produits tirés de la forêt, notamment le bois de construction. La plupart des indices portent à croire qu'au Québec, en 1968, l'expansion économique a été moins vigoureuse qu'en 1967, alors que l'économie avait progressé passablement plus au Québec que dans l'ensemble du pays, grâce, dans une certaine mesure, à l'activité qu'Expo 67 avait suscitée dans la région de Montréal. Les provinces de l'Atlantique ont été favorisées par une forte reprise du tourisme, qui avait subi un certain ralentissement en 1967 à cause de l'Expo; de même, les grandes industries de la région semblent s'être développées un peu plus rapidement en 1968 qu'en 1967, encore que moins rapidement, peut-être, que dans l'ensemble du pays.

La construction d'habitations a connu un développement considérable dans toutes les régions du pays en 1968. L'investissement dans les entreprises, qui semble être demeuré à peu près au même niveau qu'en 1967 dans la plupart

ÉVOLUTION DE L'EMPLOI PAR RÉGION

Données trimestrielles — Indices: 1er trim. 1966=100



Données désaisonnalisées.

des régions du pays, a cependant continué de progresser vigoureusement à Terre-Neuve et paraît s'être développé sensiblement dans les provinces des Prairies en 1968. Par contre, le volume des revenus effectivement touchés par les agriculteurs, qui a augmenté légèrement dans les autres régions, a diminué assez sensiblement dans les Prairies, en raison des problèmes dont il a déjà été fait mention au sujet de la récolte de 1968; en dépit du dynamisme de plusieurs des secteurs non agricoles dans les Prairies, c'est dans cette région que le commerce de détail a fait le moins de progrès, exception faite du Québec.

Pendant la phase d'ajustement 1966-1967, l'emploi avait, presque partout au pays, connu un développement plus lent que durant les années de rapide expansion et le chômage s'était aggravé dans toutes les régions. Au Québec, l'emploi avait continué de progresser jusqu'à la fin de l'été 1967, en raison de l'activité dans la région de Montréal attribuable à l'Expo, mais avait fléchi vers la fin de l'année. Depuis les derniers mois de 1967, alors que s'amorçait la phase d'expansion rapide de la production et de l'emploi, à l'échelle nationale, l'évolution de l'emploi, dans les principales régions du pays, présente des divergences assez considérables. D'une part, la demande de main-d'oeuvre a été forte en Ontario et dans les provinces de l'Ouest, et le chômage ne s'y est pas aggravé. D'autre part, au Québec et dans les provinces de l'Atlantique, où la demande de main-d'oeuvre a peu varié, le chômage a continué de s'accroître en 1968. Le tableau suivant retrace sommairement l'évolution régionale du marché du travail au Canada.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL PAR RÉGION

	<u>Population active</u>		<u>Emploi</u>		<u>Taux de chômage désaisonnalisés</u>		
	(Taux annuels des variations ⁽¹⁾)						
	<u>2T 1966- 4T 1967</u>	<u>4T 1967- 4T 1968</u>	<u>2T 1966- 4T 1967</u>	<u>4T 1967- 4T 1968</u>	<u>2T 1966</u>	<u>4T 1967</u>	<u>4T 1968</u>
Prov. atlantiques.	2.5	-0.6	1.7	-1.7	5.8	6.8	7.8
Québec.....	2.9	2.7	2.1	1.4	4.8	5.8	7.0
Ontario.....	3.7	4.8	2.9	4.9	2.3	3.5	3.4
Prairies.....	1.3	5.9	0.8	5.7	1.9	2.7	2.8
C.-B.....	7.7	3.6	6.6	3.8	4.5	5.9	5.7
Canada.....	3.3	3.8	2.5	3.4	3.5	4.5	4.9

(1) A partir des données désaisonnalisées. (Note: 2T = 2^e trimestre, et ainsi de suite.)

LA DEMANDE INTÉRIEURE. Bien que le redressement de l'activité économique intervenu en 1968 ait été amorcé par l'augmentation de la demande extérieure, il n'en reste pas moins qu'à la fin de l'année, la plupart des éléments de la demande intérieure étaient en rapide progression. Le taux de croissance du P.N.B. a semblé marquer un certain ralentissement au second semestre,

mais la demande intérieure dont l'expansion avait été de 8½ % par année, du deuxième semestre 1967 au premier semestre 1968, s'est accélérée à un rythme voisin de 10½ %, du premier au deuxième semestre 1968.

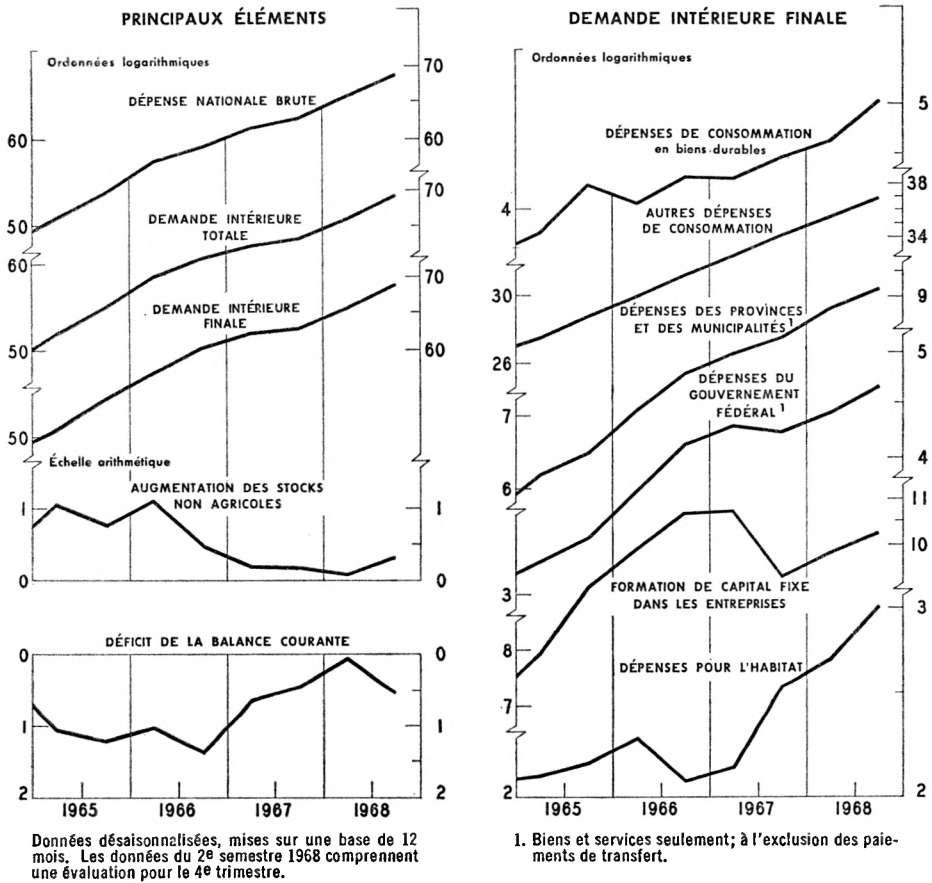
Les dépenses en biens de consommation, qui avaient continué d'augmenter assez fortement pendant la phase d'ajustement, ont maintenu leur rythme rapide de croissance en 1968; au second semestre, elles étaient à un niveau de 8½ % environ supérieur à celui de la période correspondante de 1967. Dans l'ensemble, l'augmentation des dépenses en biens de consommation n'a pas été beaucoup plus forte en 1968 qu'en 1967, mais la demande de biens durables (notamment de voitures neuves) a été très forte, enregistrant une hausse de 13 %, du second semestre 1967 au semestre correspondant de 1968, contre 4 % seulement durant les douze mois précédents. L'augmentation des dépenses en biens de consommation a été légèrement inférieure à celle des revenus personnels, évaluée à 10 % environ. Cependant, si l'on tient compte d'une augmentation de quelque 20 % des versements au titre des impôts qui frappent directement le revenu personnel, l'augmentation des dépenses en biens de consommation ressort, en 1968, à un taux supérieur à celui du revenu personnel disponible, de sorte que la proportion du revenu personnel réservé à l'épargne a légèrement baissé en 1968.

La relance de la construction d'habitations avait précédé la reprise de l'expansion économique, et diverses mesures visant à accroître le volume des fonds disponibles sur le marché hypothécaire ont favorisé un vigoureux développement de la construction de logements en 1968. Les mises en chantier se sont élevées à près de 197,000 unités, dépassant largement non seulement le total de 164,000 unités atteint en 1967, mais aussi le record de 167,000 unités établi en 1965. Quant au nombre d'unités achevées, d'un intérêt plus immédiat en raison de la rareté relative des logements qui s'était fait sentir par suite du resserrement du crédit hypothécaire en 1966, il s'est sensiblement accru: il est passé du niveau relativement bas de 150,000 unités en 1967 à un record d'environ 170,000 unités en 1968. Durant le second semestre de 1968, le total des investissements en construction de logements se situait à un niveau de 20 % environ supérieur à celui de la période correspondante en 1967, bien que le tiers de cet accroissement représente la hausse rapide et persistante des coûts. L'activité intense qui régnait dans ce secteur à la fin de l'année est illustrée par le fait qu'il y avait alors 127,000 unités en voie de construction, contre 103,000 un an plus tôt.

Les immobilisations en usines et en outillage, qui avaient diminué tout au long de 1967, ont de nouveau augmenté depuis le début de 1968. Quoique les dernières estimations dans ce domaine soient encore sujettes à d'importantes révisions, il semble que les immobilisations durant le second semestre de 1968 étaient à un niveau de 5 à 10 % supérieur à celui du semestre correspondant de 1967. Sans doute la forte demande d'exportations qui s'est fait sentir vers

VENTILATION DE LA DEMANDE

Données semestrielles, en milliards de dollars



la fin de 1967, accompagnée d'une forte amélioration des bénéfices, a créé un climat favorable à la reprise des investissements et en a facilité le financement.

Le stockage n'a pas beaucoup progressé avant le troisième trimestre 1968. Cela peut tenir au fait que les producteurs ont éprouvé quelques difficultés à augmenter leur production assez rapidement pour satisfaire, en même temps, à une demande finale en très rapide progression et à un besoin accru de stocks dans une période de plus grande activité. Après avoir subi un certain recul au quatrième trimestre 1967, les stocks non agricoles se sont légèrement accrus durant le premier semestre 1968 et le restockage qui a pu être fait au second semestre semble avoir été modeste. Quoique le rythme d'augmentation de la valeur comptable des stocks des manufacturiers se soit accéléré durant la

seconde moitié de l'année, le dynamisme des expéditions fut tel, durant cette période, que le rapport stocks/ventes n'a guère progressé.

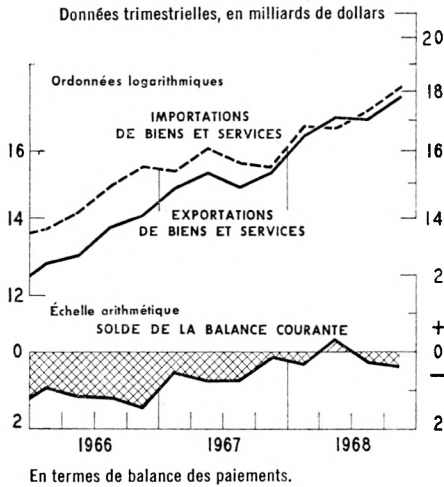
Compte tenu des irrégularités trimestrielles, les dépenses publiques en biens et services des gouvernements fédéral et provinciaux et des municipalités semblent avoir augmenté d'environ 10% en 1968, soit un peu plus qu'en 1967, mais sensiblement moins qu'en 1966. Les dépenses salariales et les immobilisations de certains secteurs tels que l'éducation constituent des éléments importants de cette progression continue des dépenses publiques. Par contre, la stabilité du niveau des dépenses affectées à la défense nationale, en 1968, a eu un effet modérateur sur les dépenses du gouvernement fédéral.

Pour les trois paliers de gouvernement, le volume des dépenses publiques, y compris les transferts, mais non les prêts et autres opérations financières du même genre, ont augmenté de 11% en 1968, contre 13% en 1967 et 15% en 1966. Par suite de l'augmentation des taux de l'impôt sur le revenu des particuliers et des sociétés, aussi bien que des taux de l'impôt indirect, les recettes publiques se sont accrues d'environ 12%, soit légèrement plus qu'en 1966 et en 1967. Le budget présenté le 22 octobre 1968 prévoit d'autres augmentations d'impôt, qui entreront en vigueur en 1969.

Grâce à la progression plus rapide des recettes que des dépenses publiques, le déficit net de tous les gouvernements a diminué d'environ 100 millions de dollars en 1968. De plus, le volume net des crédits et des avances accordés par les gouvernements à leurs exploitations et au secteur privé a légèrement diminué en 1968.

LA BALANCE COURANTE. L'expansion vigoureuse des exportations canadiennes durant les derniers mois de 1967 et le premier semestre de 1968, est attribuable essentiellement aux États-Unis, où des grèves et des menaces de grèves dans les industries du cuivre, de l'aluminium et de l'acier sont venues intensifier la demande déjà considérable pour un large éventail de produits importés. Cette poussée de la demande extérieure est survenue à un moment où nos importations progressaient plutôt lentement, en raison du ralentissement de l'investissement en outillage et du rajustement des stocks dans les entreprises. Cette évolution de notre commerce extérieur a entraîné une amélioration marquée de notre balance courante, équivalant à environ le quart de l'augmentation totale de la production nationale, du troisième trimestre 1967 au second trimestre 1968. Une fois que fut disparu l'effet des grèves sur la demande de biens importés aux États-Unis, nos exportations se sont développées moins rapidement durant le second semestre, alors que le rythme d'augmentation de nos importations, soutenu par la reprise des investissements en outillage et le

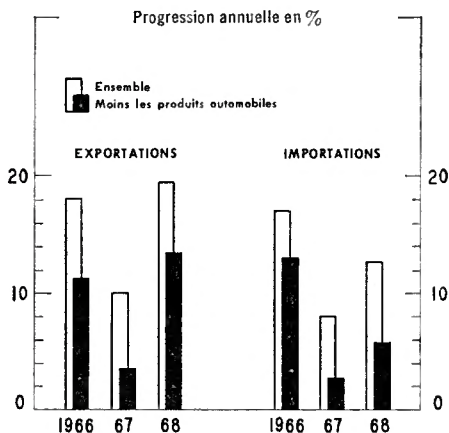
BALANCE COURANTE



ger. La différence nette est imputée dans la balance des paiements aux mouvements de capitaux, bien qu'elle provienne probablement, dans une certaine mesure, de sous-évaluations des dépenses courantes ou de surévaluations des recettes courantes. La statistique officielle indique que le déficit de la balance courante a fléchi de 1,162 millions de dollars en 1966 à 543 millions en 1967 et à 181 millions en 1968, la réduction au cours des deux dernières années étant imputable aux opérations avec les États-Unis.

L'excédent de la balance commerciale s'est fortement accru en 1968; d'après les estimations officielles, il serait passé de 481 millions de dollars en 1967 à 1,295 millions en 1968. Les exportations et importations des produits automobiles, en hausse rapide, ont contribué dans une large mesure à l'expansion des opérations sur marchandises l'année dernière, comme ce fut d'ailleurs le cas chaque année depuis la signature de l'Accord canado-américain sur les produits automobiles en 1965. Nos statistiques montrent que les exportations de produits automobiles à destination de tous les pays ont augmenté de plus de 50% en 1968. Nos importations de ces mêmes produits ont augmenté de près de 40%

COMMERCE EXTÉRIEUR — MARCHANDISES



et leur excédent sur les exportations correspondantes n'accuse qu'un léger fléchissement en 1968, au lieu de réductions très sensibles en 1966 et 1967.

Si l'on exclut les produits automobiles, les exportations ont augmenté de 13½ % en 1968, après une augmentation de 3½ % seulement en 1967, tandis que les importations se sont accrues de près de 6%, par comparaison à 2½ % en 1967. Les exportations, aussi bien que les importations, ont été facilitées en 1968 par les premières réductions des tarifs douaniers consécutives aux négociations Kennedy. L'augmentation des prix a contribué un peu plus en 1968 qu'en 1967 à l'accroissement de la valeur des importations et des exportations.

Les exportations vers les États-Unis d'autres produits que ceux de l'industrie automobile ont accusé une augmentation de 17½ % en 1968, contre 6% en 1967. Bien que très importante, cette augmentation des expéditions canadiennes en 1968 a été inférieure à la forte progression de l'ensemble des importations américaines en provenance de tous les pays, produits automobiles exclus. La raison en est peut-être que le Canada n'est pas un exportateur important de nombreux produits très évolués que les États-Unis ont importés en quantités croissantes au cours des dernières années. Bien que les exportations canadiennes de cuivre, d'aluminium, de fer et d'acier aient profité de situations spéciales sur le marché américain à la fin de 1967 et au premier semestre 1968, il ne semble pas que l'effet sur l'ensemble de nos exportations pour l'année entière ait été particulièrement considérable. Abstraction faite de ces catégories spéciales et des produits automobiles, l'augmentation de nos exportations vers les États-Unis en 1968 a été de 15½ %.

Les exportations de blé et de farine, qui dans le passé ont été la cause d'importantes fluctuations de nos exportations à destination des pays d'outre-mer, avaient considérablement diminué au cours de la deuxième moitié de 1967, en grande partie à cause de la diminution des expéditions à destination de l'Union Soviétique et de la Chine Continentale. Pour l'année 1968, elles ont été légèrement inférieures à celles de 1967; les expéditions vers la Chine ont à nouveau enregistré une hausse très sensible, mais les exportations à destination de la plupart des pays de l'Europe de l'Est, de l'Europe Occidentale, et des autres pays asiatiques ont diminué.

Les exportations canadiennes de produits autres que le blé à destination des pays d'outre-mer se sont accrues de près de 12% en 1968, soit à peu près au même rythme qu'en 1967. Les expéditions de produits automobiles ont enregistré une très nette augmentation et les exportations de cuivre ont bénéficié de la situation de pénurie mondiale créée par la grève aux États-Unis. Les expéditions à destination de la Grande-Bretagne se sont accrues un peu moins qu'en 1967, mais les ventes à l'Allemagne, à la Belgique, à la Norvège et à l'Amérique du Sud ont par contre augmenté plus rapidement. Si l'on exclut le blé, les exportations de marchandises canadiennes vers le Japon, qui avaient

connu une augmentation exceptionnelle de 60% en 1967, ont progressé de 10% en 1968.

Comme nous l'avons vu plus haut, les importations de marchandises autres que les produits automobiles au cours de 1968 n'ont été que de 6% supérieures à celles de 1967. Cependant, la valeur de ces importations s'est élevée de près de 11% entre le second semestre 1967 et le second semestre 1968, ce qui concorde davantage avec le rythme toujours croissant de la demande interne au cours de l'année écoulée.

Les statistiques de la balance canadienne des invisibles font ressortir une augmentation du déficit d'environ 450 millions de dollars, pour atteindre 1,476 millions en 1968. Cette détérioration est essentiellement imputable à la perte, pour le poste "voyages", des avantages que nous avaient procurés Expo 67 et les autres manifestations du Centenaire. On a également constaté un nouvel accroissement des versements nets d'intérêts et de dividendes à l'étranger; ils ont augmenté de 75 millions de dollars pour passer à 971 millions en 1968. Par ailleurs, une augmentation des transferts de fonds vers le Canada par les immigrants et une diminution des subventions accordées dans le cadre des programmes officiels d'aide à l'étranger ont eu tendance à limiter l'accroissement du déficit de la balance des invisibles.

L'évolution de la situation financière au Canada

Cette partie du rapport présente d'abord un compte rendu, dans l'ordre chronologique, des opérations de la Banque du Canada en 1968 et traite ensuite de l'activité et de l'évolution des marchés financiers au Canada. Les principaux facteurs qui ont affecté la conjoncture financière et la politique de la banque centrale au Canada sont: une forte demande de capitaux, attribuable aux besoins financiers du secteur public et à la vigoureuse expansion de l'économie, l'attitude du public face à l'inflation et les perturbations survenues sur le marché des changes.

LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA. Durant les premiers mois de 1968, l'objectif prioritaire dont s'est inspirée la politique monétaire a été le souci de lutter contre les très fortes pressions qui s'exerçaient à l'encontre de nos réserves officielles. Après la dévaluation de la livre sterling en novembre 1967, la nervosité des marchés du change s'était traduite par des mouvements spéculatifs dirigés contre certaines devises, dont le dollar canadien. Le cours de la devise canadienne était tombé de sa limite supérieure à un niveau voisin de sa parité officielle dans la dernière quinzaine de novembre. Lorsque la Grande-Bretagne et les États-Unis majorèrent leur taux d'escompte, en novembre 1967, la Banque du Canada porta le sien de 5 à 6% et, dans la dernière partie de 1967, elle encouragea, par ses opérations au titre de la gestion des réserves-encaisse des banques, la hausse des taux d'intérêt qui s'était déjà amorcée. Outre-mer, la spéculation avait conduit à des achats massifs d'or et, en décembre, la Banque du Canada, dans un geste de coopération internationale, demanda aux banques canadiennes et aux autres intermédiaires financiers de n'accorder aucun crédit gagé par l'or ni de faciliter les achats d'or à terme.

L'annonce par les États-Unis, le 1^{er} janvier 1968, d'un nouveau programme motivé par le souci de redresser leur balance des paiements, intensifia sensiblement les tensions sur le dollar canadien. Certes, on avait cherché dans la conception du programme à réduire au minimum les inconvénients qu'il était susceptible d'entraîner pour le Canada, mais—du fait que le pays fournisseur de la majeure partie des capitaux importés par nous restreignait les sorties de fonds—des appréhensions se manifestèrent au sujet de l'équilibre fondamental de la

balance canadienne des paiements. Le cours du dollar canadien se dégrada, tant sur le marché au comptant que sur le marché à terme, cependant que les opérations de couverture engagées par des filiales de sociétés étrangères et par d'autres intérêts atteignaient des proportions exceptionnelles. A la suite de pourparlers intervenus entre le Canada et les États-Unis, le Trésor américain publia, le 21 janvier, un communiqué précisant que le nouveau programme des États-Unis n'était nullement destiné à encourager des transferts anormaux de fonds, du Canada vers les États-Unis, par les filiales canadiennes de sociétés américaines, et qu'il était même aménagé pour permettre d'importantes exportations de capitaux vers le Canada. Le même jour, la Banque du Canada annonça qu'à la suite d'entretiens avec les banques à charte, il avait été entendu que celles-ci décourageraient tout recours au crédit bancaire visant à faciliter des mouvements anormaux de fonds vers l'étranger par les filiales canadiennes de sociétés étrangères, ou encore à couvrir des besoins financiers au Canada auxquels les sociétés mères avaient l'habitude de pourvoir dans le passé. La Banque annonça en même temps qu'à compter du 22 janvier son taux d'escompte était porté de 6 à 7%. A la fin de janvier, la Banque du Canada mobilisa, à concurrence de 250 millions de dollars É.-U., le crédit de 750 millions dont elle disposait auprès du Système de Réserve Fédérale, aux termes d'une convention de crédit réciproque intervenue entre les deux instituts d'émission.

Les tensions sur le dollar canadien s'accrochèrent durant tout le mois de février et jusqu'en mars, pendant que se développait un climat de perplexité au sujet de la situation budgétaire du gouvernement et qu'une certaine inquiétude concernant la santé du système financier international incitait de nouveau à des achats extrêmement importants d'or sur les marchés libres du monde. Fin février, le Canada effectua un tirage de 426 millions de dollars É.-U. sur le Fonds Monétaire International. Ce montant représentait, à concurrence de 241 millions, la position créditrice du Canada au F.M.I. et, pour le solde de 185 millions, l'équivalent de notre souscription-or au Fonds; cette dernière tranche comportait donc pour le Canada une obligation de remboursement. Au tout début de mars, alors que les taux d'intérêt pratiqués sur le marché de l'euro-dollar réamorçaient un mouvement de hausse, la Banque demanda aux banques à charte et aux autres intermédiaires financiers de ne point faciliter les opérations de dépôts "swap" en monnaies étrangères* et le ministre des Finances pria les investisseurs et les épargnants canadiens en général de ne pas effectuer de dépôts de cette nature—ou le cas échéant, de ne pas les renouveler—ni par l'intermédiaire d'établissements canadiens ni par d'autres voies. Le déport sur le dollar canadien à terme s'élargit davantage, ce qui eut pour effet de rendre plus coûteuses les opérations de spéculation ou de couverture.

* Fonds convertis en monnaies étrangères, généralement en dollars des États-Unis, et placés dans une banque sous forme de dépôts à terme, dont la conversion en dollars canadiens à l'échéance est prévue par un contrat de change à terme entre le titulaire et la banque intéressée.

Il était évident, toutefois, que la situation avait peu de chances de se redresser à moins d'une modification fondamentale des conditions d'accès, pour les Canadiens, au marché des capitaux étrangers. Le 7 mars, après consultation entre les autorités américaines et les autorités canadiennes, il fut annoncé que les États-Unis avaient convenu d'exempter totalement le Canada, pour tout ce qui avait trait aux opérations en capital, de toutes les mesures relatives à la balance des paiements dont l'application relevait du Secrétariat au Commerce et du Système de Réserve Fédérale. Le même jour, la Banque du Canada se faisait ouvrir les crédits supplémentaires suivants, mobilisables au besoin pour renforcer les réserves de change du Canada: 100 millions de dollars É.-U. à la Banque des Règlements Internationaux, l'équivalent de 150 millions de dollars É.-U. à la Banque Fédérale d'Allemagne et l'équivalent de 150 millions de dollars É.-U. à la Banque d'Italie—dans ces deux derniers cas par l'intermédiaire de la B.R.I. En outre, l'Export-Import Bank des États-Unis ouvrait au gouvernement canadien un crédit de 500 millions de dollars É.-U. Tous ces crédits venaient, du reste, en supplément des 500 millions de dollars É.-U. encore disponibles en vertu de notre convention de crédit réciproque avec le Système de Réserve Fédérale et des importants crédits, de l'ordre de 740 millions de dollars É.-U., que, sous réserve de certaines modalités, nous pouvions encore mobiliser au moyen de tirages sur le F.M.I.

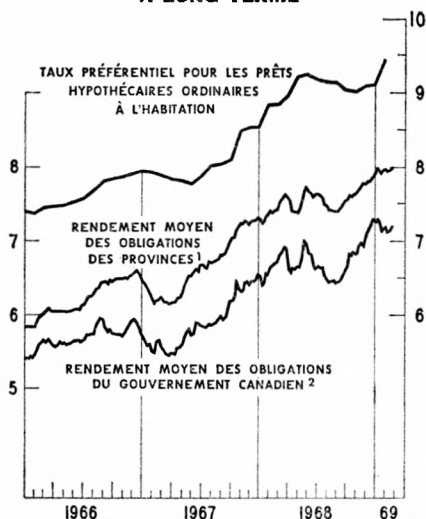
Après le communiqué du 7 mars, la pression sur les réserves officielles du Canada s'atténua. Elle cessa même après le 17 mars, avec le retour de la confiance dans la stabilité du système monétaire international après un communiqué qui émanait des pays membres du Consortium de l'or et dans lequel il était précisé que des mesures avaient été prises pour arrêter l'hémorragie de leurs réserves d'or résultant de leurs ventes sur le marché libre. La Banque du Canada et le ministère des Finances s'empressèrent de déclarer qu'on pouvait compter sur leur coopération pour l'application du nouvel arrangement concernant l'or. Le même jour, les facilités réciproques de crédit entre la Banque et le Système de Réserve Fédérale étaient portées à un milliard de dollars É.-U., en augmentation de 250 millions. Le taux d'escompte de la Banque avait été majoré d'un demi-point, à 7½ %, à compter du 15 mars, date à laquelle était intervenu un relèvement analogue du taux d'escompte de la plupart des Banques de Réserve Fédérale.

Les ponctions sur nos réserves de change durant les onze premières semaines de l'année ont été très lourdes. Nos réserves officielles (déduction faite des liquidités que nous avaient procurées nos tirages sur le F.M.I. et sur le Système de Réserve Fédérale) accusèrent un recul de 707 millions de dollars É.-U. au cours du premier trimestre, mais les pertes subies de janvier à la mi-mars avaient été supérieures à ce montant; de fait, une amélioration de nos réserves est intervenue dans la seconde quinzaine de mars et cette tendance s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année.

TAUX D'INTÉRÊT

En %

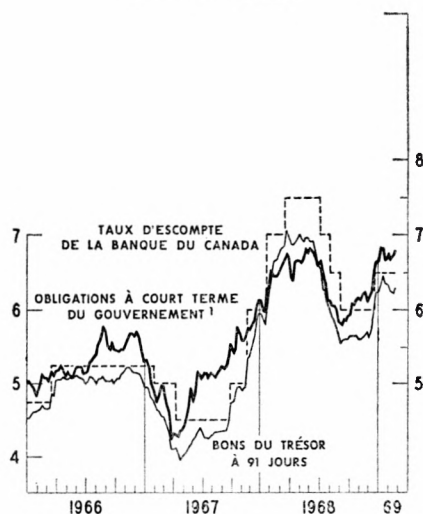
À LONG TERME



1. Moyenne hebdomadaire du rendement des 10 obligations provinciales retenues par la maison McLeod, Young, Weir and Co. Ltd. pour la série qu'elle publie mensuellement.

2. Moyenne hebdomadaire du rendement des obligations du gouvernement canadien, échéances 10 ans et plus.

À COURT TERME



1. Moyenne hebdomadaire du rendement des obligations du gouvernement canadien, échéances 3 mois à 3 ans.

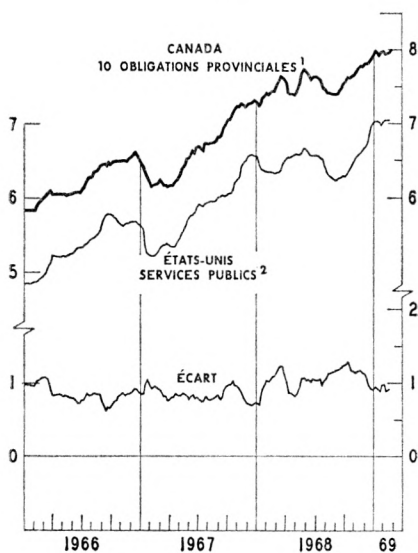
Les taux d'intérêt sur le marché de l'argent au Canada se sont orientés à la hausse durant le premier trimestre 1968, le rendement des bons du Trésor et des obligations du gouvernement canadien s'élevant aux alentours de 7% et les taux hypothécaires dépassant 9%. Toutefois, lorsque les Banques de Réserve Fédérale majorèrent leur taux d'escompte, après la mi-avril, la situation s'était à ce point améliorée au Canada que la Banque du Canada n'a pas jugé nécessaire de relever le sien. Au cours des mois de mai et de juin, le gouvernement, dans le but d'activer la reconstitution de nos réserves, plaça trois émissions à l'étranger: l'équivalent de 100 millions de dollars É.-U., en billets libellés en livres, auprès de l'Office des Changes italien, l'équivalent de 62 millions de dollars É.-U. en billets libellés en deutsche marks auprès des investisseurs européens, par l'intermédiaire d'une banque allemande, et, finalement, une émission d'obligations de 100 millions de dollars É.-U. sur le marché américain. La livraison de cette dernière émission s'échelonna comme suit: 72 millions en juin, 13 millions en octobre et 15 millions en janvier 1969.

Vers le milieu de l'année, la crise du change était manifestement terminée et l'on estima que le resserrement exceptionnel du crédit, auquel on avait dû recourir pour la combattre, pouvait être assoupli dans une certaine mesure.

COMPARAISONS DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS CANADA ET ÉTATS-UNIS

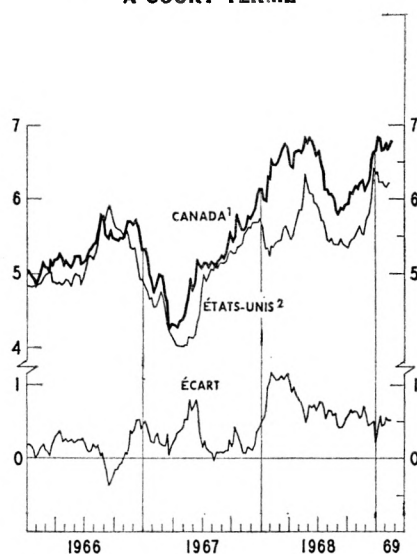
Données hebdomadaires — En %

À LONG TERME



1. Moyenne hebdomadaire du rendement des 10 obligations provinciales retenues par la maison McLeod, Young, Weir and Co. Ltd. pour la série qu'elle publie mensuellement.
2. Rendement moyen des obligations des services publics, d'après Moody's Investors Service Inc.

OBLIGATIONS DU GOUVERNEMENT À COURT TERME



1. Moyenne hebdomadaire du rendement des obligations du gouvernement canadien, échéances 3 mois à 3 ans.
2. Rendement moyen des obligations du gouvernement des États-Unis, échéances 9 mois à 12 mois.

De plus, aux États-Unis, le programme de contrainte fiscale, longtemps débattu, avait enfin été approuvé par le Congrès et il semblait que les forces génératrices d'expansion économique en Amérique du Nord allaient perdre de leur intensité. Au mois de juin, les réserves-encaisse des banques bénéficièrent d'une certaine aisance et, comme le marché anticipait un fléchissement sensible des taux d'intérêt, les banques devinrent de gros acheteurs de titres du gouvernement. A la mi-juin, la Banque annula sa directive spéciale de mars au sujet des dépôts "swap" en monnaies étrangères. En juin aussi, la Banque remboursa la moitié du tirage de 250 millions de dollars É.-U. qu'elle avait effectué sur le Système de Réserve Fédérale en janvier et demanda de réduire, de 400 millions de dollars É.-U. à 250 millions, le montant global des crédits que lui avaient ouverts la Banque des Règlements Internationaux et les instituts d'émission d'Allemagne et d'Italie.

Le taux d'escompte de la Banque fut ramené à 7%, le 2 juillet, et à 6½ %, le 29 juillet. La Banque du Canada remboursa au Système de Réserve Fédérale la deuxième moitié du tirage de 250 millions de dollars É.-U. et demanda l'annulation des facilités de crédit que lui avaient ouvertes la Banque

des Règlements Internationaux et les banques centrales d'Allemagne et d'Italie. Dès le mois d'août, la demande que la Banque du Canada avait adressée aux banques à charte en janvier 1968, concernant les concours aux filiales de sociétés étrangères, était devenue pratiquement sans objet—la demande des crédits qu'elle visait s'étant sensiblement contractée dans les mois précédents—et la Banque la révoqua.

Le 3 septembre, les Banques de Réserve Fédérale ayant déjà réduit leur taux d'escompte à 5¼ % dans la dernière quinzaine d'août, la Banque du Canada ramena le sien à 6%. Le taux de rendement des bons du Trésor au Canada avait déjà fléchi de 1½ %, par rapport au sommet atteint lors de la crise du change, tandis que les taux de rendement des obligations à long terme avaient baissé de ½ %. Le gouvernement canadien annonça, le 13 septembre, qu'il avait entièrement satisfait à son obligation de remboursement auprès du Fonds Monétaire International et que le crédit ouvert en mars par l'Export-Import Bank avait été annulé. Depuis environ deux mois, le cours du dollar canadien se situait tout près de sa limite supérieure, tandis que, sur le marché à terme, le déport s'était sensiblement amenuisé. Le montant global de nos disponibilités à l'étranger—constitué par nos réserves officielles d'or et de dollars É.-U. et par notre position créditrice nette au Fonds Monétaire International—avait déjà atteint à peu près le même niveau qu'avant l'apparition des premières tensions sur le dollar canadien en novembre 1967.

Vers la fin de l'été, un revirement prononcé s'est opéré dans les perspectives à court terme de l'économie et de la conjoncture du crédit en Amérique du Nord. En effet, des indices de plus en plus nombreux portaient à croire que l'incidence, sur l'économie des États-Unis, des mesures de contrainte fiscale adoptées en juin, serait beaucoup plus tardive qu'on ne l'avait prévu. Au Canada, le ralentissement progressif du cours de l'inflation, qui paraissait s'être amorcé vers la fin de 1967 et qu'on avait espéré voir se continuer tout au long de 1968, ne s'est pas poursuivi. Le fléchissement des taux d'intérêt s'était accompagné d'une forte expansion monétaire au cours de l'été et la liquidité des banques avait sensiblement progressé, en raison de leurs achats massifs de titres du gouvernement canadien. En septembre, le gouvernement annonça que ses dépenses pour l'exercice en cours étaient plus fortes qu'il ne l'avait prévu. Une nouvelle vague de spéculation intervenue sur les marchés du change en novembre constituait une autre source d'inquiétude.

Dans cette nouvelle conjoncture, il a paru souhaitable de mettre un frein à l'accroissement de la liquidité des banques, qui s'était poursuivi tout l'été. L'expansion des bilans bancaires s'est ralentie dans les derniers mois de 1968 et en janvier 1969, alors même que s'accélérait le développement des prêts bancaires. Vers la fin de février 1969, l'ensemble des liquidités du système bancaire accusait une baisse de 150 millions de dollars environ par rapport

au niveau de la mi-septembre 1968; il ne représentait, en février, que 30.6% de l'actif, contre 32.6% en septembre.

Au Canada, comme aux États-Unis d'ailleurs, les taux d'intérêt se sont de nouveau inscrits en hausse rapide durant cette période. A compter du 18 décembre 1968, le taux d'escompte de la Banque fut porté de 6 à 6½ %, après que les Banques de Réserve Fédérale eurent majoré le leur d'un quart de point. A la fin de l'année, les taux de rendement des obligations à long terme au Canada avaient dépassé sensiblement les sommets atteints pendant la crise du change.

Parallèlement à la hausse exceptionnelle du loyer de l'argent en 1968, certains compartiments du marché des capitaux éprouvèrent plus de difficultés que d'autres à attirer des ressources. Le marché canadien des obligations à long terme a sans aucun doute été celui qui a été le moins favorable aux emprunteurs. En raison du niveau élevé des taux d'intérêt et des autres difficultés que présentait le lancement de nouvelles émissions d'obligations sur le marché canadien, les emprunteurs se tournèrent du côté des États-Unis, puis vers les marchés financiers européens, ou encore firent davantage appel au crédit bancaire, au marché monétaire et au financement par accroissement de leur capital-actions. En revanche, l'offre de fonds hypothécaires s'est élargie sensiblement en 1968, tandis que l'encours du crédit à la consommation marquait de rapides progrès.

Le Tableau I, en annexe, retrace, mois par mois, les opérations de la Banque du Canada sur les titres du gouvernement canadien en 1968. Les opérations d'open-market ont entraîné, sur l'ensemble de l'année, une réduction de 283 millions de dollars du portefeuille de la Banque; en revanche, les autres opérations se sont soldées par une augmentation de 418 millions; au total, le portefeuille de la Banque s'est donc accru de 135 millions. En 1968, la Banque est intervenue sur le marché, pour y faire des acquisitions ou des cessions de titres du gouvernement, à environ 90 dates différentes. Elle est restée en liaison constante avec les marchés financiers et a pris part, comme d'habitude, aux adjudications hebdomadaires des bons du Trésor. La Banque a conclu avec le Fonds des changes, à l'occasion, des swaps temporaires de devises, visant à affecter, dans le cadre de sa gestion des réserves-encaisse du système bancaire, le niveau des dépôts du gouvernement dans les banques à charte. Le Tableau II, en annexe, retrace l'évolution des principaux postes du bilan de la Banque.

Les avances de la Banque du Canada aux banques à charte se sont échelonnées sur 14 jours ouvrables en 1968, contre 24 en 1967. La moyenne journalière a été d'environ 200,000 dollars en 1968, contre 1.1 million l'année précédente. Les pensions de titres à la Banque pour le compte des agents agréés du marché monétaire se sont échelonnées sur 35 jours ouvrables, contre 72 en 1967, et leur moyenne journalière s'est établie à 4.3 millions au lieu de 7.6 millions l'année précédente.

Le 25 octobre 1968, la Banque publia l'avis officiel prévu à l'article 72(3) de la Loi sur les banques, portant qu'à partir de janvier 1969, la moyenne des réserves-encaisse des banques à charte serait calculée, non sur le mois entier, mais sur la première ou la seconde quinzaine du mois, selon le cas. Le but de cette modification est d'accélérer et de rendre plus facilement prévisible la réaction du système bancaire aux variations de leurs réserves-encaisse, dont l'évolution est réglée par la banque centrale.

En même temps que les banques étaient astreintes à calculer la moyenne de leurs réserves-encaisse sur des périodes de quinze jours au lieu d'un mois, de nouvelles règles étaient établies concernant leur faculté de recours à la banque centrale. Ces modifications ont porté sur deux points. En premier lieu, la ligne normale de crédit de chacune des banques à charte a été majorée de manière à tenir compte, d'une façon générale, du développement du système bancaire. En second lieu, la durée minimale des avances a été réduite. Auparavant, les concours étaient consentis pour sept jours et les banques devaient acquitter l'intérêt pour cette période. En vertu des nouvelles dispositions, les avances sont consenties pour une période de deux ou de trois jours ouvrables, au gré de la banque intéressée. Le dernier jour de chaque période de réserve, une banque peut même solliciter une avance pour une journée seulement, à la condition, toutefois, que la moyenne de sa réserve-encaisse, depuis le début de la période de réserve jusqu'à la veille de l'avance, soit égale ou supérieure au minimum requis pour la quinzaine en cours. La banque centrale, tout en étant consciente de sa responsabilité à titre de prêteuse en dernier ressort, compte qu'en temps normal, chaque banque trouvera le moyen d'ajuster sa trésorerie par l'intermédiaire du marché monétaire; que, par conséquent, les recours à l'institut d'émission seront relativement peu fréquents et qu'une banque aura rarement à emprunter plus d'une fois au cours d'une même période de réserve. La première avance au cours d'une période donnée porte intérêt au taux d'escompte de la Banque; une deuxième avance ou, le cas échéant, toute avance supplémentaire porte, en principe, intérêt à un taux supérieur au taux d'escompte, à négocier dans chaque cas.

Dans le but d'aider les agents agréés du marché monétaire à satisfaire aux besoins accrus qu'ils peuvent avoir à couvrir, par suite du raccourcissement de la période de base pour le calcul des réserves-encaisse des banques, les règles concernant les pensions de titres à la banque centrale pour le compte de ces agents ont aussi été modifiées. Le montant global des lignes de crédit a été augmenté; toutefois, afin d'atténuer les effets perturbateurs que pourrait entraîner une trop large mobilisation de ces crédits auprès de la banque centrale, le taux des pensions, dit "taux au marché monétaire", n'est applicable aux pensions que jusqu'à concurrence des deux tiers des nouvelles lignes de crédit. Pour tout excédent, le taux est sujet à négociation et, en principe, comporte une majoration. Le taux au marché monétaire varie chaque semaine et, comme

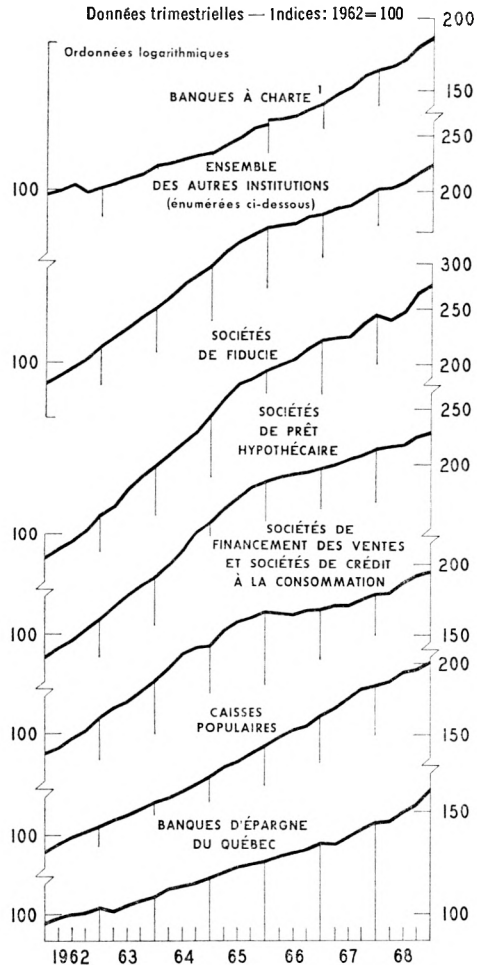
auparavant, est le moindre des deux taux suivants: le taux moyen des bons du Trésor à trois mois à la dernière adjudication hebdomadaire, majoré d'un quart de point, ou le taux d'escompte de la Banque.

LES BANQUES À CHARTE ET LES AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES.

L'année 1968 est la première durant laquelle la nouvelle Loi sur les banques s'est appliquée pendant les douze mois, les dernières restrictions relatives aux taux d'intérêt débiteurs des banques ayant été supprimées à la fin de 1967. Les banques se sont largement prévaluées de leur nouvelle liberté pour livrer aux autres prêteurs et emprunteurs une concurrence sur la base des taux et des prix; elles ont cherché à développer profitablement leurs opérations de prêt et ont sollicité activement les dépôts d'épargne et les dépôts à échéance fixe de clients qui, autrement, auraient peut-être employé les fonds à l'achat de titres négociables ou d'obligations d'épargne. Les bilans des banques à charte se sont développés au rythme exceptionnellement rapide de 14% par année, contre un peu moins de 10% pour l'ensemble des institutions financières concurrentes; le système bancaire—dont l'importance relative, par rapport aux autres institutions financières, avait diminué pendant de nombreuses années jusque vers 1965-1966—a donc poursuivi en 1968 sa progression de l'année précédente.

D'autres modifications ont été apportées aux structures et aux opérations des institutions financières non bancaires, au cours de 1968, dans le but de renforcer leur position concurrentielle. On a enregistré de nombreuses fusions parmi les sociétés de

PRINCIPAUX AVOIRS CANADIENS DE DIVERSES INSTITUTIONS FINANCIÈRES



Données désaisonnalisées.

1. La rupture de la courbe s'explique par l'adoption d'une nouvelle méthode de comptabiliser les réserves générales pour l'amortissement des pertes sur les prêts et certains autres éléments de l'actif.

**PRINCIPAUX AVOIRS EN DOLLARS CANADIENS
DE CERTAINES CATÉGORIES D'INSTITUTIONS FINANCIÈRES⁽¹⁾**

	En millions de dollars Déc. 1968	Augmentations procentuelles			
		Moyenne 1962-1965	1966	1967	1968
Banques à charte ⁽²⁾	26,150	7.3	6.5	14.2	14.2
Autres institutions financières:					
Banques d'épargne du Québec.....	551	6.3	7.2	8.9	12.9
Sociétés de fiducie.....	4,763 ^e	21.3	13.4	10.9	13.2 ^e
Sociétés de prêt hypothécaire.....	2,630 ^e	19.7	5.5	8.0	6.9 ^e
Sociétés de financement des ventes et sociétés de crédit à la consommation..	4,569 ^e	15.8	1.0	6.6	9.6 ^e
Caisses Populaires Desjardins du Québec.....	1,618	11.3	12.5	13.6	9.4
Total partiel.....	14,131^e	17.1	7.1	9.1	10.4^e
Compagnies d'assurance-vie (avoirs canadiens).....					
Caisses de retraite gérées par des fiduciaires.....	8,995 ^e	12.6	10.8	11.3	11.5 ^e
Sociétés d'investissement à capital variable (avoirs au prix d'achat).....	2,610 ^e	24.7	21.6	14.5	19.1 ^e
Total partiel.....	25,255^e	10.1	9.0	8.8	9.0^e
Total général.....	65,536^e	10.3	7.6	10.9	11.3^e

e: Évaluation.

(1) Non compris, dans la mesure où les données disponibles permettent de le savoir, les immobilisations, les avoirs en monnaies étrangères et les participations dans des sociétés parentes.

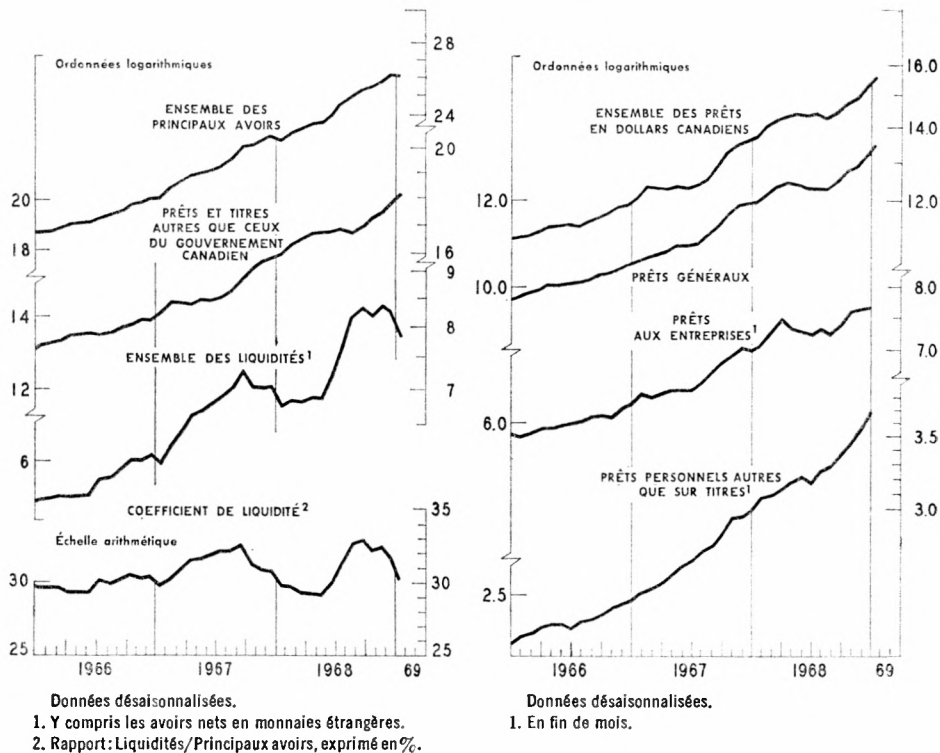
(2) Y compris leurs avoirs en monnaies étrangères, déduction faite de leurs engagements en monnaies étrangères.

fiducie et de prêt hypothécaire. Un projet de loi a été déposé devant le Parlement, visant à transformer une banque d'épargne québécoise en une banque commerciale. Les sociétés de financement des ventes à tempérament, face à une plus vive concurrence en matière de financement des biens de consommation durables, ont affecté une plus forte proportion de leurs ressources au crédit hypothécaire à l'habitation et à l'industrie, ainsi qu'aux opérations de crédit-bail (leasing) portant sur les véhicules et l'outillage lourd. Certaines compagnies d'assurance-vie offrent à l'heure actuelle des régimes de rentes variables, de même que des comptes de participations, dans lesquels les assurés peuvent demander que soient placés les dividendes laissés en compte.

Bien que le recours au crédit bancaire soit devenu plus onéreux en 1968, l'accès en est demeuré relativement facile pour un très large éventail d'emprunteurs. Pour ce qui est du coût, les taux de base sont passés d'environ 6½ % au

AVOIRS DES BANQUES À CHARTE

Moyennes des mercredis, en milliards de dollars



commencement de l'année à un sommet de 7¼ % au début du printemps; ils se sont inscrits en léger recul, à 6¾ %, pendant les mois d'été, et sont remontés à 7 % en janvier 1969. Le volume des prêts bancaires en dollars canadiens s'est développé de plus de 12 % pendant l'année. L'expansion a été particulièrement marquée dans le domaine des prêts personnels, des prêts aux municipalités et du crédit hypothécaire; elle est d'environ 20 % dans chacun de ces compartiments; dans le cas des prêts aux négociants en céréales, l'augmentation a même été de l'ordre de 50 %. Les concours aux entreprises ont connu, en 1968, un développement de 9 %; leur progression a été exceptionnellement rapide lors de la crise du change, puis marqua un recul au cours des quelques mois suivants. Les conditions du marché obligataire étant redevenues plus difficiles à l'automne 1968 et dans les premiers mois de 1969, on a pu noter durant cette période une nouvelle expansion du crédit bancaire aux entreprises.

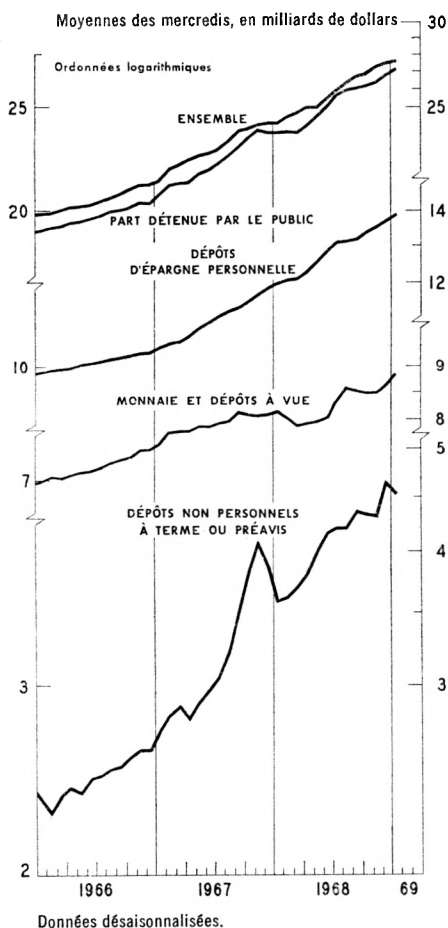
Le portefeuille des banques en bons du Trésor et obligations du gouvernement canadien accuse une progression de 943 millions de dollars, ou 20 %, en

1968. Cet accroissement des liquidités est intervenu entièrement au cours de l'été; auparavant, la liquidité des banques était, en effet, passée par une longue phase de contraction; elle eut de nouveau tendance à s'infléchir dès le début de l'automne. Vers la fin de février 1969, le coefficient de liquidité* des banques s'établissait à 30.6%, c'est-à-dire, à peu près au même niveau qu'au début de 1968.

Afin de se procurer les ressources nécessaires à un développement aussi important de leurs actifs, les banques à charte ont offert, en 1968, des conditions

très avantageuses aux titulaires des comptes d'épargne et des dépôts à terme. Au début de 1969, elles rémunéraient au taux de 6¾% les gros dépôts à court terme et au taux de 5¼% les dépôts personnels à préavis non sujets aux tirages par chèques, contre 5¾% et 5% respectivement au début de 1968. Elles ont, de même, activement recherché les dépôts à échéance fixe des particuliers; ainsi, par exemple, vers la fin de février 1969, elles offraient des rémunérations allant jusqu'à 7¼% pour les gros dépôts à plus de deux ans.

**MONNAIE EN CIRCULATION ET DÉPÔTS
EN DOLLARS CANADIENS
DANS LES BANQUES À CHARTE**



Dans l'ensemble, les disponibilités monétaires et quasi monétaires détenues par le secteur privé se sont développées un peu moins rapidement en 1968 qu'en 1967. Les principales données statistiques ont été consignées au tableau de la page 53. L'ensemble des dépôts à vue dans les banques à charte et de la circulation fiduciaire—définition la plus restrictive des disponibilités monétaires du secteur privé—s'est accru de 6.6% en 1968, contre 8.1% en 1967. Si au lieu des seuls dépôts à vue on inclut dans cette formule tous les dépôts bancaires (gouvernement exclu), la progression ressort à 13.3% en 1968, mais alors

* Pourcentage des avoirs suivants par rapport à l'ensemble des principaux avoirs: encaisse (pièces et billets), dépôts à la Banque du Canada, bons du Trésor, prêts au jour le jour, prêts à vue sur titres, obligations du gouvernement et avoirs nets en monnaies étrangères.

elle se retrouve surtout dans les dépôts d'épargne et les dépôts à échéance fixe qui sont rémunérés à des taux élevés; l'avance correspondante avait été de 16% en 1967. Le public a aussi augmenté sensiblement ses disponibilités sous forme de dépôts en monnaies étrangères, de papier à court terme et de certificats de placement des sociétés de fiducie. Par ailleurs, comme on pourra le constater au tableau de la page 54, les investisseurs canadiens autres que les banques n'ont guère augmenté leurs portefeuilles de titres négociables du gouvernement, en 1968; l'encours des obligations d'épargne du Canada n'a progressé que très légèrement.

ÉVOLUTION DE CERTAINS AVOIRS FINANCIERS DU PUBLIC

	En millions de dollars	Augmentations procentuelles	
		1967	1968
	Déc. 1968		
Monnaie en circulation.....	2,991	9.8	9.3
Dépôts à vue dans les banques à charte.....	5,869	7.2	5.3
Dépôts dans les banques d'épargne du Québec.....	518	8.3	13.6
Dépôts dans les Caisses Populaires			
Desjardins du Québec.....	1,399	12.7	8.2
Dépôts à vue (carnets et certificats) dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire.....	1,668 ^e	5.2	7.1 ^e
Total partiel.....	12,445^e	8.2	7.1^e
Banques à charte:			
— dépôts d'épargne personnelle.....	13,461	14.7	15.8
— dépôts à terme ou préavis, non compris ceux des particuliers.....	4,395	47.3	20.3
— dépôts de résidents en monnaies étrangères			
— en swap.....	845	12.2	-5.5
— autres.....	1,193 ^e	27.5	13.0 ^e
Papier à court terme:			
— émis par des sociétés de financement ⁽¹⁾	1,108	6.2	66.4
— émis par d'autres emprunteurs ⁽¹⁾	317	34.4	28.9
Billets à court terme des provinces et des municipalités ⁽¹⁾	425 ^e	16.0 ^e	27.6 ^e
Acceptations bancaires.....	116	-13.6	-20.5
Obligations d'épargne du Canada.....	6,359	3.8	0.6
Certificats de placement des sociétés de fiducie.....	3,182 ^e	12.9	16.2 ^e
"Débentures" des sociétés de prêt hypothécaire.....	1,747 ^e	11.2	5.7 ^e
Total partiel.....	33,148^e	15.0	13.0^e
Total général.....	45,593^e	13.0	11.3^e

e: Évaluation.

(1) Portefeuilles des résidents seulement.

ÉMISSIONS NETTES DE TITRES

(En millions de dollars canadiens)

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>
Produit des émissions:			
Gouvernement canadien —			
Obligations et bons du Trésor.....	139	934	1,375
Provinces et municipalités —			
Obligations et billets à court terme.....	2,064	2,711	2,374
Sociétés — Obligations et billets à court terme.....	<u>1,236</u>	<u>963</u>	<u>1,139</u>
Total partiel.....	3,439	4,608	4,888
Sociétés — Actions.....	<u>594</u>	<u>505</u>	<u>522</u>
Produit global des émissions.....	<u><u>4,033</u></u>	<u><u>5,113</u></u>	<u><u>5,410</u></u>
 Provenance des capitaux (augmentation des portefeuilles ci-dessous):			
Résidents canadiens autres que les banques			
— Obligations d'épargne du Canada.....	223	229	40
— Titres négociables du gouvernement canadien.....	11	— 256	— 4
— Obligations des provinces et des municipalités.....	1,028	936	510
— Obligations des sociétés.....	<u>466</u>	<u>738</u>	<u>324</u>
Total partiel.....	1,728	1,646	870
— Actions des sociétés.....	677	448	339
— Papier à court terme.....	<u>190</u>	<u>124</u>	<u>576</u>
Total partiel (résidents canadiens autres que les banques).....	2,595	2,218	1,785
Régimes de pensions du Canada et de rentes du Québec.....	601	814	880 ^e
Banque du Canada			
— Titres négociables du gouvernement canadien..	1	334	135
Banques à charte			
— Titres négociables du gouvernement canadien.....	167	740	943
— Obligations des provinces et des municipalités.....	— 69	83	50
— Titres des sociétés.....	<u>31</u>	<u>45</u>	<u>107</u>
Total partiel (banques à charte).....	129	868	1,100
Non-résidents			
— Titres du gouvernement canadien.....	— 263	— 112	261
— Obligations des provinces et des municipalités.....	454	808	854
— Obligations des sociétés.....	<u>603</u>	<u>169</u>	<u>358</u>
Total partiel.....	794	865	1,473
— Actions des sociétés.....	— 83	57	183
— Papier à court terme.....	<u>— 4</u>	<u>— 43</u>	<u>— 146</u>
Total partiel (acquisitions nettes de titres canadiens par des non-résidents)....	707	879	1,510
Total général (= Produit des émissions).....	<u><u>4,033</u></u>	<u><u>5,113</u></u>	<u><u>5,410</u></u>

e: Évaluation.

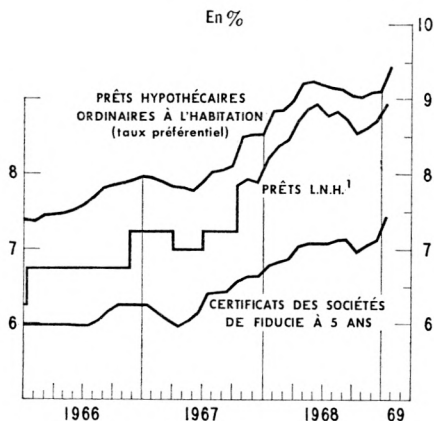
LE MARCHÉ OBLIGATAIRE. En dépit de la progression sensible des taux de rendement des obligations en 1968—ils ont même atteint des niveaux sans précédent—le mouvement des capitaux d'origine non monétaire vers ce compartiment du marché financier canadien s'est largement contracté au cours de l'année. Les investisseurs autres que les banques semblent s'être orientés davantage vers les prêts hypothécaires, les actions, les actifs immobiliers et, dans le cas des titres à rendement fixe, ils ont donné la préférence aux plus courtes échéances.

Les emprunteurs qui avaient l'habitude de s'en remettre au marché obligataire à long terme pour couvrir l'essentiel de leurs besoins financiers ont été confrontés au double problème de la rareté et du coût des capitaux, lorsqu'ils ont voulu faire appel au marché canadien. La situation s'est avérée particulièrement critique pour les administrations publiques, y compris leurs exploitations, puisque depuis de nombreuses années elles couvraient une large partie de leurs besoins par ce mode de financement sur le marché canadien; elles ont senti de plus en plus qu'il fallait songer à ralentir la progression de leurs dépenses ou à augmenter leurs revenus. Elles ont cherché une solution partielle à leur problème en empruntant davantage sur d'autres marchés qui leur étaient ouverts; elles ont placé des titres libellés en monnaies étrangères aux États-Unis et en Europe, où les capitaux étaient un peu plus faciles à obtenir et les taux d'intérêt légèrement plus favorables qu'au Canada, bien qu'il leur ait fallu parfois consentir à des échéances relativement courtes. Les emprunteurs ont eu davantage recours au crédit bancaire. Plusieurs sociétés ont dû prévoir pour leurs obligations des échéances plus rapprochées, ou encore les assortir d'options de conversion ou de droits de souscription au capital-actions, afin de rendre ces titres plus attrayants et d'en réduire par là même les charges.

On trouvera dans le tableau de la page 54 la ventilation, par catégories de titres et de porteurs, des émissions d'obligations, d'actions et de papier à court terme des emprunteurs canadiens au cours des trois dernières années. En 1968, les placements nets de titres se sont élevés à 5,410 millions de dollars, c'est-à-dire un peu plus qu'en 1967, malgré le fléchissement du volume des émissions provinciales et municipales. A peine 16% de ce montant, toutefois, peut être attribué aux ventes nettes d'obligations à des portefeuilles canadiens autres que ceux des banques, contre 32% en 1967 et 43% en 1966. De nouveau, les émissions du gouvernement canadien ont représenté un total relativement considérable; toutefois, abstraction faite des émissions en monnaies étrangères placées aux États-Unis, en Italie et en Allemagne, qui visaient essentiellement à reconstituer nos réserves officielles de change, l'augmentation se retrouve surtout dans les portefeuilles des banques. En 1968, les provinces et les sociétés ont accru considérablement le volume de leurs émissions d'obligations sur les marchés financiers étrangers et ont eu davantage recours

au marché à court terme. Plus du quart des 1,510 millions de dollars que représentent les émissions nettes vendues à des non-résidents au cours de l'année a été placé sur les marchés financiers d'outre-mer.

TAUX DU MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE



1. Avant octobre 1967, les prêts L.N.H. étaient consentis au taux maximal fixé par arrêté en conseil; par la suite, les taux pratiqués ont été au-dessous du maximum prévu. A partir d'octobre 1967, cette série statistique représente, pour chaque mois, la moyenne pondérée des taux pratiqués par les prêteurs agréés, pour la construction de nouveaux logements destinés à être occupés par leurs propriétaires.

LE MARCHÉ HYPOTHÉCAIRE. Les taux pratiqués dans le domaine du crédit hypothécaire ont touché de nouveaux sommets en 1968, la moyenne pour les nouveaux prêts se situant aux alentours de 9%. La demande de crédits hypothécaires est demeurée forte alors que l'offre en provenance des prêteurs institutionnels privés a continué de se développer vigoureusement. Comme on pourra le constater au tableau ci-après, il semble que la totalité de l'augmentation des prêts hypothécaires se retrouve dans les prêts à l'habitation; on estime même que les crédits hypothécaires affectés à d'autres secteurs ont légèrement fléchi.

Le volume des crédits hypothécaires à l'habitation approuvés par les institutions financières privées a connu un développement d'environ 600 millions de dollars en 1968. Comme l'année précédente, les banques à charte (y compris leurs filiales spécialisées dans le crédit hypothécaire) ont largement contribué au développement du crédit foncier, les crédits approuvés par elles en 1968 totalisant environ 430 millions, ou à peu près le double de 1967. L'expansion relativement considérable des prêts consentis aux termes de la Loi

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES — MONTANT BRUT DES APPROBATIONS

(En millions de dollars)

	Prêts hypothécaires destinés à la construction d'habitations							
	Institutions financières privées ⁽¹⁾							
	Prêts ordinaires			Total Prêteurs privés	S.C.H.L.	Total	Autres prêts hypothécaires	
Logements nouveaux	Logements existants	L.N.H.	Total				Total	
1966.....	574	471	191	1,236	593	1,829	382	2,211
1967.....	745	655	356	1,756	727	2,483	369	2,852
1968 ^e	962	572	831	2,365	503	2,868	335	3,203

e: Évaluation.

(1) Comprend les compagnies d'assurance-vie, les banques à charte, les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire, les banques d'épargne du Québec et les sociétés de secours mutuel.

nationale sur l'habitation s'est accompagnée—grâce à l'adoption, en octobre 1967, d'une nouvelle méthode pour déterminer le taux maximal autorisé—d'un rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt effectivement pratiqués pour ces prêts et ceux des prêts hypothécaires ordinaires. Une autre modification, apportée cette fois au règlement d'application de la Loi nationale sur l'habitation, en février 1968, permet aux prêteurs agréés, dans le cas de prêts à des sociétés engagées dans la construction d'ensembles à plusieurs logements destinés à la location, de s'assurer que le taux d'intérêt en vigueur au départ sera valable pour une période pouvant aller jusqu'à vingt-cinq ans. Pour ce qui est des concours directs de la Société centrale d'hypothèques et de logement, leur fléchissement, de l'ordre de 220 millions de dollars, a surtout affecté les prêts aux constructeurs ou aux particuliers pour la construction d'habitations unifamiliales. Les crédits consentis par la Société pour la construction de logements à loyer modéré ne sont que légèrement inférieurs à ceux, déjà très élevés, de 1967.

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES. A la lumière des données disponibles à l'heure actuelle, il ne semble pas que les dépenses affectées par les entreprises à l'investissement et au stockage aient connu un développement considérable en 1968; en revanche, les bénéfices et les provisions pour la

**PRINCIPAUX MODES DE FINANCEMENT
DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES**

(En millions de dollars)

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>
Émissions nettes:			
Papier commercial et acceptations bancaires.....	60	29	29 ^e
Obligations.....	913	762	655
Actions.....	538	376	458
Total partiel.....	<u>1,511</u>	<u>1,167</u>	<u>1,142^e</u>
Augmentations des:			
Emprunts aux banques à charte ⁽¹⁾	582	719	643
Emprunts aux sociétés de financement des ventes..	— 213	64	187 ^e
Emprunts à la Banque d'Expansion Industrielle.....	44	34	42
Total partiel.....	<u>413</u>	<u>817</u>	<u>872^e</u>
Investissements directs nets de l'étranger.....	705	530	415
Total général.....	<u><u>2,629</u></u>	<u><u>2,514</u></u>	<u><u>2,429^e</u></u>

e: Évaluation.

(1) Ensemble des prêts aux entreprises — à l'exclusion des prêts aux services publics portant la garantie d'une province — plus les prêts aux agriculteurs et tous les prêts en monnaies étrangères à des résidents.

dépréciation des installations ont procuré aux entreprises d'abondantes ressources d'autofinancement. Il semblerait donc que leurs besoins de concours extérieurs, en couverture des dépenses d'investissements, auraient dû être considérablement moindres en 1968 qu'en 1967. Néanmoins, comme l'indique le tableau de la page 57, le montant global des ressources empruntées, dans la mesure où on peut les recenser, n'a apparemment été que très légèrement inférieur à celui de 1967. Cela tient peut-être à ce que les entreprises auraient continué de reconstituer leurs liquidités, largement épuisées durant la période d'essor des investissements en 1966; il est possible aussi qu'elles aient cherché à emprunter en prévision d'un développement accru de leurs investissements en 1969.

LE CRÉDIT À LA CONSOMMATION. En 1968, l'encours du crédit à la consommation s'est accru de 1,176 millions de dollars, ou 14%. Les banques ont de nouveau développé sensiblement le montant global de leurs prêts personnels ordinaires non gagés par des titres et se sont employées activement au cours de l'année à introduire leurs nouveaux accreditifs sous forme de cartes de crédit ou de garanties de chèques. Dans le cas des sociétés de financement des ventes à tempérament, l'encours de leurs crédits à la consommation, qui s'était infléchi en 1967, a de nouveau progressé en 1968.

PRINCIPALES SOURCES DU CRÉDIT À LA CONSOMMATION

(En millions de dollars)

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>
Augmentation nette du crédit à la consommation ⁽¹⁾ distribué par:			
— les banques à charte (non compris les prêts personnels sur titres).....	217	519	688
— les sociétés de crédit à la consommation.....	120	140	161
— les caisses populaires et les credit unions.....	124	109	134 ^a
— les sociétés de financement des ventes.....	53	— 79	68
— les marchands détaillants ⁽²⁾	60	43	65
— les compagnies d'assurance-vie (prêts sur polices).....	39	36	56 ^a
— les banques d'épargne du Québec.....	—	1	4
Total.....	<u>613</u>	<u>769</u>	<u>1,176^a</u>

a: Évaluation.

(1) Nouveaux concours, moins les remboursements.

(2) Comprend les grands magasins, les marchands de meubles et d'appareils ménagers, les vendeurs de véhicules automobiles, d'autres marchands détaillants et les sociétés pétrolières (cartes de crédit).

LES FINANCES PUBLIQUES. Comme en 1967, le secteur public s'est adressé aux marchés financiers pour se procurer de larges ressources en 1968. Le tableau ci-après résume les principaux modes de financement utilisés par les différentes administrations.

L'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement fédéral (non compris les titres dans les portefeuilles de l'État) s'est accru de 1,109 millions de dollars en 1968. La presque totalité de cet accroissement représente des

**DIVERSES SOURCES DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS
PUBLIQUES ET DE LEURS EXPLOITATIONS⁽¹⁾**

(En millions de dollars)

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>
Gouvernement fédéral			
Augmentation de l'encours des titres (portefeuilles de l'État non compris):			
— bons du Trésor.....	10	295	360
— titres négociables payables en dollars canadiens	70	454	709
— obligations d'épargne du Canada.....	223	229	40
	-----	-----	-----
Ensemble (tous titres en dollars canadiens du gouvernement fédéral) ⁽²⁾	<u>303</u>	<u>978</u>	<u>1,109</u>
Provinces et municipalités			
Augmentation de l'encours des obligations en dollars canadiens:			
— obligations acquises par les Régimes de pensions du Canada et de rentes du Québec...	601	814	880 ^e
— autres émissions en dollars canadiens.....	989	1,027	495
Augmentation des prêts obtenus:			
— des banques à charte.....	139	124	— 4
— du gouvernement canadien (y compris la S.C.H.L. et l'O.D.M.P.M.*).....	205	175	276
Augmentation de l'encours des billets à court terme.	50 ^e	70 ^e	80 ^e
Augmentation de l'encours des obligations en monnaies étrangères.....	424	800	919
	-----	-----	-----
Total (financements des provinces et des municipalités) ⁽³⁾	<u>2,408</u>	<u>3,010</u>	<u>2,646</u>

* Société centrale d'hypothèques et de logement et Office du développement municipal et des prêts aux municipalités.
e: Évaluation.

- (1) Pour obtenir le montant net des financements pour l'ensemble des administrations, sans double emploi, il faudrait éliminer les prêts du gouvernement fédéral aux provinces et municipalités et tenir compte du fait que les portefeuilles des provinces et des municipalités en titres du gouvernement fédéral varient d'une année à l'autre.
- (2) Quant aux obligations du gouvernement canadien en monnaies étrangères, les variations de leur encours pour 1966, 1967 et 1968 ressortissent respectivement à: - 164, - 45 et + 266. L'augmentation en 1968 est le résultat d'émissions aux États-Unis, en Italie et en Allemagne, dont le produit a servi à renforcer nos réserves officielles de change.
- (3) Dans la mesure où les gouvernements provinciaux font l'acquisition de titres des provinces et des municipalités, les chiffres concernant l'ensemble des financements réalisés par les provinces et les municipalités se trouvent grossis d'autant.

émissions d'obligations négociables et de bons du Trésor, qui se retrouvent dans les portefeuilles des banques à charte et de la Banque du Canada. Comme l'indique le tableau de la page 54, l'encours des obligations d'épargne du Canada accuse une augmentation de 40 millions de dollars; le montant des titres négociables dans les portefeuilles canadiens, à l'exclusion des banques, était à peu près le même, fin décembre, que l'année précédente à pareille date.

En 1967, pour couvrir ses besoins de financement, qui s'étaient élevés à 1,276 millions de dollars et dépassaient donc considérablement le produit de ses émissions nettes sur le marché canadien, le gouvernement avait opéré de larges prélèvements sur sa caisse. En 1968, le volume de ses émissions nettes au Canada a été un peu plus élevé qu'en 1967 et une partie a servi à reconstituer sa caisse. Les besoins de trésorerie pour toutes autres fins ont totalisé 1,049 millions. (Voir le Tableau III, en annexe.) On note une réduction sensible des concours du gouvernement à la Société centrale d'hypothèques et de logement et du montant en dollars canadiens que le gouvernement a dû affecter au financement de ses acquisitions nettes d'avoirs en monnaies étrangères. En revanche, le déficit budgétaire a été un peu plus considérable en 1968. Le gouvernement a par ailleurs commencé en juillet le remboursement aux sociétés des sommes perçues au titre de l'impôt restituable, impôt qui lui avait procuré des liquidités en 1967.

Le montant global des emprunts des provinces et des municipalités, y compris leurs exploitations, est évalué à 2,646 millions de dollars en 1968, en recul sensible sur les 3,010 millions de 1967 (estimations dans les deux cas). Ce fléchissement des emprunts des provinces et des municipalités a tenu, en partie, à un nouvel amenuisement de l'écart entre les recettes et les dépenses, mais aussi au fait que les concours accordés par les provinces au secteur privé pour le développement industriel, le crédit agricole et l'habitat, ont été sensiblement réduits en 1968. Il semble que les dépenses d'immobilisations des entreprises sur le marché canadien en 1968 a été, d'environ 530 millions de dollars, l'année précédente.

Le montant global des émissions nettes d'obligations provinciales et municipales sur le marché canadien en 1968 a été, d'environ 530 millions de dollars, inférieur à celui de 1967. Les emprunts nets sur le marché américain marquent aussi un recul—de 170 millions—cependant que les emprunts sur les marchés européens se sont élevés à environ 300 millions, alors qu'ils avaient été sans importance au cours des années précédentes.

LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE. Le gouvernement canadien a fait appel à plusieurs reprises au marché financier en 1968. Six émissions d'obligations négociables ont été offertes au Canada; des émissions en monnaies étrangères ont été placées en Italie, en Allemagne et aux États-Unis; il y eut deux

**ÉTAT SOMMAIRE DES ÉMISSIONS ET AMORTISSEMENTS
D'OBLIGATIONS NÉGOCIABLES DU GOUVERNEMENT CANADIEN**

<u>Date</u>	<u>Échéance des émissions</u>	<u>Livraisons (valeur nominale, en millions de dollars)</u>	<u>Période de l'émission à l'échéance</u>	<u>Rendement (de l'émission à l'échéance)</u>	<u>Amortisse- ments (valeur nominale, en millions de dollars)</u>
1968					
(Payables en dollars canadiens)					
15 janv.	6% 15 fév. 1970	250	2 ans 1 mois	6.20	
	6% 15 déc. 1971	200	3 ans 11 mois	6.44	
		450			400
1 ^{er} avril	5½% 1 ^{er} avril 1969	60	1 an	7.03	
	7% 1 ^{er} avril 1973	215	5 ans	7.30	
		275			275
3 avril					9 ⁽¹⁾
15 juin	6¾% 1 ^{er} juil. 1969	75	1 an ½ mois	7.00	
	7% 1 ^{er} oct. 1970	275	2 ans 3½ mois	7.11	
	7% 15 juin 1974	250	6 ans	7.26	
		600			495
1 ^{er} août	6½% 15 déc. 1969	35	1 an 4½ mois	6.65	
	6¾% 1 ^{er} oct. 1970	105	2 ans 2 mois	6.75	
	7% 1 ^{er} avril 1973	260	4 ans 8 mois	7.00	
		400			
13 sept.					100 ⁽²⁾
1 ^{er} oct.	6% 15 fév. 1970	35	1 an 4½ mois	6.11	
	6¼% 1 ^{er} oct. 1971	200	3 ans	6.25	
	6½% 1 ^{er} avril 1975	200	6 ans 6 mois	6.60	
	6½% 1 ^{er} oct. 1995	100	27 ans	6.60	
		535			260
15 déc.	6¼% 1 ^{er} mai 1970	50	1 an 4½ mois	6.28	
	6¼% 1 ^{er} avril 1971	200	2 ans 3½ mois	6.36	
		250			100
(Payables en monnaies étrangères)					
15 avril					1 ⁽³⁾
15 mai	5¾% 15 mai 1970 (lires)	35	2 ans	5.75	
	5½% 15 mai 1971 (lires)	36	3 ans	5.875	
	6% 15 mai 1972 (lires)	37	4 ans	6.00	
		108			
1 ^{er} juin	6¾% 1 ^{er} juin 1973 (DM) ⁽⁴⁾	68	5 ans	6.87	
	6½% 1 ^{er} juin 1988 (\$É.-U.) ⁽⁵⁾	108	20 ans	6.90	
		176			
15 oct.					1 ⁽³⁾

(1) Annulation d'obligations 5½%, échéance 1^{er} août 1980, détenues par le gouvernement canadien dans sa caisse de placements ou sa caisse pour le rachat des titres.

(2) Annulation d'obligations 5%, échéance 1^{er} octobre 1968, détenues par le gouvernement canadien dans sa caisse de placements.

(3) Remboursement au pair, par la caisse d'amortissement, d'une partie des obligations 5%, échéance 15 octobre 1987, payables en dollars É.-U.

(4) Produit de l'émission en deutsche marks, porté au crédit du gouvernement canadien le 24 mai 1968 par la banque qui avait souscrit l'émission.

(5) Émission de \$100 millions (É.-U.), dont 72 millions, livraison 11 juin 1968; 13 millions, livraison 15 octobre 1968; 15 millions, livraison 15 janvier 1969.

émissions d'obligations d'épargne du Canada et trois émissions spéciales de bons du Trésor; enfin, le montant des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor a varié sensiblement pendant l'année. Parmi les facteurs qui expliquent l'ampleur de ces recours au marché financier, mentionnons les besoins considérables du gouvernement en couverture de ses opérations budgétaires et extra-budgétaires et la baisse particulièrement prononcée de l'encours des obligations d'épargne du Canada durant une bonne partie de l'année, alors que leur rendement était inférieur à celui de certaines formes de dépôts et de placements concurrents. Le calendrier des émissions a été affecté par des afflux inattendus de ressources en dollars canadiens, compensés plus tard par des reflux—attribuables, dans le premier cas, à la réduction de nos réserves officielles de change pendant la phase de tensions sur le dollar canadien et, dans le deuxième cas, à leur reconstitution par la suite.

Les opérations d'emprunt du gouvernement ont été réalisées sur un marché caractérisé par un climat de grande incertitude et par des taux d'intérêt généralement élevés et orientés à la hausse. De nouveau cette année, la plupart des titres émis par le gouvernement comportaient des échéances relativement courtes, comme en témoigne le tableau de la page 61. L'émission du 1^{er} octobre, qui comportait une tranche de 100 millions de dollars à 27 ans, fait exception sous ce rapport.

Afin de présenter aux investisseurs un plus large éventail d'échéances à l'occasion de certaines opérations d'emprunt en 1968, la Banque offrit au marché diverses facilités d'arbitrage. Ces facilités se ramènent essentiellement à deux types. Le premier constitue une opération de rachat par anticipation dont voici les modalités: la Banque s'engage à acheter du gouvernement un montant prédéterminé de nouvelles obligations en échange d'autres obligations à échéances plus rapprochées et offre en même temps au marché la faculté de faire une opération analogue avec elle. La deuxième méthode consiste à offrir au marché la possibilité d'acheter de la Banque, sous réserve d'une limite bien définie, certaines obligations déjà en cours contre un montant correspondant des nouvelles obligations. Le résultat de ces deux types d'opérations est d'allonger l'échéance moyenne des obligations en circulation dans le secteur privé. Dans la plupart des cas, le marché s'est prévalu de ces offres d'arbitrage à concurrence de la limite qui avait été envisagée au départ.

L'encours des bons du Trésor a progressé de 370 millions de dollars sur l'ensemble de l'année; le portefeuille-bons des banques à charte s'est accru de 403 millions. Outre que le montant des adjudications hebdomadaires a varié au cours de l'année, le gouvernement a vendu 150 millions de bons à un an, en juin, puis au début de novembre, 100 millions de bons à onze jours. Le but de cette dernière émission était de financer temporairement des rachats massifs d'obligations d'épargne du Canada, durant la période qui a précédé immédiatement les rentrées de fonds que devait procurer la campagne annuelle de vente de

nouvelles obligations d'épargne. Enfin, 75 millions de bons à un an furent adjugés en fin de novembre, en remplacement partiel des 125 millions de bons à un an qui arrivaient à échéance.

La première émission d'obligations d'épargne du Canada en 1968 a été celle des obligations spéciales de remplacement, offertes au mois de mars en vue du remboursement par anticipation d'une partie de l'échéance exceptionnellement forte du 1^{er} novembre 1968 (série 1959); elle comporte un taux de rendement de 6.88% pour ceux qui conserveront leurs titres jusqu'à l'échéance, en 1978. Le 15 mai, date prévue pour la fin de cette opération, 538 millions de dollars de la série 1959 avaient été cédés en échange d'obligations de la nouvelle série. Un montant supplémentaire de 312 millions de cette nouvelle série fut souscrit au cours d'une campagne de ventes au comptant, entre le 16 et le 23 mai. La campagne habituelle d'automne pour promouvoir la vente des obligations d'épargne du Canada s'est déroulée dans un climat de profonde incertitude quant à l'orientation éventuelle des taux d'intérêt. Le rendement moyen de cette série—de l'émission à l'échéance, en 1982—est de 6.75%. Par le jeu de l'intérêt composé, les porteurs qui n'encaisseront pas leurs coupons avant l'échéance des obligations en 1982, toucheront alors \$250 pour chaque obligation de \$100. La campagne s'est soldée par une vente nette de près de 900 millions de dollars, au cours d'octobre et novembre.

LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES ENTRE CANADIENS ET NON-RÉSIDENTS. Comme nous l'avons déjà noté, page 38, l'importance croissante des erreurs et omissions dans les statistiques de la balance canadienne des paiements pour 1967 et 1968 ne facilite guère l'interprétation des mouvements de fonds attribuables soit aux opérations courantes, soit aux opérations en capital. D'après les données officielles, qui inscrivent au chapitre des mouvements de capitaux à court terme le solde des éléments résiduels, les Canadiens auraient utilisé l'épargne des non-résidents à concurrence de 543 millions de dollars en 1967 et de 181 millions en 1968; les entrées nettes de capitaux auraient par ailleurs été de 561 millions en 1967 et de 534 millions en 1968, soit donc un léger fléchissement. Les réserves officielles, qui s'étaient améliorées de 18 millions en 1967, ont, en 1968, progressé de 353 millions, dont 266 millions sont le produit des émissions d'obligations du gouvernement canadien en monnaies étrangères aux États-Unis et en Europe.

Les statistiques disponibles indiquent que les ventes nettes de titres aux non-résidents, en 1968, ont été de beaucoup supérieures à celles de l'année précédente. Comme l'indique le tableau de la page 54, les ventes de titres du gouvernement canadien à l'étranger, en 1968, ont dépassé de 261 millions le montant global de ceux de ces titres qui ont été amortis à l'échéance (sommes relativement peu importantes en l'occurrence) ou achetés par des Canadiens à

VENTES NETTES DE TITRES À DES NON-RÉSIDENTS

(En millions de dollars canadiens)

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>
Titres canadiens:			
Obligations — émissions (montant brut).....	1,408	1,255	1,889
— amortissements.....	— 495	— 338	— 394
— opérations sur titres en circulation...	— 104	— 56	— 70
	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>
Total partiel.....	809	861	1,425
Bons du Trésor et papier à court terme.....	— 19	— 39	— 98
Actions des sociétés.....	— 83	57	183
	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>
Total général (titres canadiens).....	707	879	1,510
Titres étrangers:			
Obligations B.I.R.D. — opérations du gouvernement canadien.....	— 25	— 20	45
Autres opérations sur titres étrangers.....	— 376	— 398	— 509
	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>
Total général (titres étrangers).....	— 401	— 418	— 464
	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>	<hr style="width: 100%;"/>
Ensemble.....	<u>306</u>	<u>461</u>	<u>1,046</u>

des non-résidents. En 1966 et 1967, au contraire, le gouvernement avait racheté des tranches importantes de sa dette extérieure. En 1968, les ventes nettes d'obligations des provinces et des municipalités aux non-résidents n'accusent, globalement, qu'une légère augmentation, tandis que les ventes d'obligations et d'actions de sociétés se sont développées de façon appréciable. Les investisseurs étrangers, qui, de 1962 à la mi-1967, avaient comprimé leurs portefeuilles d'actions canadiennes, les ont au contraire augmentés depuis un an et demi. Les fortes entrées de capitaux imputables aux ventes de titres canadiens à des non-résidents se sont trouvées partiellement compensées par les acquisitions canadiennes de titres étrangers, d'actions de sociétés américaines surtout; ces placements ont connu un nouveau développement en 1968.

La progression des ventes nettes de titres aux non-résidents en 1968 a tenu, presque entièrement, à un développement accentué des ventes de nouvelles obligations canadiennes. Les livraisons de titres sont passées de 1,255 millions de dollars en 1967 à 1,889 millions en 1968. Une partie de cette augmentation provient des 266 millions empruntés par le gouvernement canadien sur les marchés des États-Unis et d'Europe. Déjà, à la fin de 1967, les emprunteurs canadiens s'étaient adressés au marché européen en pleine évolution, en plaçant, sur le marché des euro-émissions, des obligations libellées en dollars É.-U.; ces opérations ont dépassé 100 millions de dollars en 1968. Après que le gou-

vernement canadien eut placé une émission d'obligations sur le marché allemand en mai 1968, d'autres emprunteurs canadiens firent appel à ce marché, si bien que les émissions canadiennes en deutsche marks atteignaient, en fin d'année, l'équivalent de 220 millions de dollars. Comme le montre le tableau ci-après, les émissions d'emprunteurs canadiens autres que le gouvernement, sur le marché américain, n'ont été que légèrement supérieures à celles de 1967; les livraisons ont été de 1,257 millions en 1968, contre 1,196 millions l'année précédente.

Les investissements directs de l'étranger au Canada sont évalués à 585 millions de dollars en 1968, en regard de 620 millions l'année précédente. Le recul a porté en totalité sur le premier trimestre, alors que ces investissements ont été à peu près inexistant; au trimestre suivant, toutefois, ils ont pris un nouvel essor et ils se sont maintenus à un haut niveau au cours du second semestre. Les investissements directs des Canadiens à l'étranger ont, eux aussi, été affectés par l'évolution de la confiance dans le dollar canadien au cours du premier semestre; pour l'année entière, ils s'élèvent à 170 millions de dollars, contre 90 millions en 1967.

Le recensement des opérations en capital à court terme indique que les sorties ont été plus fortes en 1968 que l'année précédente. Les avoirs canadiens à l'étranger, sous forme de comptes en banque et d'autres disponibilités à court terme, ont de nouveau augmenté cette année et cette progression s'est traduite par de fortes sorties de capitaux. On note aussi une réduction très

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS CANADIENNES VENUES À DES NON-RÉSIDENTS⁽¹⁾

(Montant brut, exprimé en millions de dollars canadiens)

	A des résidents des États-Unis			A d'autres non-résidents			Ensemble
	Gouvernement canadien	Autres emprunteurs	Total	Gouvernement canadien	Autres emprunteurs	Total	
	1967 — 1 ^{er} trim.....	—	295	295	3	8	
2 ^e trim.....	1	273	274	3	6	9	283
3 ^e trim.....	—	259	259	4	4	8	267
4 ^e trim.....	3	369	372	6	21	27	399
Total.....	4	1,196	1,200	16	39	55	1,255
1968 — 1 ^{er} trim.....	—	340	340	4	63	67	407
2 ^e trim.....	76	356	432	179	91	270	702
3 ^e trim.....	—	279	279	4	177	181	460
4 ^e trim.....	16	282	298	9	13	22	320
Total.....	92	1,257	1,349	196	344	540	1,889

(1) Essentiellement des obligations libellées en monnaies étrangères. Comprend, cependant, de faibles montants d'obligations en dollars canadiens.

sensible du papier à court terme des sociétés canadiennes de financement dans les portefeuilles des non-résidents, réduction compensée d'ailleurs par une augmentation des bons du Trésor canadien et des dépôts en dollars canadiens détenus par des non-résidents. Au tableau de la balance des paiements, les éléments non recensés figurent, à titre résiduel, au chapitre des opérations en capital à court terme, mais il est probable qu'ils représentent non seulement des opérations en capital mais aussi des opérations courantes. Un montant important a été porté au poste résiduel dont il s'agit, au quatrième trimestre 1967 et pour l'année 1968.

Les opérations des banques à charte en monnaies étrangères ont donné lieu à une sortie nette de capitaux de 375 millions de dollars en 1968, à peu près le même montant que l'année précédente. Les capitaux que les banques

**AVOIRS ET ENGAGEMENTS EN MONNAIES ÉTRANGÈRES⁽¹⁾
DES BANQUES À CHARTE
SIÈGES ET SUCCURSALES CANADIENNES**

(Variations nettes, exprimées en millions de dollars canadiens)

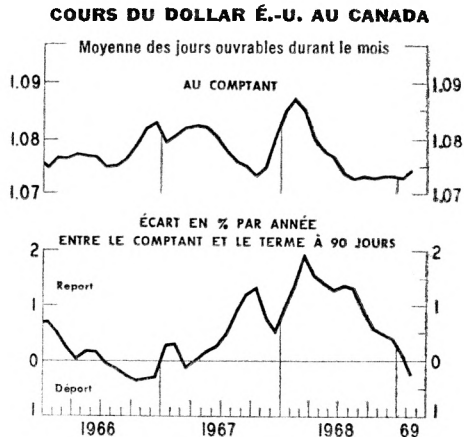
	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>	<u>De fin fév. à fin déc. 1968</u>
Opérations avec les non-résidents				
Résidents des États-Unis				
Avoirs.....	229	264	137	317
Engagements.....	- 302	75	- 302	- 186
Avoirs nets.....	532	189	438	503
Autres non-résidents				
Avoirs.....	2	330	624	492
Engagements.....	63	153	687	685
Avoirs nets.....	- 61	177	- 63	- 193
Total (tous les non-résidents)				
Avoirs.....	232	594	761	809
Engagements.....	- 239	228	385	498
Avoirs nets.....	471	366	375	311
Opérations avec les résidents canadiens				
Avoirs.....	91	- 112	- 54	- 78
Engagements.....	413	332	85	32
Avoirs nets.....	- 322	- 444	- 139	- 109
Position nette des banques vis-à-vis les non-résidents.....	<u>149</u>	<u>- 78</u>	<u>236</u>	<u>202</u>

(1) A l'exclusion des avoirs-or et des engagements-or.

ont acheminés vers les États-Unis s'élèvent à 438 millions, dont 63 millions leur sont venus d'autres pays, le solde provenant de leurs opérations avec les résidents canadiens et d'une augmentation de leurs propres positions en devises. Au printemps 1968, les banques ont convenu de se conformer à trois directives spéciales pour la conduite de leurs opérations en monnaies étrangères, afin d'éviter que le Canada ne soit utilisé comme "couloir" (pass-through) pour acheminer des capitaux des États-Unis vers des pays tiers, ce qui eût contrecarré les mesures prises par les États-Unis pour redresser leur balance des paiements. Le texte des directives canadiennes est reproduit dans l'Annexe du Rapport. Tout compte fait, les opérations des banques avec les résidents des pays d'outre-mer, entre le 29 février, date de référence pour l'application des directives, et la fin de l'année, se traduisent par un endettement net des banques envers eux. Leurs avoirs outre-mer se sont accrus de 492 millions de dollars de fin février à fin décembre; en revanche, leur passif envers ces mêmes pays accuse une augmentation de 685 millions au cours de la même période; en d'autres termes, leurs opérations au cours de ces dix mois se sont soldées par un accroissement net de leur passif envers ces pays, soit 193 millions. En ce qui a trait à la troisième directive, les banques, au cours de la même période, ont réduit de 186 millions de dollars leur passif envers les résidents des États-Unis.

De janvier à la mi-mars, le cours au comptant du dollar américain sur le marché canadien du change a oscillé dans le voisinage immédiat de la limite supérieure d'intervention. Il a reculé par la suite pour toucher la limite inférieure dans la dernière semaine de juillet; depuis, il s'est maintenu à proximité de ce niveau. Le cours du dollar américain à terme sur le marché canadien s'est présenté en report substantiel durant la majeure partie du premier semestre, puis il s'est infléchi pendant le second semestre, pour finalement dégager un déport dans les premiers mois de 1969.

Fin 1968, les réserves officielles du Canada s'élevaient à 2,848 millions de dollars É.-U., contre 2,516 millions fin 1967. Cette progression de 332 millions résulte d'une augmentation de 559 millions de nos avoirs d'or et de dollars É.-U. et d'une dégradation de 227 millions de notre position créditrice nette au Fonds Monétaire International.



**AVOIRS OFFICIELS EN OR ET EN DOLLARS É.-U.
ET POSITION CRÉDITRICE NETTE AU FONDS MONÉTAIRE
INTERNATIONAL**

(En millions de dollars É.-U., à la fin du mois)

	<u>Déc. 1967</u>	<u>Mars 1968</u>	<u>Juin 1968</u>	<u>Sept. 1968</u>	<u>Déc. 1968</u>
Avoirs officiels en					
or et en dollars É.-U.....	2,268	2,244	2,574	2,534	2,827
Position créditrice nette au F.M.I.....	248	-	-	1	21
Ensemble.....	<u>2,516</u>	<u>2,244</u>	<u>2,574</u>	<u>2,535</u>	<u>2,848</u>
Dont:					
Remboursable au F.M.I.....	-	185	64	-	-
Remboursable au Système de Réserve Fédérale.....	-	250	125	-	-
Solde.....	2,516	1,809	2,385	2,535	2,848

Tableaux

TABLEAU I

**RÉSULTATS NETS DES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA
SUR LES TITRES DU GOUVERNEMENT CANADIEN AU COURS DE 1968⁽¹⁾**

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

	Opérations avec les négociants en valeurs et les banques					Total des bons et obligations	Titres pris en pension
	Bons du Trésor	Obligations ⁽²⁾					
		3 ans et moins	3 ans à 5 ans	5 ans à 10 ans	Plus de 10 ans		
Janv.....	-190	+ 45	- 4	- 45	- 11	-205	-
Fév.....	- 51	-	-	-	-	- 51	-
Mars.....	- 60	+ 2	-	-	-	- 58	-
Avril.....	- 15	+133	-143	-	+ 2	- 23	-
Mai.....	-	+ 2	- 2	-	-	-	-
Juin.....	- 40	+ 82	-	-126	-	- 84	-
Juillet.....	- 15	-	-	-	-	- 15	-
Août.....	-107	+121	- 71	- 26	- 24	-107	-
Sept.....	+123	-	-	-	-	+123	-
Oct.....	+ 17	- 1	-	- 13	+ 27	+ 30	-
Nov.....	+ 36	-	-	-	+ 11	+ 47	-
Déc.....	+ 60	-	-	-	-	+ 59	-
Total.....	-242	+384	-219	-211	+ 5	-283	-

(1) Le signe + désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe - le contraire.

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

Opérations avec le gouvernement et les autres clients								
Acquisitions de nouveaux titres, moins les rachats à l'échéance		Opérations entre la Banque et:				Variations nettes du portefeuille de la Banque en titres du gouvernement canadien		
Bons	Obligations	Portefeuille-placements du gouvernement		Autres comptes du gouvernement et autres clients		Bons	Obligations	Total
		Bons	Obligations	Bons	Obligations			
- 21	+ 57	-	- 50	- 49	- 276	- 260	- 284	- 544
+ 3	-	-	- 70	- 43	- 1	- 91	- 71	- 162
+ 158	-	-	+ 120	- 84	- 4	+ 13	+ 118	+ 132
+ 21	+ 109	-	- 100	+ 18	- 9	+ 24	- 7	+ 16
+ 67	- 20	-	-	- 29	- 3	+ 38	- 23	+ 15
+ 57	+ 132	-	-	- 46	+ 57	- 29	+ 145	+ 117
+ 11	-	-	-	- 31	+ 133	- 35	+ 133	+ 98
+ 69	+ 190	-	- 100	- 41	+ 3	- 79	+ 93	+ 14
+ 104	-	-	-	- 45	- 2	+ 182	- 2	+ 180
- 12	+ 92	-	-	- 23	- 2	- 18	+ 103	+ 85
+ 42	-	-	-	- 53	- 1	+ 25	+ 10	+ 35
+ 143	+ 108	-	- 100	- 59	- 3	+ 145	+ 5	+ 149
<u>+ 643</u>	<u>+ 669</u>	-	<u>- 300</u>	<u>- 486</u>	<u>- 108</u>	<u>- 85</u>	<u>+ 220</u>	<u>+ 135</u>

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 obligations de la B.E.I.	Autres éléments d'actif (net)	Billets en circulation	Dépôts en dollars canadiens		
						Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1968								
Janv.....	- 542	+ 270	+ 2	+ 51	-186	-121	+ 92	-4
Fév.....	-160	- 1	+ 2	- 15	- 30	- 43	-105	+4
Mars.....	+130	+ 8	+ 1	- 38	+ 9	+ 38	+ 53	+1
Avril.....	+ 16	+ 56	+13	+ 82	+ 59	+ 50	+ 63	-5
Mai.....	+ 15	+ 53	+ 1	- 55	+ 24	- 13	- 3	+6
Juin.....	+115	- 64	+ 2	+121	+106	- 43	+112	-1
Juillet....	+100	-184	+ 3	- 29	+ 73	+ 52	-233	-3
Août.....	+ 17	-	+ 1	- 8	- 44	- 42	+ 95	-
Sept.....	+179	-129	-	+ 31	- 23	+151	- 50	+4
Oct.....	+ 85	-	+ 8	-135	+ 20	- 96	+ 39	-6
Nov.....	+ 34	-	+ 2	- 62	+ 37	+ 9	- 75	+2
Déc.....	+148	+ 3	+ 4	+179	+204	+111	+ 17	+2
Année....	<u>+137</u>	<u>+ 12</u>	<u>+39</u>	<u>+121</u>	<u>+250</u>	<u>+ 52</u>	<u>+ 5</u>	<u>-</u>

COMPTES FINANCIERS DU GOUVERNEMENT CANADIEN

(En millions de dollars)

	Année civile 1966	Année civile 1967	Année civile 1968
1. Déficit budgétaire.....	428	678	733
Ajustements pour passer à la comptabilité nationale:			
Financements par l'augmentation (—) du passif envers:			
les caisses de retraite du personnel de l'État.....	— 412	— 432	— 510 ^e
les caisses de l'assurance-chômage et de la sécurité de la vieillesse.....	— 289	— 119	— 95 ^e
Tous autres ajustements pour passer à la comptabilité nationale.....	109	129	157 ^e
2. Déficit (+) ou excédent (—) en termes de comptabilité nationale.....	— 164	256	285 ^e
3. Augmentation des principales catégories de prêts et avances:			
Société centrale d'hypothèques et de logement.....	456	678	394
Société du crédit agricole.....	167	168	131
C.N. (y compris Air Canada, non compris l'amortissement de la dette).....	17	124	130
Société d'assurance des crédits à l'exportation.....	38	28	42
Office du développement municipal et des prêts aux municipalités.....	122	66	7
Office de l'établissement agricole des anciens combattants..	51	60	51
Exposition universelle de 1967.....	115	68	— 9
Gouvernements d'autres pays.....	7	— 13	61
Gouvernements provinciaux (non compris l'Exposition universelle de 1967).....	24	10	61
Divers.....	58	46	46
Total partiel.....	1,055	1,235	914
4. Besoins en dollars canadiens pour financer l'augmentation des avoirs (ou la réduction des engagements) en monnaies étrangères:			
Avances au Fonds des changes.....	— 633	147	529
Titres: B.I.R.D. et Fleuve Columbia.....	— 7	— 12	— 78
Souscriptions de capital et avances à des organismes internationaux.....	226	19	30
Encours des titres libellés en monnaies étrangères (non compris les portefeuilles de l'État).....	164	45	— 266
Billets à vue payables à des organismes internationaux.....	— 106	2	— 229
Total partiel.....	— 356	201	— 14
5. Augmentations nettes d'autres avoirs ou réductions nettes d'autres éléments du passif ⁽¹⁾ :			
Impôt restituable sur les bénéfices des sociétés.....	— 134	— 106	82
Montant couru (à recevoir) de l'impôt sur le revenu des sociétés ⁽²⁾	— 31	— 175	— 80 ^e
Autres postes de l'actif ou du passif.....	— 117	— 135	— 138
Total partiel.....	— 282	— 416	— 136
6. Ensemble des besoins de trésorerie en dollars canadiens (somme algébrique de 2, 3, 4 et 5 ci-dessus).....	253	1,276	1,049
7. Couverture des besoins de trésorerie ci-dessus:			
Augmentation (+) de l'encours des titres en dollars canadiens (hors les portefeuilles de l'État).....	303	978	1,109
Réduction (—) du compte "caisse".....	— 50	298	— 60
Total général (= 6 ci-dessus).....	253	1,276	1,049

e: Évaluation.

(1) A l'exclusion des postes indiqués à la rubrique 7.

(2) Pour contre-passer un ajustement inclus à la dernière ligne de la rubrique 1.

Annexe

ÉCHANGE DE LETTRES ENTRE L'HONORABLE MITCHELL SHARP, MINISTRE DES FINANCES, ET L'HONORABLE HENRY FOWLER, SECRÉTAIRE AU TRÉSOR DES ÉTATS-UNIS, LE 7 MARS 1968, CONCERNANT L'APPLICATION AU CANADA DES MESURES RELATIVES À LA BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS.

Lettre de M. Fowler à M. Sharp

Monsieur le ministre,

Les relations financières uniques qu'entretiennent nos deux pays ont été un soutien réciproque pour l'un comme pour l'autre et pour le système monétaire international. Ces relations ont servi les intérêts des deux pays sans gêner les politiques intérieures de l'un ou de l'autre.

Comme il a été dit il y a plusieurs années quand on a décidé d'exempter le Canada de l'impôt de péréquation des intérêts: les marchés des capitaux des deux pays ont été étroitement liés pendant de nombreuses années et les exportations de capitaux des États-Unis vers le Canada ont financé une tranche importante du déficit de compte courant avec les États-Unis. Ce besoin continue.

En même temps, cette interdépendance financière particulière a été soulignée par l'assurance donnée par les autorités canadiennes que ce n'était pas le désir ni l'intention du Canada d'utiliser le produit de ses emprunts aux États-Unis pour accroître ses réserves de devises étrangères.

On est convenu que des consultations actives continueraient à renforcer les relations économiques étroites qui existent entre les deux pays et à faciliter les mesures visant à fournir la plus grande contribution possible à l'expansion économique ainsi qu'à la solidité et la stabilité des deux pays.

En nous conformant à cette pratique, nous et nos collègues avons bénéficié de consultations régulières avant et depuis la déclaration du Nouvel An du Président Johnson sur la détérioration en 1967 de la balance des paiements des États-Unis et sur le programme spécial visant à équilibrer plus ou moins la balance des paiements des États-Unis.

Nous avons réexaminé la situation nouvelle et le programme nouveau particulièrement à cause d'une certaine inquiétude manifestée par les marchés financiers au sujet des effets possibles du programme sur la position financière du Canada.

Nos dispositions financières d'ensemble ont donné de bons résultats et à notre avantage mutuel. Les aspects particuliers de nos relations comprennent:

— tous les prêts bancaires commerciaux au Canada, sans tenir compte des échéances, sont exempts de l'impôt de péréquation des intérêts. Ces prêts aux emprunteurs canadiens ont la priorité en vertu des directives concernant la Réserve Fédérale.

- il n'y a pas de restrictions au montant des prêts à long terme effectués aux emprunteurs canadiens qui peuvent être accordés par les institutions financières non bancaires des États-Unis. Ces prêts à long terme sont exempts de l'impôt de péréquation des intérêts, du programme d'investissement direct et des directives relatives à la Réserve Fédérale.
- les filiales canadiennes de sociétés américaines, ainsi que toutes les autres sociétés canadiennes, peuvent utiliser le marché de capitaux des États-Unis pour emprunter sans être assujetties à l'impôt de péréquation des intérêts, pour financer leurs investissements au Canada.

Nous reconnaissons que le temps est maintenant venu d'adapter ces aspects particuliers de nos relations dans le domaine financier à notre avantage réciproque en appliquant les programmes relatifs à la Réserve Fédérale et aux investissements directs des États-Unis ainsi que les mesures que le Canada a prises relativement à la gestion de ses réserves.

L'élément primordial des relations financières actuelles entre les États-Unis et le Canada est le fait que dans la mesure où les sorties de capitaux des États-Unis vers le Canada du genre de celles qui sont visées par les mesures relatives à la balance des paiements des États-Unis seront insuffisantes pour combler le déficit de compte courant du Canada, les emprunteurs canadiens exerceront leurs droits actuels d'emprunter davantage sur les marchés de capitaux des États-Unis. Par conséquent, toute baisse du niveau des sorties particulières de capitaux vers le Canada par rapport au niveau des années passées qui résulterait de nouvelles mesures des États-Unis pourrait selon toute prévision amener un accroissement des emprunts par les personnes morales canadiennes sur le marché de capitaux des États-Unis.

A la lumière de cette situation et pour faire en sorte que la sortie des fonds des États-Unis vers le Canada soit suffisante, les États-Unis s'engageront à exempter le Canada de toutes les mesures relatives à la balance des paiements des États-Unis ayant une incidence sur les sorties de capitaux qui relèvent du Département du Commerce ou du Federal Reserve System.

Grâce à ces dispositions, la position financière du Canada est assurée en ce qui concerne les importations de capitaux à partir des États-Unis, et les objectifs et le programme des États-Unis relatifs à la balance des paiements, annoncés le 1^{er} janvier, ne seront pas touchés.

Je suis persuadé que vous conviendrez qu'il est souhaitable que nous continuions à passer en revue sans cesse les relations économiques et financières entre nos deux pays et avec le reste du monde, et que nous examinions la mise à exécution de cet accord et son incidence sur la balance des paiements des deux pays par l'entremise du Comité économique ministériel conjoint du Canada et des États-Unis et au moyen de réunions régulières de nos représentants.

Je suis convaincu que ces accords fourniront un appui réciproque à la situation de nos paiements et par là renforceront le système monétaire international.

Veillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Henry H. Fowler

Réponse de M. Sharp à M. Fowler

Monsieur le secrétaire,

J'accuse réception de votre lettre d'aujourd'hui.

Le Canada, comme vous ne l'ignorez pas, possède un grand intérêt dans la solidité et la stabilité du dollar des États-Unis et nous avons été profondément impressionnés par les mesures que vous avez annoncées au début de l'année afin de réduire votre déficit à la balance des paiements. Nous sommes conscients aussi de votre désir d'appliquer votre programme de façon à reconnaître la situation spéciale du Canada.

Je suis naturellement très heureux que vous en soyez maintenant arrivé à la conclusion qu'il vous est possible, en harmonie avec les objectifs de votre programme, de reconnaître davantage cette situation spéciale en exemptant complètement le Canada de votre programme relatif à la balance des paiements.

La situation unique du Canada a été reconnue dans l'exemption de l'impôt de péréquation des intérêts et dans l'accord relatif à l'objectif de réserve conclu en 1963. Le gouvernement canadien est d'avis qu'aux nouvelles mesures que vous prenez actuellement doivent correspondre de nouvelles mesures du côté canadien. D'abord, pour voir à ce que votre situation à la balance des paiements ne soit aucunement affaiblie en conséquence de vos mesures, je vous informe que nous avons l'intention de prendre toutes les dispositions nécessaires pour empêcher que l'exemption de votre programme n'ait pour résultat que le Canada soit utilisé comme "porte de sortie" permettant de faire échec au but poursuivi par votre programme relatif à la balance des paiements.

Nous avons aussi l'intention d'investir tous nos avoirs (sauf les soldes nécessaires de roulement) en dollars des États-Unis sur des titres du gouvernement des États-Unis qui ne constituent pas une réclamation disponible contre les États-Unis, sous réserve bien entendu des sauvegardes efficaces que pourrait exiger le niveau de notre réserve.

Je conviens que ces arrangements servent les intérêts de l'un et de l'autre pays ainsi que l'intérêt général et qu'ils constituent une preuve de plus des relations étroites et mutuellement avantageuses que nous entretenons.

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

Mitchell Sharp

ÉCHANGE DE LETTRES ENTRE L'HONORABLE E. J. BENSON, MINISTRE DES FINANCES,
ET L'HONORABLE HENRY FOWLER, SECRÉTAIRE AU TRÉSOR DES ÉTATS-UNIS,
LE 16 DÉCEMBRE 1968, CONCERNANT L'APPLICATION AU CANADA DES MESURES
RELATIVES À LA BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS.

Lettre de M. Fowler à M. Benson

Monsieur le Ministre,

En mettant la dernière main au programme de 1969 relatif à la balance des paiements des États-Unis et alors que je prépare une transition ordonnée, j'ai pensé qu'il serait utile de passer en revue les relations financières uniques qui existent entre nos deux pays. La dernière fois qu'on les a décrites ce fut dans un échange de lettres que votre prédécesseur, M. Mitchell Sharp, et moi-même, avons eu le 7 mars 1968. Je disais dans ma lettre que les relations financières uniques entre nos deux pays ont apporté un appui réciproque à l'un et l'autre tout en soutenant le système monétaire international. Ces relations ont servi les intérêts de nos deux pays sans pour cela gêner les politiques intérieures de l'un ou de l'autre. Les événements qui se sont produits depuis le mois de mars corroborent ce jugement.

Ces relations uniques qu'entretiennent nos deux pays entre eux sont le reflet logique d'une frontière commune et pacifique qui s'étend sur près de 5,500 milles. Elles reflètent aussi l'importance du trafic commercial, financier et touristique qui passe par cette frontière invisible. Conscients de cette interdépendance, nous croyons depuis longtemps qu'il n'est pas dans l'intérêt de l'un ou de l'autre pays de provoquer des influences perturbatrices sur nos monnaies qui pourraient paralyser l'autre pays dans la poursuite de ses propres objectifs économiques. Dans cette intention, nos politiques dans ce domaine ont été de soutenir nos buts généraux à notre avantage réciproque.

Voilà pourquoi, malgré la crise qui faisait alors rage sur les marchés mondiaux de l'or et peu après les mesures relatives à la balance des paiements annoncées par le Président au Jour de l'An, nous avons pu, en mars, exempter le Canada de nos mesures relatives à la balance des paiements. Cette exemption et la réaction qu'elle a provoquée chez vous étaient vraiment "une aide réciproque". Le Canada était ainsi assuré d'avoir accès à nos marchés pour une grande variété d'opérations de capitaux et pouvait de ce fait continuer à recourir à sa méthode traditionnelle de financer son déficit au compte courant vis-à-vis des États-Unis. Cela permettait aussi aux opérations des institutions financières des deux pays de garder leur souplesse.

Cette dernière reconnaissance de la corrélation de nos paiements internationaux est aussi la raison pour laquelle vous avez posé des gestes constructifs pour veiller à ce que le Canada ne devienne pas un "moyen d'évasion" permettant de contrecarrer les objectifs du programme de balance des paiements des États-Unis. En outre, la méthode selon laquelle vous investissez vos avoirs en devises joue à notre avantage mutuel.

C'est aussi la raison pour laquelle dans la correspondance que nous avons échangée en mars dernier, nous avons affirmé de nouveau comme principe de base que le Canada n'aurait pas l'intention d'augmenter ses réserves de devises au moyen d'emprunts effectués aux États-Unis. La mise en oeuvre de ce principe n'exige pas que le niveau des réserves du Canada soit restreint à un chiffre particulier. Nous sommes parfaitement conscients du besoin de souplesse que le Canada ressent en ce qui concerne les niveaux de ses réserves afin de permettre à la politique monétaire de s'adapter aux besoins nouveaux de son économie nationale, aux facteurs saisonniers et autres influences de nature passagère. Cet énoncé des objectifs reconnaît que dans des circonstances rendant essentielle une amélioration de la situation des paiements des États-Unis à la consolidation du système monétaire mondial, il y a de l'intérêt même du Canada d'éviter de faire obstacle à la réalisation de cet objectif en effectuant aux États-Unis des emprunts qui ne sont pas nécessaires. Depuis quelque temps, les marchés financiers d'autres pays ont acquis un potentiel qui a attiré les emprunteurs d'un grand nombre de pays. Les autorités canadiennes ont tiré profit de ces marchés financiers en plein essor pour se procurer des fonds en quantité importante. Ces développements offrent maintenant au Canada un autre moyen d'augmenter ses réserves chaque fois que les autorités canadiennes croient la chose souhaitable. De plus, le Canada a apporté un ferme appui aux arrangements visant à de nouveaux droits de tirage spéciaux qui, une fois mis en vigueur, offriront une source permettant d'accroître de façon régulière et automatique les réserves internationales. Nos deux pays, de concert avec d'autres nations, appuient activement la ratification de cette nouvelle facilité du Fonds Monétaire International et la mise en oeuvre le plus tôt possible de ces avoirs de réserve.

Dans cette revue de nos relations, j'ai puisé largement dans les connaissances et l'expérience que nos gouvernements respectifs ont acquises dans les consultations étroites qui constituent une partie si importante de ces relations. Il est évident que ces entretiens se poursuivront pour nous permettre de nous faire connaître mutuellement et pleinement nos vues sur l'évolution financière actuelle.

Les arrangements financiers uniques auxquels nous sommes arrivés, exposés pour la première fois dans la déclaration conjointe du 21 juillet 1963 et mis au point aujourd'hui, apportent un appui à la position des paiements des deux pays et renforcent de ce fait le système monétaire international.

Veillez agréer, monsieur le Ministre, l'expression de mes meilleurs sentiments.

Henry H. Fowler

Réponse de M. Benson à M. Fowler

Monsieur le Secrétaire Fowler,

C'est avec empressement que j'ai pris connaissance de la revue des relations financières entre le Canada et les États-Unis que vous nous faites dans votre lettre en date d'aujourd'hui.

Comme vous le signalez, le Gouvernement canadien est vivement conscient de l'importance tant pour le Canada et le monde que pour les États-Unis eux-mêmes, de la fermeté du dollar des États-Unis et, comme moyen d'y arriver, d'une amélioration constante de la situation des États-Unis en ce qui concerne les paiements internationaux.

C'est dans cette intention que le Gouvernement du Canada a adopté des politiques de nature à empêcher que l'exemption du Canada du programme des États-Unis relatif à la balance des paiements ne compromette le succès de ce programme même. En particulier, nous avons pris des dispositions visant à prévenir que le Canada ne devienne un "moyen d'évasion" pour les capitaux en provenance des États-Unis. Nous avons également trouvé divers moyens appropriés pour soutenir la situation des paiements des États-Unis. C'est ainsi que le Gouvernement canadien a investi ses réserves en dollars des États-Unis (en excédent du fonds de roulement) dans des émissions spéciales non négociables du Trésor des États-Unis. Il s'est aussi adressé au marché européen des capitaux en plein essor pour obtenir des fonds pour reconstituer les réserves de devises du Canada. Au cours de la présente année, des sommes importantes sont venues grossir nos réserves en conséquence des emprunts tant du Gouvernement du Canada que des Canadiens eux-mêmes, effectués en dehors des États-Unis, et l'investissement de ces montants a apporté un appui à la position des paiements des États-Unis. Nous prévoyons que, comme vous le signalez dans votre lettre, la mise en oeuvre de l'appareil des droits de tirage spéciaux au Fonds Monétaire International fournira une source supplémentaire et bien réglementée de nouveaux actifs de réserve.

Moi-même j'ai trouvé fort utiles les consultations étroites qui constituent maintenant un aspect important des relations entre nos deux pays. J'espère qu'elles se continueront pour servir de moyen de nous tenir pleinement au courant de nos vues touchant les fluctuations financières courantes.

A la lumière de toutes ces considérations, je puis vous assurer de nouveau que la politique canadienne n'a pas pour objectif de réaliser des augmentations permanentes de nos réserves de devises grâce à des emprunts effectués aux États-Unis qui ne seraient pas nécessaires. Je partage pleinement l'opinion exprimée dans votre lettre, que la mise en oeuvre de ce principe n'exige pas que le niveau des réserves du Canada soit restreint à un chiffre particulier et que nous pouvons nous attendre à ce que nos réserves fluctuent de façon à adapter la politique monétaire aux besoins nouveaux de l'économie nationale, aux influences saisonnières et autres de nature passagère.

Veillez agréer, monsieur le Secrétaire, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

E. J. Benson,
Ministre des Finances

COMMUNIQUÉ DU MINISTRE DES FINANCES, LE 3 MAI 1968, POUR ANNONCER
LA MISE EN APPLICATION DE CERTAINES DIRECTIVES À L'INTENTION DES
BANQUES À CHARTE.

L'honorable E. J. Benson, ministre des Finances et président du Conseil du Trésor, annonce aujourd'hui qu'après les discussions entre la Banque du Canada et les banques à charte qui ont suivi l'échange de lettres du 7 mars 1968 entre le Secrétaire au Trésor des États-Unis et le ministre des Finances, les banques à charte effectuent maintenant leurs opérations en monnaies étrangères de façon à se conformer aux ententes conclues dans l'échange de lettres.

On se rappelle que le Canada a été exempté des mesures relatives à la balance des paiements des États-Unis ayant une incidence sur les mouvements de capitaux ressortissant au Département du Commerce et à la Federal Reserve Board, et que, dans sa lettre à M. Fowler, M. Sharp a déclaré que le Canada empêcherait que cette exemption n'ait pour résultat l'utilisation du Canada comme "porte de sortie" permettant de faire échec au but poursuivi par le programme relatif à la balance des paiements des États-Unis.

L'entente conclue avec les banques à charte se trouve dans les trois directives ci-jointes. Celles-ci stipulent de fait que les banques canadiennes ne serviront pas de voie de sortie à des fonds en provenance des États-Unis qui compromettent la balance des paiements des États-Unis sans améliorer la situation du Canada à l'extérieur. Les directives n'imposent aucune restriction à la sortie des États-Unis de fonds à destination du Canada par le canal des banques canadiennes.

Le ministre remercie les banques à charte de leur collaboration.

1. Le total des créances en monnaies étrangères d'une banque sur les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis ne devrait pas dépasser le niveau atteint à la fin de février 1968 à moins que l'augmentation ne s'accompagne d'une augmentation égale du total des engagements en monnaies étrangères envers les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis.
2. Si le total des engagements en monnaies étrangères d'une banque envers les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis subissait une baisse par rapport au niveau atteint à la fin de février 1968, la banque devrait effectuer une réduction égale du total de ses créances en monnaies étrangères sur les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis dans le plus bref délai permis par la liquidité de ces avoirs.
3. Chaque banque ne devrait permettre une augmentation de ses engagements en dollars É.-U. envers les résidents des États-Unis, à partir du niveau atteint à la fin de février 1968, que dans la mesure où cette augmentation serait pleinement contrebalancée par la somme de (1) l'augmentation à compter de cette date des créances en dollars É.-U. de la banque sur les résidents du Canada, (2) la réduction à compter de cette date des engagements en dollars É.-U. de la banque envers les résidents du Canada et (3) la diminution à compter de cette date de la position liquide de la banque en dollars É.-U.

COMMUNIQUÉ DU MINISTRE DES FINANCES, LE 24 JUILLET 1968, POUR ANNONCER
LA MISE EN APPLICATION DE CERTAINES DIRECTIVES À L'INTENTION DES
INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUTRES QUE LES BANQUES.

L'honorable E. J. Benson, ministre des Finances, a rappelé aujourd'hui que, le 7 mars 1968, lors d'un échange de lettres entre le secrétaire au Trésor des États-Unis et le ministre des Finances du Canada, le Canada a été dispensé de se conformer aux mesures prises à l'égard de la balance des paiements des États-Unis, lesquelles mesures portent sur les mouvements de capitaux et sont appliquées par le département du Commerce et le "Federal Reserve Board". Il a rappelé également que le Canada s'était engagé à faire en sorte que cette dispense n'ait pas pour résultat l'utilisation du Canada comme "moyen d'évasion" par lequel les objectifs des États-Unis en matière de balance des paiements se trouveraient contrecarrés.

M. Benson a fait remarquer que, le 3 mai 1968, les banques à charte avaient accepté une ligne de conduite conçue en vue d'empêcher que la somme des créances de chaque banque en monnaie étrangère sur les résidents de pays autres que les États-Unis et le Canada ne dépasse le niveau atteint à la fin de février 1968, sauf si l'augmentation s'accompagnait d'un accroissement équivalent de son passif en monnaie étrangère envers les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis.

M. Benson a demandé aujourd'hui qu'un principe analogue soit accepté par toutes les autres institutions financières faisant des affaires au Canada, y compris les sociétés de fiducie, les sociétés de prêts hypothécaires, les sociétés de financement des ventes, les fonds mutuels, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, les sociétés de placements, les courtiers en placements et les sociétés de petits prêts. Le ministre a demandé que chacune de ces institutions gère ses affaires de telle façon que l'ensemble de ses créances en monnaie étrangère sur les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis, sous forme de dépôts, de prêts et de placements de portefeuille en obligations et en actions, ne dépasse pas le niveau actuel, à moins que l'augmentation ne s'accompagne d'un accroissement égal de la somme de sa dette en monnaie étrangère envers les résidents de pays autres que le Canada et les États-Unis, ou bien découle des bénéfices nets réalisés par des succursales ou filiales sises à l'étranger.

Le ministre a dit que les fonctionnaires de son ministère se mettraient en rapport avec les institutions financières du Canada, directement ou par l'entremise de leurs associations, pour leur demander d'améliorer l'information dont il dispose sur leur actif et leur passif en matière de devises étrangères.

De plus, M. Benson a demandé à tous les investisseurs canadiens de continuer à se conformer aux instances qui ont été faites en mars 1966 par le ministre des Finances de l'époque, l'hon. Mitchell Sharp, auprès de tous les investisseurs canadiens, y compris les institutions financières, pour qu'ils s'abstiennent d'acquérir des valeurs exprimées en dollars canadiens ou américains qui sont émises par des sociétés des États-Unis ou par leurs filiales non canadiennes et qui sont soumises à l'impôt américain de péréquation des intérêts lorsqu'elles sont achetées par des résidents des États-Unis. N'étaient pas touchés par ladite demande les investissements effectués dans

des valeurs de ce genre par des institutions financières canadiennes de façon à couvrir leur passif en monnaie étrangère envers des créanciers ne résidant pas au Canada et aux États-Unis. Tous les intermédiaires financiers du Canada sont priés de ne pas faciliter des opérations qui seraient à l'encontre de cette ligne de conduite visant de telles valeurs "extra-territoriales".

Le ministre s'est déclaré confiant que les Canadiens contribueront à sauvegarder les intérêts du pays en se conformant à ces lignes directrices. Si certaines institutions financières estiment que le fait de gérer leurs affaires conformément à ces principes donne lieu à des difficultés particulières, elles sont invitées, a dit M. Benson, à en discuter avec les fonctionnaires du ministère des Finances. Le ministre serait disposé notamment à envisager la possibilité d'approuver des placements dans des pays autres que le Canada et les États-Unis qui seraient destinés à satisfaire aux exigences juridiques ou ordinaires concernant la couverture du passif en devises étrangères dans ces pays, s'il était impossible d'agir autrement.

COMMUNIQUÉ DU MINISTRE DU COMMERCE, LE 19 SEPTEMBRE 1968, POUR ANNONCER LA MISE EN APPLICATION DE CERTAINES DIRECTIVES À L'INTENTION DES SOCIÉTÉS CANADIENNES AUTRES QUE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES.

L'honorable Jean-Luc Pepin, ministre du Commerce, a annoncé aujourd'hui l'adoption d'un programme applicable aux sociétés constituées au Canada autres que les institutions financières, qui a pour but d'assurer que leurs placements à l'extérieur du Canada et des États-Unis seront compatibles avec l'accès non restreint du Canada au marché américain de capitaux.

Cette mesure fait suite aux dispositions énoncées dans la correspondance échangée entre le Secrétaire au Trésor des États-Unis et le ministre canadien des Finances en date du 7 mars 1968 et prévoyant que le Canada serait exempté des mesures américaines relatives à la balance des paiements qui doivent régler le flux de capitaux. Dans le cadre de cet arrangement, le Canada s'est engagé à prendre les mesures pour que l'exemption ne fasse pas en sorte qu'on se servirait de lui comme d'un "couloir" qui empêcherait le programme américain d'atteindre son but. Des principes directeurs en vue de mettre cet engagement à exécution en ce qui touche les opérations des banques à charte ont été annoncés par le ministre des Finances en mai et des principes directeurs à l'intention des autres institutions financières ont été annoncés en juillet.

Le Ministre a souligné qu'il importe que le mouvement des fonds d'investissement à destination des pays d'outre-mer n'augmente pas du fait que le commerce canadien a libre accès au marché américain des capitaux. A ce propos, le Ministre a noté que le montant investi chaque année outre-mer par les sociétés non financières du Canada était normalement modéré et qu'il serait bon de maintenir un volume normal d'investissements canadiens de cette nature. Le Gouvernement ne propose pas l'établissement de contingents pour chaque société non financière aux fins d'assurer que l'ensemble des fonds investis outre-mer par ces sociétés demeure modéré; il demande plutôt que ces sociétés s'en tiennent à certaines priorités telles qu'indiquées dans les principes directeurs ci-après:

En ce qui touche les investissements sur le continent de l'Europe occidentale, on demande aux entreprises canadiennes de ne pas se livrer à de nouveaux programmes d'investissement ou d'accroître autrement leur actif dans ces pays par tout moyen qui impliquerait des virements de capitaux ou d'autres genres de financement de la part du Canada ou des États-Unis sauf dans les cas où l'on a pris des engagements fermes ou lorsqu'on peut démontrer clairement qu'il y a lieu de croire que de tels investissements comporteront des bénéfices exceptionnellement importants et à brève échéance pour le commerce canadien et la situation des paiements, et qu'ils ne pourraient être financés convenablement outre-mer.

En ce qui touche les investissements dans les autres pays développés d'outre-mer, on demande aux sociétés de se restreindre face aux nouveaux programmes d'investissement qui comportent des transferts de capitaux ou d'autres formes de financement du Canada ou des États-Unis et d'accorder la priorité aux investissements qui contribueront d'importante façon à l'amélioration de la balance canadienne du commerce et des paiements.

La modération générale qui s'impose en ce qui a trait aux transferts de capitaux aux pays d'outre-mer ne doit pas empêcher les investissements opportuns dans les pays moins développés.

Rien dans ces principes directeurs ne doit restreindre le financement des exportations canadiennes.

Dans le cadre de ce programme, on demande aux sociétés constituées du Canada de fournir à tous les trois mois des renseignements sur les transferts internationaux de capitaux qui ont été exécutés et de fournir des renseignements sur les projets de transferts de capitaux aux pays d'outre-mer pour 1968 et 1969 dans les cas où l'on envisage des virements dépassant \$200,000 par an. Les prévisions soumises seront étudiées attentivement compte tenu de la nécessité de modérer l'ensemble des investissements canadiens outre-mer, à la lumière de l'exemption des restrictions américaines relatives à la balance des paiements. On surveillera particulièrement les programmes qui comportent l'emploi des fonds obtenus des États-Unis directement ou indirectement.

DÉCLARATION DE L'HONORABLE MITCHELL SHARP, MINISTRE DES FINANCES,
À LA CHAMBRE DES COMMUNES, LE 16 MARS 1966.

Le 2 février, au cours de la discussion à la Chambre des communes des principes directeurs de la balance des paiements des États-Unis, j'ai dit qu'il ne serait certes pas bon que ces principes directeurs aient pour effet de créer de nouvelles et fortes demandes sur les marchés de capitaux au Canada. J'ai dit aussi qu'au besoin nous prendrions toutes les mesures appropriées pour protéger les intérêts canadiens. Avant que nous rencontrions à Washington les secrétaires des États-Unis, il apparaissait clairement que les pressions sur nos marchés de capitaux s'accroissaient en conséquence indirecte des principes directeurs des États-Unis, et nous avons discuté cette question avec eux.

En vertu de ces principes directeurs, les compagnies américaines sont invitées à se procurer à l'étranger les fonds nécessaires à leurs opérations internationales. En réponse, des compagnies américaines bien connues et leurs filiales étrangères émettent des titres exprimés en dollars pour les vendre hors des États-Unis. Ces efforts des compagnies des États-Unis en vue de se procurer des fonds à l'étranger, dans la mesure où ils attirent des fonds en provenance du Canada, exercent des pressions anormales sur le marché canadien et peuvent forcer les emprunteurs canadiens à compter davantage sur le marché des capitaux des États-Unis.

La politique du gouvernement reste toujours d'encourager les Canadiens à investir leurs épargnes dans l'expansion canadienne. Nous entrons actuellement dans notre sixième année consécutive de croissance économique importante. Nos marchés de capitaux font l'objet d'une forte demande alors que l'industrie canadienne augmente sa capacité de production et améliore son rendement et que les gouvernements et les municipalités du Canada entreprennent de fournir les multiples services que requiert notre essor économique.

Afin de faire face à cette situation, j'adresse aujourd'hui, au nom du gouvernement, la demande suivante aux investisseurs canadiens.

Afin que l'épargne canadienne puisse être disponible pour répondre à la forte demande actuelle de capitaux au Canada, le gouvernement demande à tous les investisseurs canadiens, y compris les institutions financières telles que les banques, les compagnies d'assurance sur la vie, les sociétés de fiducie et de prêt, ainsi qu'à d'autres sociétés constituées en corporations, aux caisses de pension et aux particuliers, de ne pas se porter acquéreurs de titres, exprimés en dollars canadiens ou É.-U., qui sont émis par des sociétés des États-Unis ou par leurs filiales non canadiennes et qui sont assujettis à la taxe d'égalisation de l'intérêt des États-Unis, lorsqu'ils sont achetés par des résidents des États-Unis. La présente requête ne s'applique pas aux investissements effectués sur des titres de cette nature par des institutions financières et des caisses de pension canadiennes et destinés à acquitter des engagements en devises étrangères envers des non-résidents du Canada et des États-Unis.

Par le passé, les emprunteurs canadiens ont obtempéré aux instances du gouvernement qui les priaient dans l'intérêt national de s'abstenir provisoirement dans une certaine mesure d'emprunter à l'étranger. Je suis certain que les investisseurs canadiens répondront aux présentes instances, qui s'inspirent aussi de l'intérêt national, en apportant à leur tour leur pleine collaboration.

Depuis quelque temps, la Banque du Canada et le ministère des Finances, en répondant aux demandes de renseignements, ont dissuadé les emprunteurs étrangers d'émettre des titres au Canada. Je crois que nous devrions continuer à désapprouver des émissions de ce genre, vu que pareille utilisation de l'épargne canadienne risquerait d'aggraver les pressions qui s'exercent sur notre marché de capitaux et d'augmenter les emprunts effectués aux États-Unis par les Canadiens à la faveur de l'exemption de la taxe d'égalisation de l'intérêt. Je ne doute pas que nos institutions financières continueront à collaborer avec nous dans la mise en oeuvre de la présente ligne de conduite.

BANQUE DU CANADA — ÉTAT DES REVENUS ET DES DÉPENSES

(En milliers de dollars)

	<u>1968</u>	<u>1967</u>
Revenus		
Revenus des placements (y compris les dépôts).....	\$203,323	\$193,240
Tous autres revenus.....	179	204
	\$203,502	\$193,444
	\$203,502	\$193,444
Dépenses d'Exploitation		
Traitements ⁽¹⁾	\$ 6,257	\$ 5,658
Contributions aux caisses de retraite et d'assurance du personnel.....	542	501
Autres dépenses au titre du personnel ⁽²⁾	467	349
Honoraires des membres du conseil d'administration.....	30	28
Honoraires et dépenses des vérificateurs.....	85	83
Impôts (y compris impôts municipaux et taxes d'affaires)....	1,306	1,248
Gendarmerie royale et dispositifs de sécurité.....	225	175
Assurances.....	67	60
Production et expédition des billets de banque.....	4,887	5,591
Informatique et équipement connexe.....	344	257
Autre équipement et immeubles (montant net).....	706	371
Impression des publications.....	107	117
Autres travaux d'impression et papeterie.....	292	219
Postes et messageries.....	259	241
Téléphones et télégrammes.....	219	189
Voyages et déplacements.....	206	184
Intérêts versés sur les soldes non réclamés.....	68	59
Toutes autres dépenses.....	282	242
	\$ 16,349	\$ 15,572
	\$ 16,349	\$ 15,572
Amortissement des immeubles et de l'Équipement	998	848
Revenu net, versé au compte du Receveur Général du Canada	186,155	177,024
	\$203,502	\$193,444
	\$203,502	\$193,444

(1) Nombre d'employés, en moyenne: 1,045 en 1968 et 1,002 en 1967.

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

ACTIF

	<u>1968</u>	<u>1967</u>
Dépôts payables en devises étrangères		
Livres sterling et dollars des États-Unis d'Amérique.....	\$ 95,765,052	\$ 90,641,089
Autres devises.....	156,521	251,509
	95,921,573	90,892,598
Chèques sur autres banques.....	152,236,827	105,583,628
Avances — Banques à charte et banques d'épargne.....	5,000,000	3,000,000
Intérêts courus sur placements.....	50,940,327	46,473,690
Placements — à la valeur amortie		
Bons du Trésor du Canada.....	453,368,678	538,304,355
Autres titres émis ou garantis par le Canada échéant dans les trois ans.....	1,540,915,405	1,269,681,384
Autres titres émis ou garantis par le Canada n'échéant pas dans les trois ans.....	1,890,338,307	1,940,122,952
Obligations émises par la Banque d'Expansion Industrielle (Note).....	305,041,830	270,231,238
Titres émis par le Royaume-Uni et les États-Unis d'Amérique.....	10,752,213	10,710,303
	4,200,416,433	4,029,050,232
Banque d'Expansion Industrielle		
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (Note).....	49,000,000	45,000,000
Immeubles de la Banque		
Terrains, édifices et mobilier au prix coûtant, moins amortissement accumulé.....	22,150,087	17,348,143
Solde des recettes et des déboursés du Gouvernement du Canada, en cours de règlement.....	58,183,461	72,995,671
Autres actifs.....	1,716,238	1,280,080
	\$4,635,564,946	\$4,411,624,042

Note : Les états financiers vérifiés de la Banque d'Expansion Industrielle au 30 septembre 1968 ont été publiés le 9 décembre 1968.

Le gouverneur, L. RASMINSKY
Ottawa, le 28 janvier 1969

Le comptable en chef, A. J. NORTON

ÉTAT DE L'ACTIF ET DU PASSIF

AU 31 DÉCEMBRE 1968

(avec chiffres comparatifs au 31 décembre 1967)

	<u>1968</u>	<u>1967</u>
Capital versé	\$ 5,000,000	\$ 5,000,000
Fonds de réserve	25,000,000	25,000,000
Billets en circulation	3,229,211,295	2,978,939,617
Dépôts		
Gouvernement du Canada	47,447,900	42,171,527
Banques à charte	1,114,326,553	1,062,017,745
Autres dépôts	38,380,403	37,925,605
	<u>1,200,154,856</u>	<u>1,142,114,877</u>
Passif payable en devises étrangères		
Au Gouvernement du Canada	26,983,626	32,367,592
A d'autres	1,301,224	2,450,753
	<u>28,284,850</u>	<u>34,818,345</u>
Chèques de la Banque du Canada en cours de règlement ...	146,459,854	224,406,917
Autres éléments du passif	1,454,091	1,344,286
	<u>\$4,635,564,946</u>	<u>\$4,411,624,042</u>

Rapport des vérificateurs ■ Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1968. 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 1968.

JACQUES RENÉ DE COTRET, C.A.
de René de Cotret & Cie

T. C. KINNEAR, F.C.A.
de Price Waterhouse & Cie

Conseil d'Administration



- L. RASMINSKY, C.C., 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 (NOUVELLE-ÉCOSSE)
- E. G. BYRNE, C.R.* BATHURST (NOUVEAU-BRUNSWICK)
- S. E. GREEN CHARLOTTETOWN (ÎLE DU PRINCE-ÉDOUARD)
- S. KANEE WINNIPEG (MANITOBA)
- S. G. LAKE* BURGEO (TERRE-NEUVE)
- J. L. LEWTAS, C.R.* TORONTO (ONTARIO)
- W. A. MACKINTOSH, C.C. KINGSTON (ONTARIO)
Membre du comité de direction
- D. F. MATHESON YORKTON (SASKATCHEWAN)
- L. PATRICK, C.B.E. CALGARY (ALBERTA)
- JACQUES TASCHEREAU, N.P. QUÉBEC (QUÉBEC)
Membre du comité de direction
- A. WALTON VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)



MEMBRE D'OFFICE

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

* Nomination: février 1969.

Direction



L. RASMINSKY, C.C., 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 associé*
L. F. MUNDY, *Secrétaire*
R. F. HIRSCH, *Vérificateur* A. J. NORTON, *Chef de la comptabilité*

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*
I. G. L. FREETH, *Chef des services d'informatique*
E. L. JOHNSON, *Préposé au personnel* Mlle M. K. ROWLAND, *Préposée au personnel*
E. B. HODGE, *Chef du service des immeubles*
Section de la Monnaie: H. F. BUTLER, *Chef*
T. D. MACKAY, *Sous-chef*
Section de la Dette Publique: H. W. THOMPSON, *Chef*
A. ROUSSEAU, *Chef adjoint*

DÉPARTEMENT DES RECHERCHES

G. E. FREEMAN, *Chef*
G. R. POST, *Sous-chef* J. N. R. WILSON, *Sous-chef*
G. S. WATTS, *Conseiller en recherches* I. A. STEWART, *Conseiller en recherches*
W. A. MCKAY, *Chef adjoint* Mlle E. M. WHYTE, *Chef adjoint*
D. B. BAIN, *Adjoint administratif* T. I. NORTON, *Adjoint spécial*
J. E. H. CONDER, *Chargé de recherches* A. G. KEITH, *Chargé de recherches*
A. C. LAMB, *Chargé de recherches* P. L. MILES, *Chargé de recherches*
G. G. THIESSEN, *Chargé de recherches* C. E. STRIKE, *Chef graphiste*
Mlle H. COSTELLO, *Bibliothécaire*

DÉPARTEMENT DES VALEURS

D. J. R. HUMPHREYS, *Chef*
A. CLARK, *Sous-chef* J. M. ANDREWS, *Sous-chef*
A. W. NOBLE, *Conseiller en valeurs*
J. A. J. BUSSIÈRES, *Chef adjoint* D. G. M. BENNETT, *Chef adjoint*
R. C. PAGE, *Préposé aux valeurs* C. G. PERRY, *Préposé aux valeurs*
V. O'REGAN, *Préposé aux valeurs*
Bureau de Toronto *Bureau de Montréal*
J. T. BAXTER, *Chef* T. G. BOLAND, *Chef*
D. M. COCKFIELD, *Sous-chef* J. E. J. CLÉMENT, *Sous-chef*
J. KIERSTEAD, *Préposé aux valeurs*
F. FAURE—*Représentant à Vancouver*

DÉPARTEMENT DU CHANGE

ALAIN JUBINVILLE, *Chef*
P. WATT, *Sous-chef*
A. C. LORD, *Chef adjoint* A. F. PIPHER, *Cambiste-conseil*

Agences



HALIFAX G. R. BONNER, *Agent*

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

MONTRÉAL 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*

