

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1975

Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9



GRAHAM FORD TOWERS

M. Graham Towers, qui fut le premier Gouverneur de la Banque du Canada, est décédé le 4 décembre 1975. M. Towers remplit les fonctions de Gouverneur du 10 septembre 1934 au 31 décembre 1954. La photographie ci-dessus est une reproduction d'un portrait exposé à la Salle du Conseil d'administration de la Banque du Canada.

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 27 février 1976

L'honorable Donald S. Macdonald, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de
la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur
de vous remettre ci-joint mon rapport pour
l'année 1975 ainsi qu'un état des comptes de
la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre
dernier, signé et certifié de la façon prescrite
par nos statuts.

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

Le Gouverneur,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'A. B. Dawson', is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive.

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur - 1975

Observations d'ordre général	7
Les aspects pratiques du contrôle monétaire	15
L'évolution économique	21
La demande intérieure et la demande extérieure	23
La production et l'emploi	27
Les revenus, les coûts et les prix	27
L'évolution de la situation financière	31
Les agrégats monétaires et les taux d'intérêt	31
Les marchés du crédit et les institutions financières	35
Les opérations de la Banque du Canada	41
Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire	41
La gestion de la dette publique	44
Les opérations sur devises étrangères	46
Tableaux en annexe	47
États financiers	57
Conseil d'administration	61
Direction et cadres	62
Agences	63

Observations d'ordre général

Au Canada, comme dans la plupart des pays industrialisés, le ralentissement de l'activité économique survenu en 1974 a fait place en 1975 à une nouvelle période d'expansion. La reprise s'est manifestée à peu près en même temps dans les grands pays industrialisés, à partir du printemps au Canada et aux États-Unis, un peu plus tôt au Japon et un peu plus tardivement en Allemagne. Quelques pays, notamment le Royaume-Uni et l'Italie, n'ont pas jusqu'à présent profité vraiment de cette relance de l'activité, mais il paraît évident que l'économie mondiale est maintenant fermement engagée dans la voie d'une reprise conjoncturelle, après avoir connu la plus sévère et la plus longue récession de l'après-guerre. Au Canada, comparativement à d'autres pays, l'ampleur de cette récession a été relativement limitée. Le P.N.B. réel y a diminué pendant cette récession d'environ 1½%, contre plus de 6½% aux États-Unis et de 5¼% en Allemagne. Le Canada et le Japon ont été les seuls grands pays industrialisés dont la production globale de biens et de services serait retournée à la fin de 1975 au niveau élevé d'avant la récession.

L'atténuation de la poussée inflationniste dans le monde constitue une autre caractéristique importante de l'année 1975. Bien que le fléchissement des cours internationaux des matières premières ait été en général très limité, ce qui surprend si on tient compte de la gravité du ralentissement économique enregistré à l'échelle mondiale, les pressions exercées par le commerce international sur les prix intérieurs se sont considérablement adoucies au cours de l'année. Sur le plan des facteurs fondamentaux, les coûts et les prix intérieurs ont commencé à afficher une bien meilleure tenue dans un bon nombre de grands pays. Il en a été ainsi tout spécialement en Allemagne, au Japon et aux États-Unis, pays qui enregistraient à la fin de 1975 une hausse des prix de l'ordre de 5 à 7%, et

une progression des traitements et des salaires apparemment conforme à l'amélioration de la tenue des prix. Dans un certain nombre d'autres pays, dont le Canada, les progrès réalisés sur ces deux fronts ont été beaucoup moins encourageants. En fait, la hausse des traitements et des salaires s'est même accélérée au Canada au début de 1975 et, au fil des mois, l'augmentation rapide des coûts a amplifié l'écart entre la tendance des prix canadiens et celle des prix étrangers. Prenant conscience des dangers inhérents à cette situation le gouvernement a rendu public à la mi-octobre un programme de lutte contre l'inflation.

Un troisième aspect de l'évolution économique en 1975 consiste en la remarquable réduction des énormes déséquilibres provoqués dans la structure du commerce mondial en 1974 par le quadruplement des prix mondiaux du pétrole et par la flambée de la demande et du prix des denrées alimentaires et des matières premières. Pour l'ensemble des pays industrialisés, le déficit des paiements courants est passé de plus de 30 milliards de dollars É.-U. en 1974 à un montant estimé à environ 5 milliards de dollars É.-U. en 1975. En contrepartie de cette amélioration de la situation des pays industrialisés, on observe une réduction, d'ampleur comparable, des excédents considérables des pays de l'O.P.E.P., qu'on peut attribuer à une diminution de leurs expéditions de pétrole et à un fort accroissement de leurs importations. Cette évolution frappante vers un meilleur équilibre des paiements internationaux n'a malheureusement pas profité aux pays les moins favorisés, qui se sont trouvés aux prises avec la double infortune d'avoir à payer un prix élevé pour leurs importations de pétrole et d'autres produits, pendant que s'affaiblissaient leurs marchés d'exportation.

Le Canada n'a pas participé avec les autres pays industrialisés au mouvement général vers un meilleur équilibre des paiements extérieurs,

mais a au contraire enregistré une forte augmentation du déficit de sa balance des paiements courants. Notre pays a souffert des mêmes facteurs qui ont affecté les autres pays exportateurs de matières premières, tandis que la relative vigueur de la demande intérieure, comparativement à celle de nos principaux partenaires commerciaux, maintenait nos importations à un haut niveau. Outre ces influences cycliques, des phénomènes de caractère plus permanent, tels que la dépendance de plus en plus marquée à l'endroit du pétrole importé et l'augmentation des paiements effectués à l'étranger au titre du service de la dette, sont venus affaiblir le compte courant de la balance des paiements. Le déficit de nos paiements courants est ainsi passé entre 1974 et 1975 d'environ 1½ milliard de dollars à quelque 5 milliards, pendant que notre position concurrentielle sur les marchés internationaux continuait de se détériorer par suite de la hausse de nos coûts de production.

Il ressort de cet aperçu de la situation que depuis une trentaine de mois, l'économie canadienne a connu une évolution qui diffère de façon surprenante de celle des pays étrangers, des États-Unis en particulier. Les graphiques des pages 24 et 25 de ce Rapport illustrent bien les divergences qui existent entre le Canada et les États-Unis. Que ce soit sous le rapport de la croissance des revenus nominaux, de la production ou de l'emploi, la vigueur de l'économie canadienne n'a été égalée que dans très peu de pays. Naturellement, cette fermeté relative de la production et de l'emploi a été favorablement accueillie, mais aujourd'hui la note à payer se révèle élevée. Elle comporte une évolution nettement moins favorable des coûts et des prix intérieurs ainsi que de notre balance des paiements.

Parmi les facteurs qui ont contribué à cette évolution divergente de l'économie canadienne par rapport à celle des autres grands pays industrialisés, on peut citer le fait qu'entre la fin de 1972 et le milieu de 1974, la conjoncture

économique internationale a grandement favorisé notre pays tandis qu'elle se révélait très défavorable aux autres. Pendant cette période, la demande de denrées alimentaires et d'autres matières premières de base était très forte et les prix de ces marchandises ont monté beaucoup plus que ceux des produits manufacturés. Ce concours de circonstances contribua à accroître grandement les revenus des Canadiens et à intensifier le climat de très grande prospérité qui régnait dans le pays. Le fait que cette augmentation du revenu était au départ très inégalement répartie a eu pour conséquence de stimuler grandement la course entre les divers groupes de Canadiens qui voulaient tous leur part. Ainsi se trouvèrent renforcées les attentes de plus en plus optimistes des Canadiens quant au niveau de vie qu'ils pourraient atteindre. Le choc de la crise énergétique qui a éclaté dans le monde à la fin de 1973 n'a pas affecté de façon significative ces espérances des Canadiens, qui se croyaient à l'abri des conséquences d'une telle crise.

Depuis quelque temps, l'évolution des marchés internationaux est bien moins favorable au Canada, mais le changement a été progressif et n'a pas modifié d'autant les attentes de la population. La course aux augmentations démesurées des revenus nominaux a continué bien après la disparition des circonstances fortuites qui, au départ, semblaient lui donner quelque justification.

Même avec le recul, il n'est pas facile de voir maintenant comment on aurait pu empêcher l'augmentation importante mais temporaire des revenus canadiens imputable à la vague mondiale de prospérité de l'année 1973 de causer des distorsions économiques relativement importantes. Sans nul doute, une meilleure évaluation des risques d'inflation inhérents à cette situation et un peu plus de retenue sur le plan de la demande globale auraient été salutaires. Quoi qu'il en soit, le Canada doit maintenant s'atteler à la lourde tâche de remettre de l'ordre dans la structure de ses coûts et de ses prix ainsi que dans sa balance des paiements.

* * * *

La politique monétaire du Canada continue de reposer sur le principe fondamental que la masse monétaire doit augmenter à une allure susceptible de permettre à l'économie d'enregistrer un taux satisfaisant de croissance en termes réels conjugué à un certain ralentissement du rythme de hausse des prix.

Jusqu'à une date avancée de l'année 1974, l'activité économique au Canada étant en pleine expansion et sujette à d'intenses pressions de la dépense, la Banque du Canada s'était vue obligée de résister avec vigueur aux demandes de plus en plus pressantes d'argent et de crédit en provenance de l'économie. Il en était résulté une hausse persistante du loyer de l'argent à court terme, qui à son tour avait freiné le rythme trop rapide de l'expansion monétaire.

Vers la fin de l'été de 1974, cependant, il était devenu de plus en plus évident que les pressions de la demande tant d'argent et de crédit que de biens et de services commençaient enfin à s'estomper, à peu près de la même façon qu'elles l'avaient fait quelques mois plus tôt à l'étranger. Dans ce contexte, l'expansion monétaire demeurerait un sujet de préoccupation pour la Banque du Canada, mais le problème s'était modifié et il fallait cette fois s'efforcer d'empêcher que l'expansion monétaire n'accusât un ralentissement trop brusque ou trop prolongé. Pendant les derniers mois de 1974 et au début de 1975, le loyer de l'argent marqua un vif fléchissement au Canada en raison d'une modification rapide des attentes sur les marchés financiers et d'un affaiblissement général des pressions de la demande sur les marchés du crédit - fléchissement d'ailleurs facilité par les opérations de la banque centrale. Le ralentissement involontaire dont avait fait preuve l'expansion monétaire au cours de la seconde moitié de 1974 fit place à une nouvelle poussée d'expansion rapide dans les premiers mois de 1975.

Vers la fin du printemps de 1975, la vive reprise de l'expansion monétaire avait ramené le taux tendanciel de croissance (mesuré sur les deux

années précédentes) de la masse monétaire, définie comme l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue auprès des banques à charte, à un chiffre légèrement supérieur à 10% par an. Au cours de l'été, le taux d'expansion de la masse monétaire enregistra une forte accélération. La relance économique étant apparemment en bonne voie, la Banque en vint à estimer non seulement que la masse monétaire croissait à un rythme trop rapide, mais aussi que les problèmes inflationnistes fondamentaux du Canada prenaient rapidement des proportions critiques. Elle laissa donc monter le loyer de l'argent à court terme et, début septembre, releva le taux d'escompte de trois quarts de point, le portant ainsi à 9% - ce qui constitue, comparativement aux modifications effectuées dans le passé, une mesure inhabituelle de la part de la banque centrale au début d'un redressement économique.

Au mois de novembre, la Banque du Canada fit connaître son point de vue sur la rapidité avec laquelle il convenait, étant donné les circonstances, de laisser croître la masse monétaire au Canada. A son avis, le taux tendanciel annuel de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue ne devrait pas être de moins de 10%, sans pouvoir toutefois atteindre les 15%. La Banque a également indiqué qu'il faudrait abaisser graduellement cette fourchette au cours des prochaines années si l'on voulait avoir une politique monétaire compatible avec l'objectif d'une réduction progressive du taux d'inflation.

Durant une bonne partie du dernier trimestre de 1975 et au cours des premières semaines de 1976, les statistiques de la croissance de la masse monétaire au Canada ont été fortement gonflées en raison de la grève qui paralysa les services postaux dans tout le pays. En février, lorsque les relevés statistiques donnèrent de nouveau des renseignements vraiment significatifs, il apparut que le taux fondamental de croissance de l'agrégat monnaie hors banques et dépôts à vue mesuré à partir de son niveau moyen du second trimestre de 1975 demeurait trop élevé.

La nécessité de contrôler le rythme de l'expansion de la masse monétaire s'est traduite par le maintien des taux d'intérêt du marché monétaire à des niveaux bien plus élevés au Canada qu'aux États-Unis et, événement sans précédent, l'écart séparant les taux dans les deux pays est monté récemment aux alentours de 4 points. L'élargissement de cet écart survenu au cours des derniers mois est attribuable surtout à une chute des taux aux États-Unis. Dans le passé, la corrélation entre les mouvements du loyer de l'argent à court terme dans les deux pays était habituellement assez étroite, surtout parce que fondamentalement la conjoncture économique et financière y évoluait en général de façon assez semblable et que de nombreux liens existent entre les marchés financiers des deux pays. Ces derniers temps, cependant, le cours de l'économie canadienne a divergé de façon remarquable de celui de l'économie des États-Unis, ainsi qu'il a été mentionné précédemment. Les disparités sont enregistrées non seulement au niveau des tendances de la production, de l'emploi et des prix, mais aussi en matière de conjoncture monétaire et financière. Depuis quelque temps déjà, la demande de crédit a été relativement bien plus faible aux États-Unis que dans notre pays et la croissance de la masse monétaire chez nos voisins a été, non pas supérieure, mais inférieure aux objectifs fixés par les autorités monétaires. Dans ces circonstances, il ne faut pas s'étonner qu'il se révèle nécessaire que le loyer de l'argent à court terme au Canada soit plus élevé qu'il ne l'est habituellement par rapport aux taux pratiqués aux États-Unis, si l'on veut empêcher la masse monétaire d'accuser une expansion trop rapide. Néanmoins, on s'attendait fermement sur le marché, semble-t-il, à voir les taux d'intérêt canadiens à court terme tendre à s'ajuster aux taux américains et, de temps à autre, la Banque du Canada a été obligée de résister à cette tendance en durcissant tout particulièrement sa politique de réserves-encaisse.

* * * *

J'ai déjà fait allusion à certains aspects de la situation qui a mené à l'important programme anti-inflationniste annoncé par le gouvernement en octobre 1975. Il est indispensable, pour le bien-être à long terme de tous les Canadiens, que le pays parvienne à ralentir le rythme d'accroissement des coûts et des prix – non seulement pour des raisons de compétitivité sur le plan international, mais encore parce qu'il s'agit là d'une condition sine qua non de stabilité économique, sociale et politique. Cet objectif doit être atteint d'une façon ou d'une autre, il ne reste plus qu'à savoir comment.

Parfois, on propose en guise de solution à ce problème que la Banque du Canada réduise sur-le-champ et de façon brutale le rythme de croissance de la masse monétaire à un niveau compatible avec le taux de croissance réel et soutenable de l'économie. Une telle mesure, affirme-t-on, permettrait de juguler rapidement l'inflation.

Le problème que pose une telle ordonnance ne réside pas dans le remède lui-même, mais dans le fait que la dose serait si forte qu'elle ferait souffrir exagérément le patient en produisant ses effets. Une telle mesure provoquerait un ralentissement marqué de la demande de biens et de services tandis que se poursuivrait l'escalade des coûts de production déjà incorporée à la structure de l'économie; ce genre de politique se solderait presque certainement par un affaiblissement extrême des marchés, par la multiplication des faillites et par une escalade du chômage. Il faut se rendre compte que le taux d'augmentation annuel des revenus nominaux moyens au Canada, qui est compatible avec une stabilité des prix, ne peut être plus élevé que le taux tendanciel d'amélioration de la productivité nationale, qui s'établit généralement aux alentours de 2% l'an; nous sommes encore bien loin de cette situation. Toutes sortes d'arrangements, y compris presque tous les accords salariaux, reposent sur l'hypothèse de la persistance d'un certain taux d'inflation. Les tentatives visant à provoquer une stabilité des coûts et des

prix aussi rapide que celle recherchée par la présente ordonnance, auraient des effets trop perturbateurs sur les plans économique et social pour être considérées comme des solutions judicieuses et acceptables.

A mon avis, il est beaucoup plus sage de réduire le taux d'inflation de façon plus progressive et sur une plus longue période. Pour que tout programme de ce genre ait des chances de succès, il doit nécessairement s'appuyer fermement sur une politique de modération fiscale et monétaire, mais il faut également permettre au facteur temps d'agir sur les divers facteurs d'inflation qui sont maintenant enracinés dans notre économie.

Je suis également convaincu que dans la conjoncture actuelle au Canada, il est avantageux de renforcer la discipline financière par des mesures directes visant à freiner la hausse des prix et des revenus. Le programme de restriction des prix et revenus influence les prix principalement par le biais de ses incidences sur les divers éléments des coûts (y compris les bénéfiques), qui entrent en considération dans la détermination des prix. Bien qu'il soit nécessaire de limiter l'augmentation de tous les genres de revenus, on doit reconnaître que l'efficacité du programme anti-inflationniste dépendra dans une large mesure des résultats obtenus sur le plan de la modération des hausses des salaires et des traitements, et ce pour la raison indéniable que les salaires et les traitements sont de loin la plus importante composante des prix dans notre économie. Cette approche peut permettre d'obtenir l'ajustement indispensable à un coût moindre – en termes de chômage et de perte de production – et aussi au prix de moins d'injustice, que le recours exclusif aux politiques monétaire et fiscale. Aussi mérite-t-il la collaboration de tous les secteurs de la collectivité.

Je suis heureux que le gouvernement, en dévoilant son programme, ait reconnu que celui-ci ne sera couronné de succès que si l'on parvient à maintenir la croissance de la demande globale dans l'économie à un rythme

compatible avec une diminution progressive du taux d'accroissement des prix. Cette condition est indispensable non seulement pour que le programme produise l'effet recherché tant qu'il sera en vigueur, mais également pour éviter que l'inflation ne recommence aussitôt qu'il sera aboli. L'histoire des programmes de ce genre dans d'autres pays est semée d'échecs du fait que les mesures de restriction avaient été sapées à la base par des politiques fiscales et monétaires inappropriées.

J'estime que le rôle de la politique monétaire dans le contrôle de l'inflation consiste à modérer et à régulariser le rythme de l'expansion monétaire. Si le taux d'expansion monétaire doit être suffisant pour soutenir à long terme un taux satisfaisant de croissance réelle de l'économie, par contre un accroissement trop rapide de la quantité de monnaie peut éventuellement provoquer un fléchissement de la valeur de cette monnaie. Si on permet périodiquement une expansion monétaire excessive, la dévalorisation de la monnaie ira s'accroissant. C'est en fait ce qui se produit de par le monde depuis de nombreuses années. Il est grand temps de mettre un frein à ce processus destructeur et de se fixer un objectif bien précis consistant à renverser la tendance actuelle au cours des prochaines années, de façon progressive et constante.

Comme je l'ai déjà mentionné, dans le choix du pourcentage aux alentours duquel il faudrait s'efforcer de stabiliser à l'heure actuelle le taux de croissance de la masse monétaire, il faut tenir compte du taux élevé de l'inflation qui règne présentement au Canada, mais il va de soi que l'abaissement régulier du taux de croissance de la masse monétaire au cours des prochaines années devra constituer un des éléments-clés du programme visant à freiner l'inflation. J'aimerais aussi faire remarquer que la mise en œuvre d'une politique de stabilisation du taux de l'expansion monétaire exige qu'on permette aux taux d'intérêt et au taux de change de fluctuer à la hausse ou à la baisse autant que de besoin non seulement dans le cycle économique mais également sur de plus courtes périodes.

La régularisation du taux de croissance de la masse monétaire contribuera à combattre l'instabilité du taux d'expansion de la dépense globale. Si, à court terme, sous la pression de divers facteurs, la dépense nationale s'accroît plus rapidement que les avoirs monétaires, l'argent deviendra plus coûteux et plus difficile à emprunter de sorte que sociétés et particuliers seront incités à réduire leurs dépenses. De cette façon, les brèves poussées de croissance excessivement rapide de la dépense globale seront atténuées par la régularité du taux de l'expansion monétaire. Le contraire se produira si le niveau de la dépense nationale baisse temporairement mais que la quantité d'argent continue à s'accroître suivant sa tendance à long terme. L'argent deviendra relativement plus abondant, donc moins cher et plus facile à obtenir. Tôt ou tard ceci encouragera les sociétés et les particuliers à accroître leurs dépenses à nouveau. Ainsi, un taux stable d'expansion monétaire s'accompagnera de mouvements anti-cycliques des taux d'intérêt.

Depuis quelques années, les autorités monétaires d'un nombre croissant de pays sont portées à suivre une politique de ce genre, qui a comme principal avantage d'augmenter les perspectives d'une régularisation à long terme de la tendance de la production et des prix. Dans le passé, la majorité des banques centrales s'efforçaient de prévenir les variations indésirables de la dépense nationale qu'elles estimaient susceptibles de se produire dans l'immédiat par des interventions qui occasionnaient souvent de larges fluctuations du taux de l'expansion monétaire d'une période à l'autre. Bien que devant constituer un élément stabilisateur, cette approche a souvent eu un effet inverse sur la croissance à long terme des dépenses dans l'économie. Ce phénomène s'explique par la difficulté d'établir des prévisions économiques à court terme qui soient exactes, par la longueur et par l'inégalité des retards avec lesquels se font sentir les effets de la politique monétaire, ainsi que par la difficulté de déterminer le niveau

optimal du loyer de l'argent au cours de périodes marquées par des anticipations inflationnistes. Cette approche comporte une autre difficulté qui limite son utilisation à titre d'élément stabilisateur: toute accélération du taux de croissance monétaire doit être entièrement neutralisée en temps et lieu si l'on veut éviter toute accélération à long terme du taux tendanciel de l'expansion monétaire. Une accélération de l'expansion monétaire peut sembler offrir une solution attrayante à court terme, mais comporte un danger évident, particulièrement dans un climat déjà inflationniste, puisque si elle est forte et prolongée, elle renforcera les anticipations et le comportement inflationnistes. Une décélération sans effets nocifs à court terme sur l'activité économique sera difficile à réaliser.

L'approche actuelle de la politique monétaire ne signifie évidemment pas qu'on néglige les indicateurs autres que les agrégats monétaires, mais plutôt qu'on accorde bien plus d'importance qu'auparavant à la stabilisation du taux de l'expansion monétaire. Il sera traité plus loin dans ce Rapport de certains des aspects pratiques que comporte la mise en œuvre d'une telle politique.

Nombre de facteurs autres que la politique monétaire influent sur les taux d'intérêt et sur le cours du change. Parmi les plus importants figurent les besoins de trésorerie des divers paliers de gouvernement. Le montant total d'argent frais emprunté par les gouvernements au moyen de l'émission de titres (abstraction faite des titres placés auprès du Régime de pensions du Canada et du Régime de rentes du Québec) est monté d'un peu moins de 2 milliards de dollars en 1973, à 7 milliards en 1974 et à plus de 10 milliards en 1975. Ces chiffres comprennent les placements nets à l'étranger de titres provinciaux et municipaux, qui sont passés d'environ 1/2 milliard de dollars en 1973, à 1 1/2 milliard en 1974 et à 3 1/2 milliards en 1975. Au début de 1976, les provinces ont emprunté des montants exceptionnellement

élevés sur les places étrangères, ce qui a sans aucun doute contribué à la brusque hausse du cours du dollar canadien sur le marché des changes.

Une augmentation du volume des emprunts du secteur public peut être plus aisément digérée, et ceci sans causer de pression indue à la hausse sur les taux d'intérêt et sans expansion monétaire excessive, au cours des périodes caractérisées par un fléchissement de la dépense et du financement du secteur privé. En fait, une politique fiscale fondée sur un accroissement des besoins de trésorerie à une époque de faiblesse conjoncturelle de la demande du secteur privé peut apporter une contribution importante au soutien de l'activité économique.

A partir du moment où il y a une reprise des dépenses et des demandes de crédit du secteur privé, parallèlement à un redressement de l'activité économique, les emprunts gouvernementaux deviennent moins nécessaires et les marchés peuvent moins bien les absorber. Si toutefois le volume de ces emprunts demeure élevé, il peut devenir de plus en plus difficile de satisfaire l'ensemble des demandes de crédit du secteur privé et du secteur public dans le cadre d'une expansion monétaire modérée sans qu'apparaissent de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Selon le niveau des taux d'intérêt à l'étranger, il peut se produire un déplacement substantiel des emprunts des secteurs public et privé vers les marchés étrangers, déplacement qui peut provoquer à son tour une hausse des taux de change, même si le compte courant de la balance des paiements dégage un important solde déficitaire. Un tel enchaînement des événements pourrait à un certain moment porter préjudice à une saine expansion de l'économie canadienne. On est en droit d'attendre de la Banque du Canada qu'elle veille à ne pas laisser le taux d'expansion monétaire baisser à un tel point qu'il provoque une hausse excessive des taux d'intérêt ou du cours de change. Cependant, il ne faut pas non plus s'attendre à ce que la Banque tente de régler

ces difficultés en permettant une expansion excessive de la masse monétaire, car ce ne serait que remplacer le problème par celui d'une hausse des prix et des coûts intérieurs.

Il serait plus facile de s'épargner ce genre de problèmes si les gouvernements réussissaient à réduire leurs besoins de trésorerie à mesure que l'activité économique reprend dans le secteur privé.

* * * *

Les discussions sur la réforme du système monétaire international menées ces dernières années sous les auspices du Fonds Monétaire International ont abouti à un accord sur un bon nombre de points importants lors de la réunion du Comité intérimaire qui s'est tenue à la Jamaïque en janvier de cette année.

L'accord conclu repose sur un nouveau système de taux de change, qui prévoit, dans le cadre des Statuts du F.M.I., des taux fixes et des taux flottants. Ainsi, la pratique de laisser le taux de change flotter adoptée par le Canada depuis 1970 sera pour la première fois expressément acceptée par les Statuts du F.M.I.

Je pense qu'il y a lieu de se féliciter de l'accord réalisé sur le système de taux de change, parce que cet accord reconnaît en fait qu'une stabilité raisonnable des taux de change dépend beaucoup plus de la capacité des pays concernés à maintenir leur stabilité économique que du choix qu'ils sont appelés à faire entre un système de taux fixes et un système de taux flottants. Les deux types de politiques de change devraient être et, de fait, seront sujets à la surveillance du Fonds Monétaire International.

Un accord s'est fait également sur l'abolition du prix officiel de l'or et sur la suppression du statut privilégié dont jouissait ce métal dans les transactions internationales. A long terme, le rôle de l'or dans le système monétaire international dépendra largement, à mon avis, des progrès réalisés de par le monde dans la lutte contre l'inflation. Si l'on n'a pas confiance que les monnaies de réserve et les D.T.S. conserveront

leur valeur, beaucoup de pays continueront à considérer l'or comme un avoir qui vaut la peine d'être détenu.

Le F.M.I. retournera un sixième des avoirs en or qu'il détient aux pays membres et vendra un montant équivalent au profit des pays en voie de développement. Les profits réalisés sur les ventes d'or s'ajouteront aux contributions versées à titre volontaire par les états membres pour constituer un Fonds en fiducie destiné à accorder des prêts à des conditions de faveur aux pays à très faible revenu par habitant qui éprouvent des difficultés de balance des paiements.

L'accord s'est fait également sur la question de l'accroissement des ressources du F.M.I.; le total des quotes-parts des membres sera augmenté d'un tiers, pour s'établir à 39 milliards de D.T.S. Dans ce total, la part relative du capital détenue par l'ensemble des pays exportateurs de pétrole doublera, sans que ne diminue celle des autres pays en voie de développement. Tandis que la part des pays industrialisés sera réduite, la valeur absolue de leur quote-part augmentera. La quote-part du Canada passera de 1,100 millions à 1,357 millions de D.T.S. En attendant que soit effectué le relèvement des quotes-parts, les tranches de crédit auxquelles les pays membres ont accès seront augmentées de 45%. Le mécanisme pétrolier spécial utilisé ces deux dernières années cessera de fonctionner. Le F.M.I. a également décidé d'augmenter les facilités de crédit qu'il accorde dans le cadre du Mécanisme de financement compensatoire et d'assouplir les conditions d'octroi de ces prêts aux pays membres. En prenant ces différentes mesures et en créant le Fonds de fiducie, le F.M.I. s'est écarté encore davantage de son rôle initial, qui était d'apporter une aide temporaire aux pays ayant des problèmes de balance des paiements, pour offrir aux pays en voie de développement une assistance à plus long terme à des conditions très favorables.

Ces diverses décisions donneront lieu en cas de besoin à des amendements aux Statuts du F.M.I. qui seront soumis à l'acceptation des pays membres.

Les aspects pratiques du contrôle monétaire

La présente section traite de quelques difficultés pratiques rencontrées dans la mise en œuvre d'une politique visant à une croissance régulière de la masse monétaire au Canada.

La première de ces difficultés réside dans la nécessité de choisir entre tous les baromètres possibles de la «masse monétaire» celui qu'il convient d'utiliser comme indicateur.

Une des solutions consiste à retenir principalement une définition étroite de la masse monétaire qui ne tienne compte que des formes de monnaie utilisées directement comme moyens de paiement, c'est-à-dire la monnaie hors banques et les dépôts à vue. Une autre solution consisterait à utiliser une définition plus large qui comprendrait, outre les éléments précités, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme dans les banques; une formule encore plus large pourrait par exemple englober également les dépôts de même nature auprès de certaines institutions parabancaires. Aux États-Unis, le Conseil de la Réserve Fédérale s'efforce de définir ses objectifs de croissance monétaire non seulement en termes du taux d'augmentation de la monnaie et des dépôts à vue, mais également des taux correspondants de croissance d'un certain nombre d'agrégats monétaires comportant un nombre supplémentaire d'éléments. En Allemagne, en revanche, l'intérêt se porte surtout sur la base monétaire, c'est-à-dire sur l'ensemble du passif-monnaie de la banque centrale et de son passif-dépôts vis-à-vis des banques commerciales.

Il y a une certaine relation entre le taux de croissance de tous ces divers agrégats monétaires et, bien qu'ils soient tous influencés simultanément par le rythme auquel la banque centrale met des réserves-encaisse à la disposition du système bancaire pour répondre aux besoins de ce dernier, il est possible et, en fait, il arrive souvent que ces taux suivent des voies qui

s'écartent considérablement avec le temps. Le choix de l'agrégat monétaire à utiliser dans une économie donnée comme baromètre se ramène principalement à déterminer celui dont le comportement à la longue semble être le plus étroitement lié à la tendance de la dépense nationale et à l'évolution du loyer de l'argent à court terme. Ce choix n'a absolument rien à voir avec les diverses théories relatives aux mécanismes spécifiques par lesquels les impulsions monétaires influencent le comportement de la dépense dans l'économie.

Au Canada, le choix entre les concepts de masse monétaire au sens étroit et au sens large n'avait que peu d'importance jusqu'à la révision de 1967 de la Loi sur les banques. Depuis un certain nombre d'années, toutefois, les banques disposent d'une marge de manœuvre beaucoup plus grande que par le passé pour faire varier la rémunération offerte sur les dépôts d'épargne et sur les dépôts à terme; en même temps, le public s'est vu offrir un choix bien plus vaste d'instruments d'épargne rivaux, et ce non seulement par les banques à charte mais également par les établissements parabancaires, par les gouvernements sous forme d'obligations d'épargne et par le marché monétaire sous celle de papier. A la suite de ces changements du contexte institutionnel, il est devenu très difficile de trouver des agrégats monétaires au sens large du terme dont le comportement semble être étroitement lié à l'évolution de la dépense nationale brute (D.N.B.) ainsi qu'aux mouvements des taux d'intérêt à court terme qui sont les plus directement soumis à l'influence de la banque centrale. D'autre part, l'augmentation de la monnaie et des dépôts à vue – soit de la masse monétaire prise dans un sens étroit – a un rapport assez étroit dans le temps avec la croissance de l'indicateur de la dépense globale que constitue la D.N.B. à prix courants et avec l'évolution du loyer de l'argent à court terme.

Le graphique suivant retrace l'évolution à partir de 1962 du rapport Masse monétaire dans un sens étroit/D.N.B., et d'un rapport Masse monétaire dans un sens large/D.N.B.

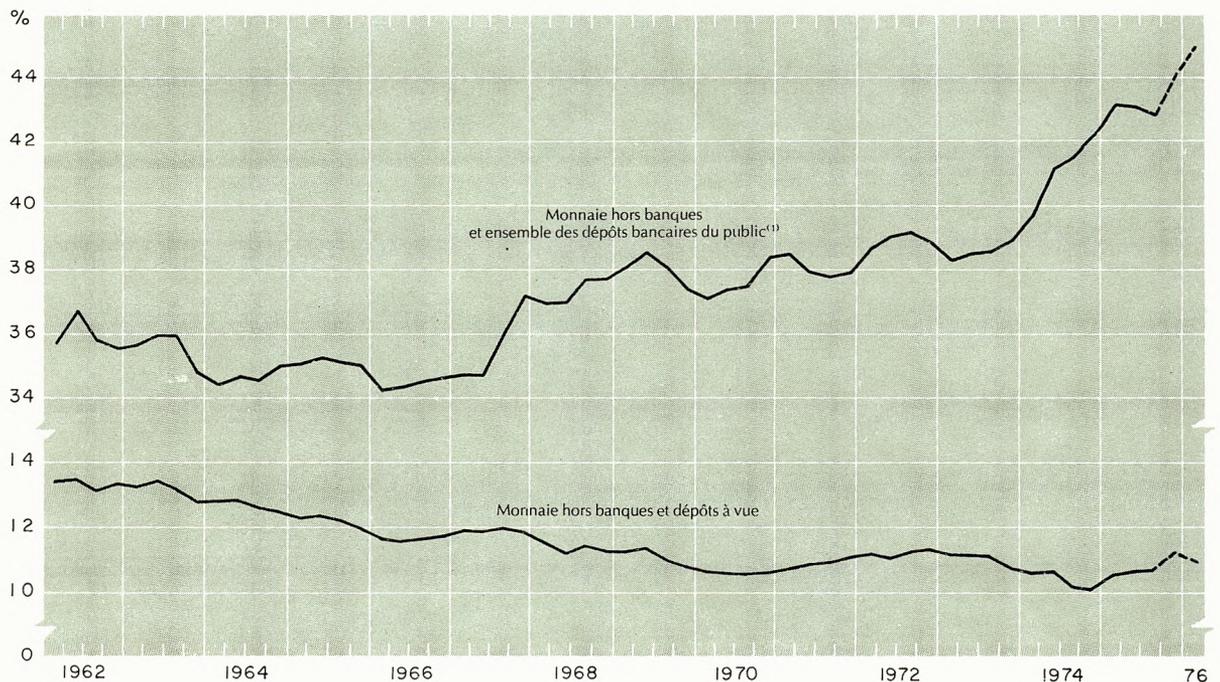
Depuis le début de la présente décennie, le rapport entre la croissance de la monnaie et des dépôts à vue (M1) et la croissance de la dépense nationale a généralement été au Canada, semble-t-il, de près de un à un, en ce sens que, toutes autres choses restant égales, le public a eu tendance à augmenter ses avoirs en numéraire et en dépôts à vue (M1) de près de 1% chaque fois que la D.N.B. à prix courants augmentait de 1%. Le rapport M1/D.N.B. s'est tenu en moyenne à près de 11% au cours de cette période et la tendance,

si tendance il y a, semble aller dans le sens d'une baisse très graduelle.

On notera que l'agrégat monnaie hors banques plus dépôts à vue donne au Canada – où certains types de comptes d'épargne rémunérés sont assortis du droit de tirage par chèque – une idée moins précise des avoirs monétaires détenus par le public pour fins de transactions, que ce n'est le cas aux États-Unis, où la presque totalité des dépôts assortis du droit de tirage par chèque sont des dépôts à vue. Voilà d'ailleurs une des principales raisons pour laquelle le taux tendanciel de croissance de M1 est sensiblement plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Si on ajoute aux données canadiennes ces dépôts d'épargne

Rapports Agrégats monétaires/Dépense nationale brute

Données désaisonnalisées, moyenne trimestrielle



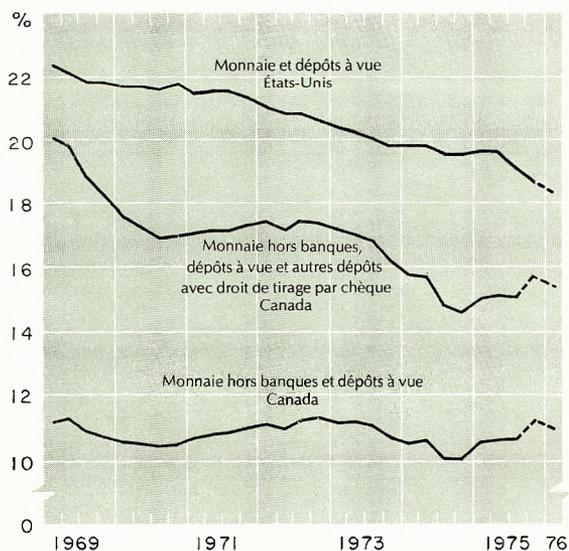
⁽¹⁾Non compris les dépôts du gouvernement canadien; y compris les dépôts en monnaies étrangères des résidents canadiens.

avec droit de tirage par chèque, qui atteignent des montants appréciables mais accusent une croissance relativement lente, on obtient une courbe beaucoup plus semblable à celle de M1 des États-Unis, et donc depuis quelques années un taux de croissance moins élevé que dans ce pays, comme on peut le voir sur le graphique suivant.

L'existence d'une relation moyenne plutôt stable sur longue période entre M1 et la D.N.B. au Canada ne signifie pas que leur taux de croissance respectif ne puisse pas diverger pendant un certain temps – à l'occasion de façon très marquée – sur des périodes pouvant aller jusqu'à un an ou deux. S'il en est ainsi, c'est parce que la croissance de M1 n'est pas seulement fonction de la croissance de la D.N.B. mais également des variations du niveau des taux d'intérêt à court terme.

Rapports Masse monétaire/D.N.B.: Canada et États-Unis

Données désaisonnalisées, moyenne trimestrielle



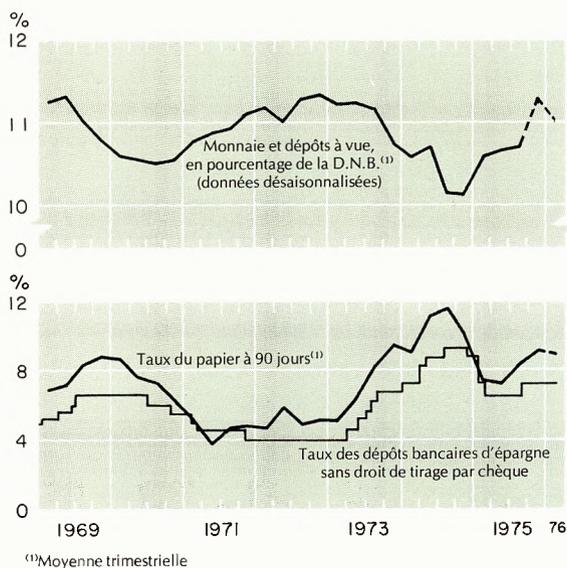
Toute hausse du loyer de l'argent à court terme rend plus onéreux pour le public le fait de garder de l'argent sous une forme non productive d'intérêt plutôt que de le placer dans des dépôts à terme ou dans d'autres instruments financiers assortis d'un intérêt. Il en résulte que toute hausse du loyer de l'argent à court terme entraîne un ajustement à la baisse du niveau moyen de M1 que la population est disposée à détenir pour chaque dollar de la D.N.B., tandis que toute baisse du loyer de l'argent produit l'effet contraire. Ces phénomènes pourraient également être définis comme des variations de la vitesse de circulation de la monnaie.

Ainsi, pendant les périodes de hausse des taux d'intérêt à court terme, le taux de croissance de M1 a eu tendance à amorcer un ralentissement par rapport à celui de la D.N.B., et avec le temps le rapport M1/D.N.B. a fléchi. Inversement, aux époques de baisse des taux d'intérêt à court terme, le taux de croissance de M1 en est arrivé à dépasser celui de la D.N.B. et le rapport M1/D.N.B. s'est redressé. Ce type de comportement apparaît clairement dans le graphique de la page 18.

L'existence de ces relations systématiques donne à la Banque du Canada la possibilité de déterminer le taux de croissance tendanciel de M1. Chaque Canadien est évidemment libre de fixer la proportion de ses avoirs financiers qu'il conservera sous forme de monnaie et de dépôts à vue, mais la Banque du Canada peut influencer indirectement sur ces décisions – et donc sur la tendance de M1 – du simple fait qu'elle peut, par sa gestion des réserves-encaisse, influencer le niveau des taux d'intérêt à court terme. Si le taux de croissance de M1 est trop élevé, la Banque peut appliquer une politique de réserves-encaisse plus restrictive et provoquer ainsi une hausse du taux d'intérêt à court terme, ce qui entravera la croissance de M1. Si, en revanche, la croissance de M1 est trop lente, la Banque peut assouplir son contrôle des réserves-encaisse et ainsi occasionner une baisse des taux d'intérêt à court terme, qui stimulera la croissance de M1.

De ce qui précède, il ressort donc que la

Rapport Monnaie hors banques et dépôts à vue/D.N.B. et évolution de quelques taux d'intérêt à court terme



Banque du Canada ne peut, dans un contexte donné, poursuivre des objectifs à court terme en matière de masse monétaire et de loyer de l'argent à court terme qui soient indépendants les uns des autres. Toute prise de position sur l'expansion de la masse monétaire en implique une autre sur celle des taux d'intérêt et vice versa. C'est pourquoi le fait d'avoir un objectif en matière de croissance de la masse monétaire donne une indication sur l'évolution approximative que devraient avoir les taux d'intérêt à court terme d'une période à l'autre.

Des considérations contradictoires interviennent dans le choix du chiffre, ou des chiffres, aux alentours duquel il faudrait essayer de stabiliser le taux tendanciel de croissance de M1 sur longue période. En période de stabilité des prix, un taux annuel de croissance de M1 de 5% ou moins serait probablement suffisant pour per-

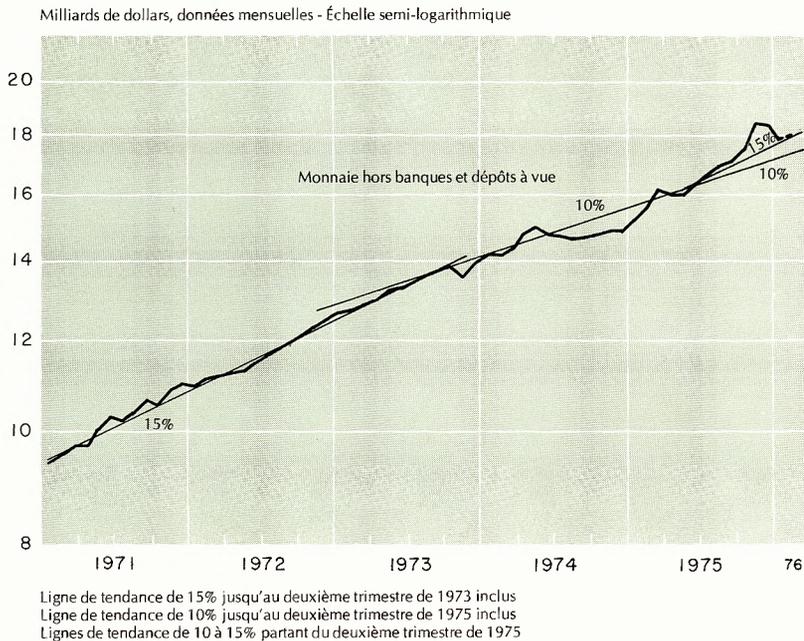
mettre à l'économie canadienne de continuer de croître, en termes réels, à un rythme proche de son rythme tendanciel à long terme, mais serait certainement beaucoup trop bas dans le contexte actuel qui est caractérisé par une forte dose d'inflation «incorporée». Par contre, il est probable qu'un taux annuel de croissance de M1 de 15% ou plus permettrait purement et simplement à l'inflation de continuer au rythme atteint récemment. Lorsque la Banque du Canada a choisi l'an dernier comme objectif provisoire de maintenir le taux de croissance de M1 en deçà de 15% mais non pas en deçà de 10% par an, elle a tenu compte de toutes ces considérations. Comme il a déjà été mentionné dans ce Rapport, il faudra abaisser ces limites après un certain temps pour obtenir un taux d'expansion monétaire compatible avec une diminution graduelle du taux de l'inflation. Le graphique ci-après retrace l'évolution récente de la croissance de M1 par rapport à l'objectif actuellement visé en la matière et par rapport à sa tendance au cours des dernières années.

La tendance fondamentale de l'agrégat M1, telle qu'elle est déterminée par ses éléments de base, est souvent plus ou moins masquée, particulièrement sur de brèves périodes (quelques semaines ou même quelques mois), par les répercussions de divers facteurs fortuits de courte durée. Dans certains cas, la cause de ces perturbations de courte durée est assez évidente, comme par exemple l'interruption des services postaux au printemps de 1974 et de nouveau dans les derniers mois de 1975.

De l'avis de la Banque, il ne serait pas logique de s'efforcer de supprimer les variations mensuelles de M1 résultant essentiellement de perturbations passagères de ce genre par des interventions qui occasionneraient de violentes fluctuations temporaires du loyer de l'argent. La Banque voit les choses à plus long terme et surveille la tendance fondamentale de la croissance de M1 sur des périodes de plusieurs mois plutôt que de plusieurs semaines, comparant celle-ci avec le profil de croissance que,

Croissance de la masse monétaire (M1) depuis 1971

Données désaisonnalisées



dans son optique, l'agrégat M1 devrait suivre pendant un certain temps. Ce point de vue implique notamment que de sensibles variations du taux de croissance de M1, soit en deçà, soit en delà de la fourchette visée, peuvent persister pendant un certain temps avant que de fortes mesures correctives ne soient prises. Pour autant qu'on ne laisse pas ces déviations s'accumuler sur de longues périodes, toutefois, leur incidence sur le comportement de la dépense ne risque d'avoir, selon toute vraisemblance, qu'une portée marginale.

Il convient de rappeler que l'évolution de M1 ne sera une source de renseignements utiles pour l'élaboration de la politique qu'aussi longtemps que le comportement du public, en ce qui concerne la proportion de chaque dollar de

revenu conservé pour fins de transactions, continuera d'évoluer d'une manière qui peut être prévue avec un degré de précision raisonnable. Il est possible qu'à la longue le public change d'habitudes en la matière, peut-être en réaction à l'introduction de nouvelles techniques de paiement ou de modifications profondes des différents types d'instruments financiers offerts par les institutions de dépôt et autres établissements concurrents. La Banque du Canada est consciente qu'il lui faut surveiller de près les développements de ce genre et leur incidence sur le comportement de la population.

L'évolution économique

Au cours des premiers mois de 1975, l'activité économique au Canada a continué de faire montre de la faiblesse qui l'avait caractérisée durant la plus grande partie de 1974 mais, à partir du printemps, elle a commencé à marquer une progression graduelle. Au moment de la rédaction de ce Rapport, on ne dispose pas encore des estimations officielles des comptes nationaux pour le quatrième trimestre. Toutefois, les renseignements disponibles donnent à penser que la production de l'année 1975 est restée, en volume, pratiquement la même que l'année précédente, et qu'elle avait de nouveau à peu près rejoint, à la fin de 1975, le sommet atteint au début de 1974.

Comparée aux phases initiales d'expansion qui ont suivi les périodes antérieures de ralentissement économique, la reprise a été modérée jusqu'ici. Elle a surtout été entravée par la lenteur du regain des exportations relativement aux périodes précédentes de relance conjoncturelle. Si aux États-Unis la demande et la production ont accusé une reprise vigoureuse au second semestre de 1975, la majorité de nos grands partenaires commerciaux d'outre-mer ont, eux, enregistré une amélioration conjoncturelle plus tardive ou moins rapide. En plus d'avoir été ainsi affecté par l'influence de la demande extérieure, le redressement du volume des exportations a été limité par des facteurs intérieurs, tels que l'amenuisement progressif et délibéré des ventes de pétrole à l'étranger et la limitation des expéditions causée par les arrêts de travail, en particulier dans l'industrie forestière. De fait, le nombre record de journées perdues en 1975 en raison de conflits de travail a, semble-t-il, freiné de façon assez généralisée le rythme de la relance économique. Contrastant avec la léthargie des exportations, la demande

intérieure finale de biens et de services a constitué un soutien important pour l'économie tout au long de l'année 1975. Au fil des mois, l'accroissement de la demande intérieure finale à prix constants a progressivement donné lieu à une augmentation de la production, à mesure que se réduisait l'effet négatif du déstockage – effet qui avait été particulièrement prononcé durant les premiers mois de l'année. Escomptant que la demande extérieure continuera de se raffermir en 1976, et sachant qu'à la fin de 1975 les entreprises canadiennes avaient écoulé la majeure partie des stocks considérés comme excédentaires compte tenu du niveau des ventes, on peut croire que la demande extérieure et la formation des stocks soutiendront dorénavant l'activité économique, alors qu'elles avaient exercé sur celle-ci une forte influence retardatrice durant la plus grande partie de 1975.

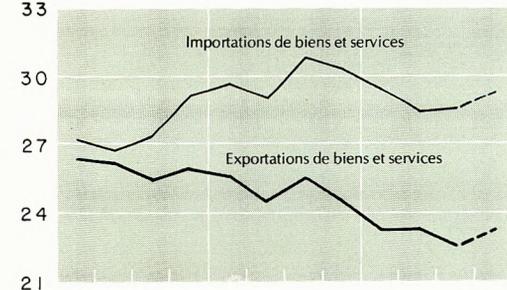
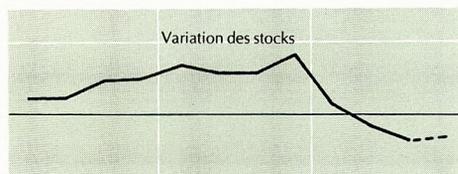
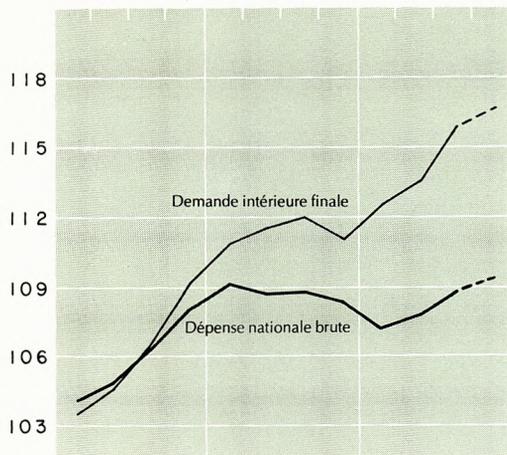
L'indice de déflation de la dépense nationale brute qui est l'indicateur le plus global du prix de la production canadienne, a accusé une hausse légèrement moins rapide en 1975 que l'année précédente, mais toujours apparemment de l'ordre de 10%. Cette diminution du rythme global de l'inflation doit être attribuée presque entièrement à un fort ralentissement des prix extérieurs plutôt qu'à une amélioration de la tenue des coûts intérieurs. L'augmentation des prix à l'importation a nettement ralenti, passant de plus de 25% en 1974 à bien moins de 10% en 1975, et ce ralentissement a contribué plus que tout autre facteur à la réduction du taux d'accroissement des prix à la consommation. Néanmoins, par suite de la pression à la hausse des coûts intérieurs, le renchérissement des prix payés par les consommateurs canadiens a quand même atteint près de 10% en un an.

Principaux indicateurs économiques

Données désaisonnalisées

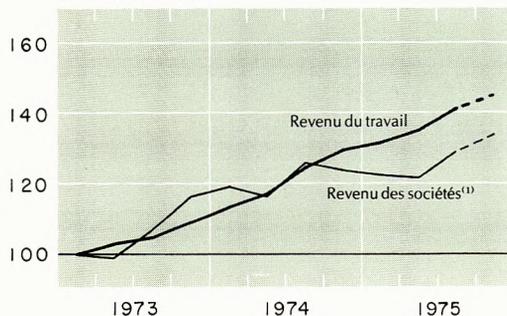
Demande intérieure et extérieure

Milliards de dollars, dollars de 1971



Revenu global

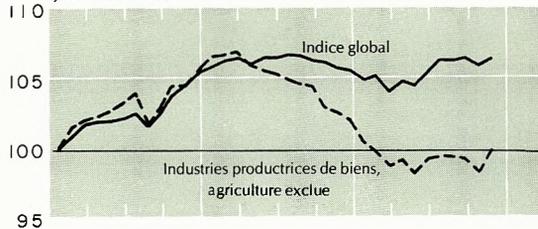
1^{er} trim. 1973 = 100



⁽¹⁾ Bénéfices, provisions pour amortissement du capital et ajustement de réévaluation des stocks.

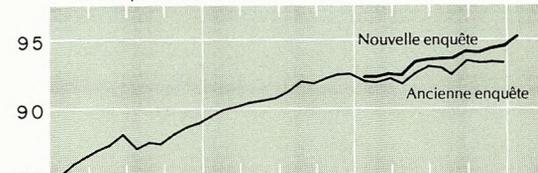
Produit intérieur réel

Janv. 1973 = 100



Emploi

Millions de personnes

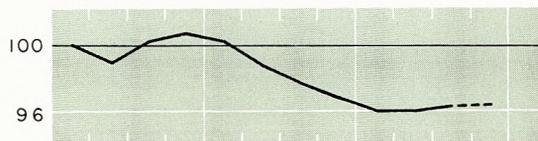


Taux de chômage



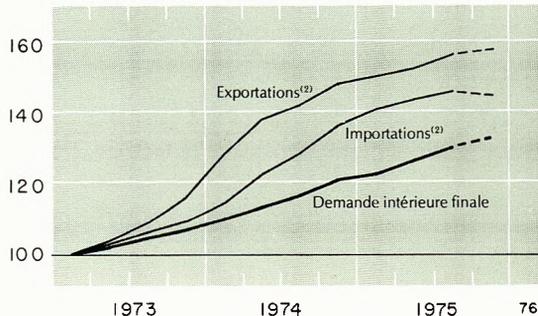
Production par travailleur

1^{er} trim. 1973 = 100



Indices de déflation des prix

1^{er} trim. 1973 = 100



⁽²⁾ Biens et services

L'évolution de l'économie canadienne a, dans le passé, présenté avec celle des États-Unis de très grandes ressemblances qui s'expliquent par les liens économiques étroits unissant les deux pays de l'Amérique du Nord. Comme il a déjà été mentionné dans ce Rapport, au cours des deux dernières années, toutefois, l'évolution économique du Canada a été fort différente de celle de son voisin, tant en ce qui concerne le rythme de l'activité économique que la tenue des coûts et des prix. On trouvera un grand nombre d'exemples à l'appui de cette affirmation dans les graphiques des pages 24 et 25.

L'amplitude de la contraction cyclique et de l'expansion qui l'a suivie a été bien plus considérable aux États-Unis qu'au Canada. Du sommet atteint vers la fin de 1973 au creux établi au premier trimestre de 1975, le P.N.B. réel a chuté aux États-Unis de plus de 6½%. Au Canada, la production a commencé à régresser quelque trois mois plus tard qu'aux États-Unis et a également atteint son creux au début de 1975, mais la baisse globale n'a été que d'environ 1½%. Ce qui a surtout différencié le comportement économique des deux pays a été l'ampleur du soutien apporté par la demande intérieure finale au Canada. Dans notre pays, en effet, le volume de la dépense intérieure finale en biens et en services a continué de progresser, tandis qu'aux États-Unis il déclinait de plus de 4%. Par conséquent, la production et l'emploi se sont bien mieux maintenus au Canada, encore que la différence dans la conjoncture de la demande entre les deux pays ait également puissamment contribué à la sensible aggravation du déficit de la balance courante du Canada.

Déjà en 1974, les prix et les coûts intérieurs avaient moins subi de pressions à la hausse aux États-Unis qu'au Canada, particulièrement au chapitre des salaires. En effet, cette année-là, la progression des salaires moyens nominaux avait été à peu près deux fois moins rapide aux États-Unis que dans notre pays. Toutefois, l'incidence de cet écart sur les prix intérieurs avait alors été largement masquée par l'ampleur

plus grande aux États-Unis de la régression cyclique de la productivité de la main-d'œuvre et par les répercussions extrêmement fortes sur les prix, dans les deux pays, du boom international des matières premières et du renchérissement brutal du pétrole. En 1975, l'inflation s'est considérablement atténuée au niveau international et la production par travailleur s'est redressée davantage aux États-Unis qu'au Canada. Dans ce contexte, l'écart persistant observé entre la tendance fondamentale des coûts intérieurs dans les deux pays s'est traduit de plus en plus, à mesure que l'année progressait, par une évolution divergente des taux d'accroissement des prix.

La demande intérieure et la demande extérieure

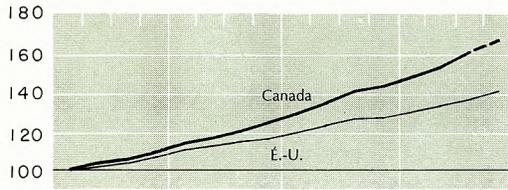
Par suite de la faiblesse de la demande à l'exportation et de la brusque vague d'ajustement des stocks, la dépense nationale brute à prix courants n'a progressé qu'à un taux annuel d'environ 7% au premier semestre de 1975; pendant le restant de l'année, par contre, elle a avancé presque deux fois plus rapidement. Au cours de cette dernière période, la demande à l'exportation s'est quelque peu améliorée et, si les stocks des entreprises ont continué de baisser, ils l'ont fait à un rythme relativement stable. La dépense intérieure finale en biens et en services s'est également accélérée, passant d'un taux annuel d'environ 12% au premier semestre de 1975 à une cadence supérieure à 15% au second.

Une reprise comparable, bien que plus modérée, a aussi caractérisé, pendant la seconde partie de l'année, la demande intérieure finale à prix constants. L'accélération enregistrée tient en partie à la vigueur de la dépense des ménages, en particulier à une flambée des achats de biens durables, notamment de véhicules automobiles et d'appareils ménagers. Les achats de voitures de tourisme ont atteint un chiffre record de près d'un million d'unités au Canada en 1975, en dépit d'une faiblesse initiale

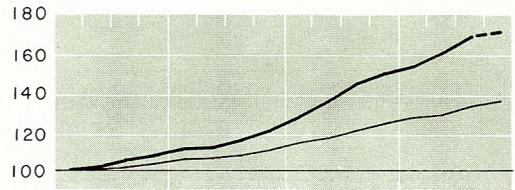
Demande nominale au Canada et aux États-Unis

Données désaisonnalisées, 1^{er} trim. 1972 = 100, sauf indication contraire

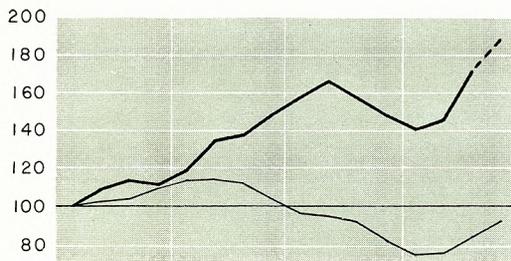
Consommation des ménages



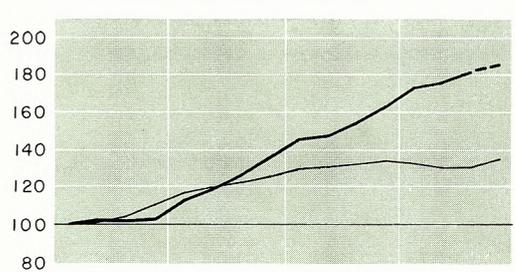
Dépenses publiques en biens et services



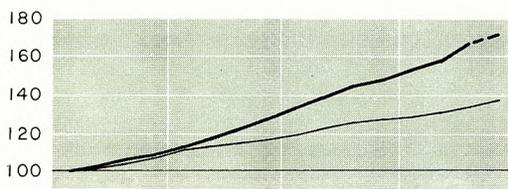
Construction de logements



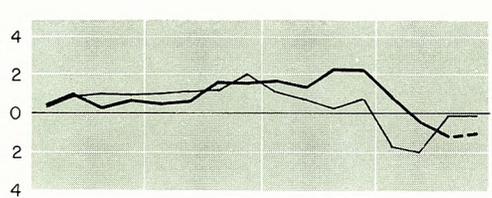
Investissements fixes des entreprises



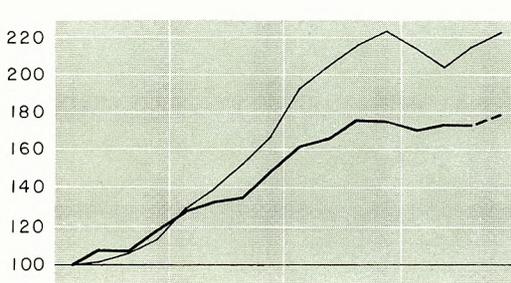
Demande intérieure finale



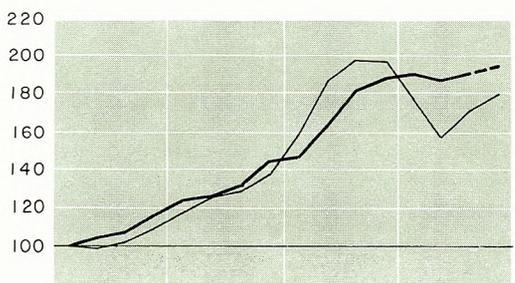
Variation des stocks, en % de la D.N.B.



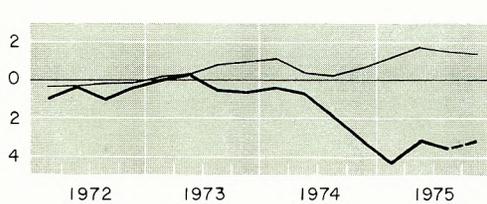
Exportations de biens et services



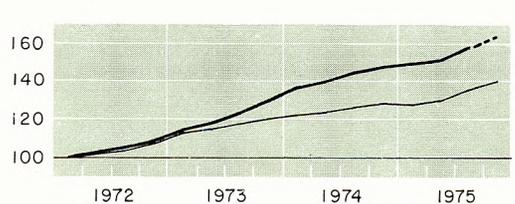
Importations de biens et services



Balance des biens et services, en % de la D.N.B.



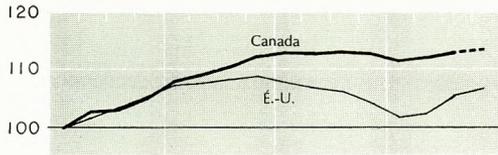
Dépense nationale brute



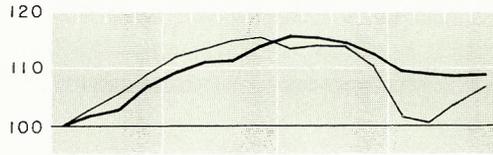
Quelques indicateurs de l'évolution économique au Canada et aux États-Unis

Données désaisonnalisées, 1^{er} trim. 1972 = 100, sauf indication contraire

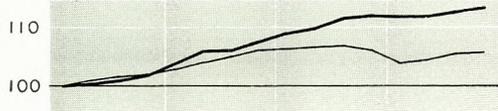
D.N.B. à prix constants



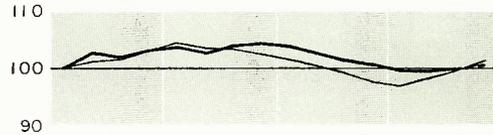
Production industrielle



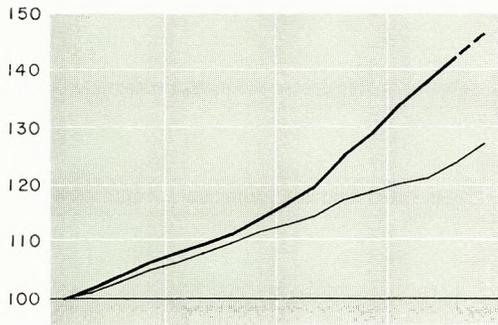
Emploi



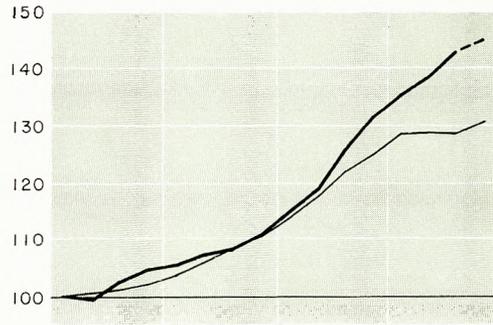
Production par travailleur



Moyenne des gains hebdomadaires

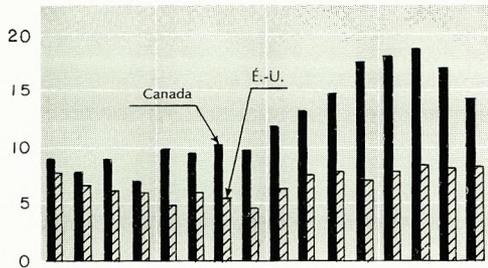


Coûts unitaires de main-d'œuvre



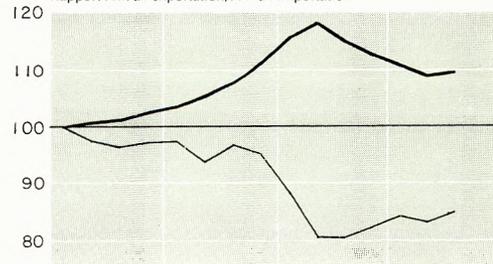
Accords salariaux⁽¹⁾

Taux moyen d'augmentation annuelle sur la durée des contrats

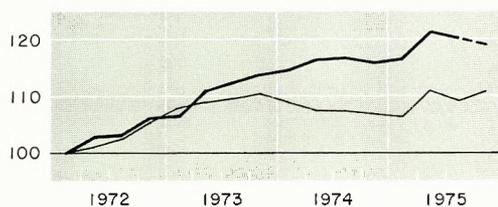


Termes de l'échange des matières premières⁽¹⁾

Rapport Prix à l'exportation/Prix à l'importation

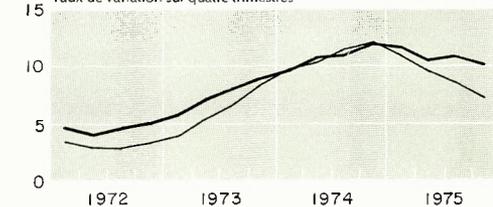


Revenu disponible réel des ménages



Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur quatre trimestres



⁽¹⁾ Données non désaisonnalisées

de la demande à la sortie des modèles de l'année. Il est certain que la forte progression des ventes de voitures constatée pendant les derniers mois de 1974 tient aux nombreux achats effectués en Ontario en prévision de la réinstauration de la taxe de vente de 7%, qui avait été provisoirement supprimée quelques mois plus tôt. Par ailleurs, après la forte remontée des mises en chantier enregistrée au début de 1975, la construction de logements, qui avait accusé pendant la plus grande partie de 1974 et jusqu'au début de 1975 un net fléchissement, a marqué une très vive reprise au second semestre. Le nombre de mises en chantier d'habitations a été très semblable en 1974 et en 1975, 220,000 et 230,000 respectivement, et très proche des objectifs officiels. Au second semestre de 1975, les mises en chantier se faisaient même à un taux annuel proche de 300,000 unités.

Traduisant l'atonie des bénéficiaires et la faiblesse générale des taux d'utilisation, les investissements fixes à prix constants des entreprises n'ont enregistré qu'une croissance modérée en 1975 et, contrairement à la consommation des ménages et à la construction de logements, semblent avoir faibli au fil des mois. Le montant global des dépenses d'investissement est resté élevé en raison de la vigueur manifestée par les immobilisations effectuées dans le secteur de la production d'énergie. Toutefois, la formation de capital fixe a sensiblement reculé dans les autres secteurs.

Les décisions financières prises en 1975 tant au niveau du gouvernement fédéral qu'à celui des provinces et des municipalités se sont révélées fortement expansionnistes. Les dépenses en biens et en services, soit la portion des dépenses publiques qui est intégrée directement à la dépense nationale brute, semblent avoir augmenté moins rapidement qu'en 1974. Toutefois, à la faveur d'un nouvel accroissement important des paiements de transfert aux particuliers et de quelques allègements fiscaux consentis aux niveaux fédéral et provincial, il appert que

l'évolution budgétaire a dans l'ensemble favorisé la croissance des revenus et de la demande intérieure. Comme les recettes fiscales ont également pâti du manque général de dynamisme de l'activité économique, il s'en est suivi un déficit sans précédent à tous les niveaux de gouvernement, d'où une augmentation appréciable de leurs besoins de financement. En termes de comptabilité nationale, la situation du secteur public est passée d'un excédent d'environ 2 milliards de dollars en 1974 à un déficit de quelque 4 milliards en 1975.

La faiblesse des exportations, nonobstant le ralentissement de la croissance des importations provoqué par l'apathie dont a fait preuve durant une grande partie de l'année la demande globale, a provoqué une dégradation considérable du déficit de la balance des paiements courants par rapport à 1974. Ce déficit, qui avait alors légèrement dépassé 1½ milliard de dollars, s'est très fortement accentué tout au cours de l'année pour atteindre un taux annuel de 4 milliards pendant le dernier trimestre; durant toute l'année 1975, il s'est maintenu à environ 5 milliards de dollars en taux annuel. Cette aggravation du déficit des paiements courants est attribuable à la diminution de 2¼ milliards de dollars du solde de la balance commerciale – excédentaire en 1974 mais devenu déficitaire en 1975 – et à l'augmentation de 1 milliard de dollars du déficit au titre des services. Comme la demande est restée plus soutenue au Canada que chez nos principaux partenaires commerciaux, ce sont des facteurs d'ordre conjoncturel qui ont joué un rôle important dans cet affaiblissement de notre situation de paiements. L'évolution défavorable du poste produits énergétiques de notre balance commerciale y a aussi beaucoup contribué. L'excédent de notre balance des échanges de pétrole brut a fait place à un déficit et cette évolution n'a été que partiellement compensée par la hausse des prix à l'exportation du gaz naturel. L'accroissement du déficit au titre des services tient à un alourdissement sensible du

déficit dégagé par le poste voyages et à un accroissement continu des paiements effectués au titre du service de la dette.

La production et l'emploi

Après avoir touché un creux au printemps, la production totale, mesurée par le produit intérieur réel, s'était accrue à la fin de 1975 de quelque 2½%. La reprise a cependant été très inégale tant au point de vue régional que sectoriel. Par exemple, la mauvaise conjoncture relevée dans les industries de la forêt et de la pêche a gravement restreint l'activité économique dans la région atlantique et en Colombie-Britannique. En revanche, la progression des revenus tirés de la production des céréales et des combustibles minéraux a provoqué un essor économique dans les provinces des Prairies. D'un point de vue sectoriel, un fait marquant de cette reprise a été l'apathie dont a fait preuve la production de biens au cours de la période de reprise alors que les industries de service ont continué de croître. A la fin de l'année la production des biens autres que les produits agricoles, agrégat de loin plus sensible à la conjoncture que l'activité du secteur des services, était encore de 7% inférieure au niveau atteint au printemps 1974. La faiblesse de la demande, spécialement en ce qui concerne les produits d'exportation, a manifestement joué un rôle prédominant en la matière, encore que l'incidence des grèves ait aussi été nettement perceptible, surtout au deuxième semestre de 1975. Les perturbations attribuables au nombre record de journées de travail perdues en 1975 n'ont nullement été circonscrites aux seules industries productrices de biens, ni au secteur privé.

Sur la période d'un an se terminant au printemps 1975, l'emploi a fait preuve d'une vigueur surprenante en dépit du recul de la production. Qu'un écart se manifeste entre la tendance respective de la production et de l'emploi n'a rien d'anormal en période de ralentissement conjoncturel, mais cette fois-ci la

baisse de la production par travailleur a été particulièrement marquée. Au second semestre, la productivité du travail ne s'est que légèrement redressée, la reprise conjoncturelle de la production étant allée de pair avec une nouvelle amélioration de l'emploi.

L'augmentation de la population active a eu tendance à se ralentir après le printemps de 1975, et le taux global de chômage, qui avait commencé à grimper dans les derniers mois de 1974 pour s'établir à un peu plus de 7% au cours de ce même printemps de 1975, est resté pratiquement inchangé tout le restant de l'année. Le taux de chômage désaisonnalisé a vivement fléchi en janvier 1976, mais il est difficile d'évaluer dans quelle mesure ce recul est dû à des tendances fondamentales du marché du travail.⁽¹⁾

Les revenus, les coûts et les prix

Si le revenu global en dollars courants a moins augmenté qu'en 1975, ce phénomène est principalement imputable à un ralentissement des revenus du travail. Il est clair que ce ralentissement tient en partie à une réduction du rythme de croissance de l'emploi. Néanmoins, le revenu du travail a continué de croître plus vite que le revenu national. Certains taux caractéristiques de rémunération ont continué d'augmenter rapidement en 1975. Si le rythme de progression de la plupart des indicateurs agrégés de l'évolution des gains moyens a diminué quelque peu au fil des mois, il est difficile de savoir si ce phénomène résulte d'une atténuation de la tendance fondamentale de ces gains ou d'autres facteurs, par exemple, d'une modification de la composition de l'emploi.

⁽¹⁾ Depuis janvier 1976, les statistiques de la main-d'œuvre sont le résultat d'une enquête révisée et plus complète, adoptée en 1975 et effectuée parallèlement à l'ancienne pendant une année. Le nouveau type d'enquête fournira beaucoup de nouveaux renseignements précieux sur l'évolution du marché du travail. Toutefois, vu que les données obtenues à partir du nouveau type d'enquête n'existent que depuis 1975 et que les ajustements nécessaires à l'élimination des variations saisonnières ne sont pas bien établis, il est indispensable d'interpréter les fluctuations à court terme avec beaucoup de précaution.

Les augmentations salariales stipulées dans les nouvelles conventions collectives, qui sont l'indicateur le plus immédiat des variations des taux de rémunération, ont été encore plus élevées pendant la plus grande partie de 1975 qu'en 1974. Les accords négociés dans le cadre des principales conventions collectives signées en 1975 (abstraction faite de l'industrie de la construction) prévoient sur la durée des contrats des augmentations annuelles moyennes des taux de base de près de 17%, contre environ 14% en 1974 et moins de 10% en 1973. Si on veut tenir compte de l'incidence potentielle des clauses d'indemnité de vie chère, il faut majorer de plus d'un point les taux d'augmentation de 1975 et de 1974. Un élément nouveau en 1975 a été la hausse très considérable des augmentations accordées en vertu des nouvelles conventions collectives conclues dans le secteur non commercial. Pendant un certain nombre d'années, les taux moyens d'augmentation des salaires de base convenus dans ce secteur avaient été légèrement inférieurs à ceux du secteur commercial, mais en 1975 ils ont dépassé ce dernier d'environ 5 points. Cet écart serait moindre, tout en restant toujours appréciable, si l'on tenait compte de l'incidence des clauses d'indemnité de vie chère, plus fréquentes dans les conventions du secteur commercial que dans celles du secteur non commercial.

Il va de soi qu'on ne peut encore déceler l'effet sur les indicateurs de gains globaux des directives en matière de rémunération contenues dans le Programme de lutte contre l'inflation annoncé à la mi-octobre, vu le court laps de temps qui s'est écoulé depuis leur mise en vigueur. Les premières informations en la matière devraient en principe apparaître tout d'abord dans les statistiques relatives aux nouveaux accords salariaux. En fait, les augmentations accordées au dernier trimestre de 1975 dans le cadre de conventions collectives sont les plus faibles qui aient été concédées, depuis le milieu de 1974, au cours d'un trimestre. Toutefois, il est encore difficile de déceler dans

quelle mesure les directives en matière de rémunération peuvent avoir influé sur l'ampleur des majorations accordées à la suite de négociations collectives au cours des derniers mois de 1975.

Il n'est pas non plus possible de discuter à ce stade de l'incidence qu'ont pu avoir au cours de cette même période les directives anti-inflationnistes sur le comportement des autres types de revenu. Après avoir régressé de façon modérée tout au long de la récession, les revenus des sociétés paraissent s'être quelque peu redressés à la faveur de la relance de l'activité économique au second semestre de l'année. Le revenu comptable net des agriculteurs est, semble-t-il, resté relativement stationnaire en 1975. L'ensemble des revenus agricoles bruts a continué de s'accroître par suite de l'abondance des récoltes de grains et de la hausse de certains prix, ceux du porc et des produits laitiers par exemple, mais dans ce secteur, la progression des débours est allée de pair avec celle des recettes.

Les prix de vente à la production industrielle ainsi que les prix de gros, dont la hausse avait commencé à ralentir en 1974 sous l'influence d'un affaiblissement des prix des matières premières, ont continué en 1975 d'augmenter à un rythme plus lent. Toutefois, la hausse d'environ 9% de l'ensemble des prix de vente à la production industrielle reste élevée, comparativement à l'expérience passée. Bien que la demande ait généralement manqué de vigueur, le ralentissement des prix a été limité par le renchérissement de l'énergie et de la main-d'œuvre.

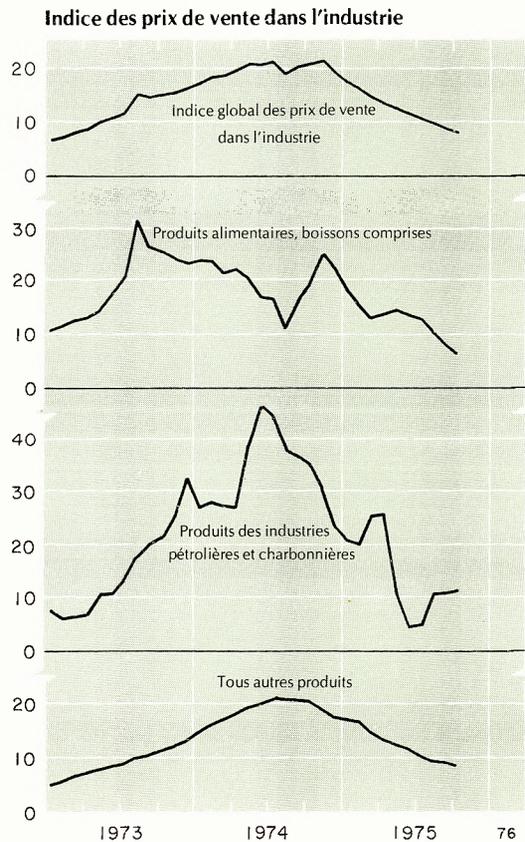
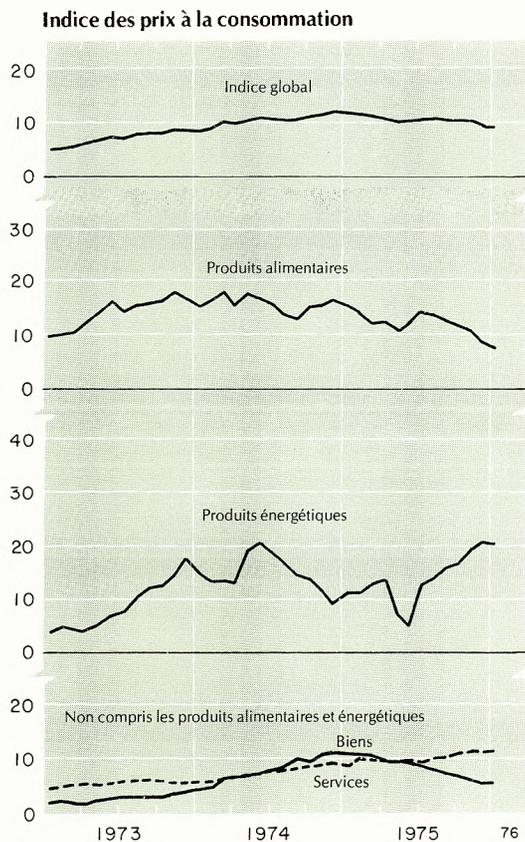
Sur la période de douze mois se terminant en décembre 1975, l'indice des prix à la consommation a marqué une avance de 9½%. Depuis le début de 1974, c'était la première fois que cet indice enregistrait, en taux annuel, une hausse de moins de 10%, et le recul par rapport au 12½% enregistré en 1974 était très appréciable. Une des principales causes de ce ralentissement du coût de la vie réside dans la

vive décélération de la hausse du prix des produits alimentaires, encore qu'au Canada ce phénomène ait été moins prononcé qu'aux États-Unis. Les produits énergétiques ont renchéri davantage qu'en 1974, sous l'influence des nouveaux ajustements apportés au prix du pétrole et du gaz naturel au Canada afin de le rapprocher des cours internationaux, mais le prix des biens autres que les produits alimen-

taires et énergétiques a accusé une avance moins rapide. Cette évolution traduit sans doute la tendance des prix des produits importés et le désir des entreprises de réduire leurs stocks. En revanche, l'augmentation du coût des services a continué de s'accélérer durant l'année. A la fin de 1975, la composante Services de l'indice des prix à la consommation était de 11½% supérieure à son niveau d'un an plus tôt.

Taux d'accroissement des prix intérieurs

Périodes de 12 mois



L'évolution de la situation financière

La stratégie de la politique monétaire a été analysée à grands traits dans la première section de ce Rapport. Les pages qui suivent sont consacrées à une étude plus détaillée de l'évolution des agrégats monétaires et du loyer de l'argent, ainsi qu'à un examen des flux de crédit acheminés vers les principales catégories d'emprunteurs.

Les agrégats monétaires et les taux d'intérêt

Au cours de l'année 1974, la demande de fonds et de crédit s'était atténuée au fur et à mesure que ralentissait la croissance du revenu global. A la fin de l'été, le loyer de l'argent avait déjà amorcé une baisse au Canada, comme d'ailleurs aux États-Unis, et, au second semestre, le rythme de l'expansion monétaire, mesuré par le taux de croissance de l'agrégat monnaie hors banques et dépôts à vue (M1), avait nettement régressé. Face à cette évolution de la situation financière, la Banque du Canada mena alors une politique de gestion des réserves-encaisse du système bancaire propre à faciliter l'ajustement à la baisse du loyer de l'argent et à encourager une reprise de l'expansion monétaire. A la mi-novembre, le taux d'escompte était abaissé d'un demi-point, ce qui le ramenait à 8³/₄%. Le mouvement de repli des taux d'intérêt à court terme cessa momentanément vers la fin de 1974, mais le loyer de l'argent devait de nouveau fléchir vivement tout à la fin de l'année et pendant les premières semaines de 1975 en partie par suite de l'évolution financière aux États-Unis et en Europe. Le taux du papier à 90 jours des sociétés

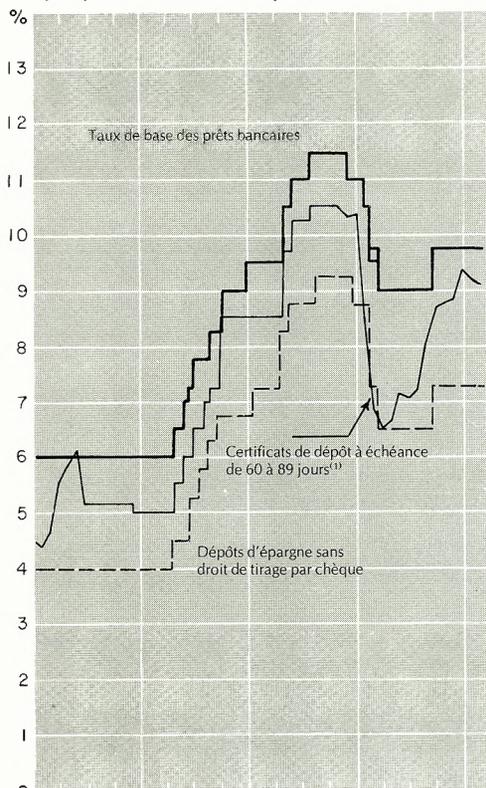
de financement, par exemple, tomba d'environ 10¹/₂% à environ 8¹/₂% de décembre à janvier. Le taux d'escompte fut de nouveau réduit d'un demi-point à la mi-janvier et passa ainsi à 8¹/₄%; par la suite, les taux administrés des banques et des autres institutions financières furent de nouveau abaissés et se virent ainsi portés à leur niveau le moins élevé depuis les derniers mois de 1973. Les taux de base des prêts bancaires, qui s'établissaient à 11¹/₂% vers la fin de 1974, descendirent à 9% au début de mars 1975, tandis que la rémunération des dépôts d'épargne personnelle sans droit de tirage par chèque passait de 9¹/₄% à 6¹/₂%; sur le marché monétaire, le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement marqua un vif recul, pour s'établir à 6³/₄%.

Même si la croissance du revenu global demeura faible au premier trimestre de 1975, cette chute brutale du loyer de l'argent contribua à une forte accélération du rythme de croissance de l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue au cours de cette période. Comme on peut le voir au graphique de la page 33, qui retrace, d'une part, l'évolution des avoirs monétaires au sens étroit du terme, d'autre part, l'évolution de ces mêmes avoirs en pourcentage de la dépense nationale brute en dollars courants, cette accélération rapide de la croissance monétaire survenue au début de 1975 a permis de rattraper la plus grande partie du fléchissement enregistré dans le courant de l'année précédente par le rapport expansion monétaire/croissance du revenu.

Taux d'intérêt

Données mensuelles

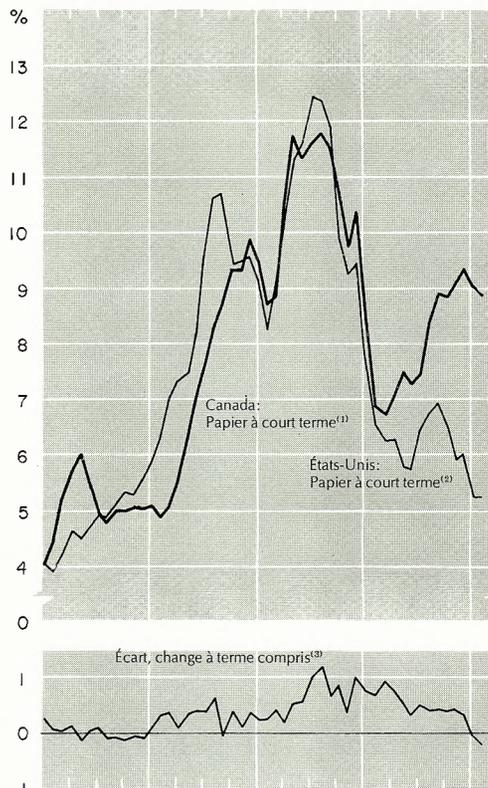
Quelques taux bancaires représentatifs



⁽¹⁾ De juin 1972 à octobre 1974, taux pratiqués dans le cadre de la Convention de Winnipeg.

Court terme

Taux à court terme (3 mois)

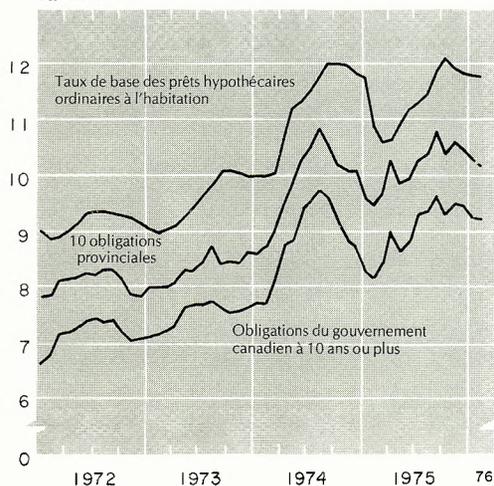


⁽¹⁾ Papier des sociétés de financement.

⁽²⁾ Papier commercial placé par des négociants en valeurs mobilières.

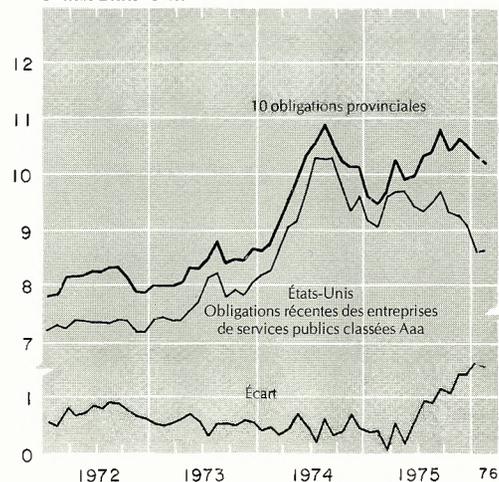
⁽³⁾ Écart entre les taux en vigueur au Canada d'une part et aux États-Unis d'autre part, compte tenu du report ou du déport sur le dollar É.-U. au Canada.

Canada



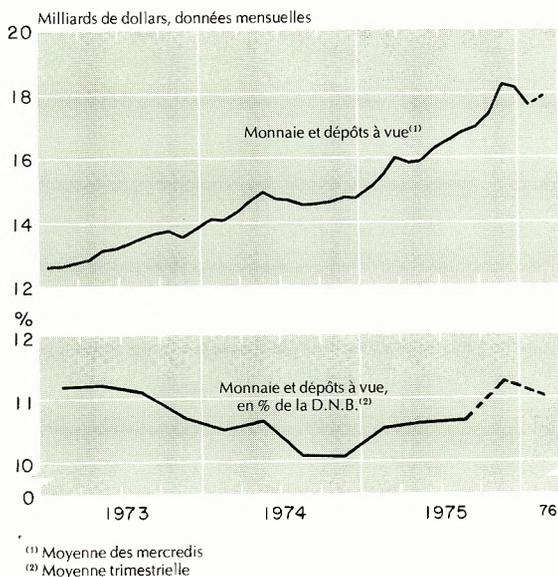
Long terme

Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux États-Unis



Monnaie hors banques et dépôts à vue dans les banques à charte

Données désaisonnalisées



A la lumière des indices qui prouvaient que le loyer de l'argent avait suffisamment baissé, la Banque du Canada adopta dans l'octroi de réserves-encaisse au système bancaire une attitude plus restrictive, et les taux d'intérêt recommencèrent à monter à partir du mois de mars. Au début la tendance à la hausse fut plutôt modérée, mais elle eut lieu alors que les taux à court terme continuaient à régresser aux États-Unis, ce qu'ils allaient faire jusque vers le milieu de l'année. A l'été, un revirement de la tendance sur les marchés monétaires américains et le renforcement de l'activité économique au Canada avaient déjà commencé à exercer de nouvelles pressions à la hausse sur les taux à court terme. La Banque du Canada n'offrit pas de résistance à ce mouvement à la hausse des taux d'intérêt, car elle était de plus en plus persuadée que l'expansion monétaire redevenait trop rapide. De fait, pendant les trois mois se

terminant en août, M1 a accusé un taux de croissance désaisonnalisé de 25%. Début septembre, le taux d'escompte était relevé de 8 $\frac{1}{4}$ à 9%; les principaux taux débiteurs et créditeurs pratiqués par les institutions financières se voyaient également relevés dans les mêmes proportions. Le taux de base des banques fut porté à 9 $\frac{3}{4}$ % et l'intérêt versé par les banques sur les dépôts d'épargne non transférables par chèque à 7 $\frac{1}{4}$ %; parallèlement la rémunération des dépôts à terme personnels dans les banques et dans les institutions parabancaires était majorée dans une proportion semblable. Entre juin et septembre, le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement passa de 7 $\frac{1}{4}$ % à environ 9%.

Au quatrième trimestre, les opérations de la Banque ont visé à maintenir le loyer de l'argent à court terme aux niveaux relativement élevés atteints à l'automne. Cette orientation de la politique conjuguée à une persistance manifeste de la forte croissance du revenu global ont entraîné une certaine hausse des taux à court terme à la fin de l'année, malgré la pression à la baisse engendrée par le nouveau recul du prix de l'argent aux États-Unis. Fin décembre, le papier à 90 jours des sociétés de financement se traitait généralement à 9 $\frac{3}{8}$ % au Canada, tandis qu'aux États-Unis les titres de même nature rapportaient environ 5 $\frac{3}{4}$ %. Néanmoins, ce n'est pas tellement cette évolution du revenu global ou du loyer de l'argent qui a surtout influé sur la croissance de la masse monétaire au dernier trimestre, mais plutôt l'interruption du service postal de fin octobre à début décembre. La grève perturba gravement l'acheminement normal des paiements et provoqua un gonflement passager des avoirs monétaires détenus par le public. C'est ainsi qu'en novembre la masse monétaire au sens étroit dépassa en moyenne, après correction des variations saisonnières, de quelque 850 millions de dollars le niveau atteint en octobre.

La situation ne se redressa pas immédiatement après la fin de la grève, car de nombreux paiements furent de nouveau retardés en raison des fêtes de Noël, mais au début de février il

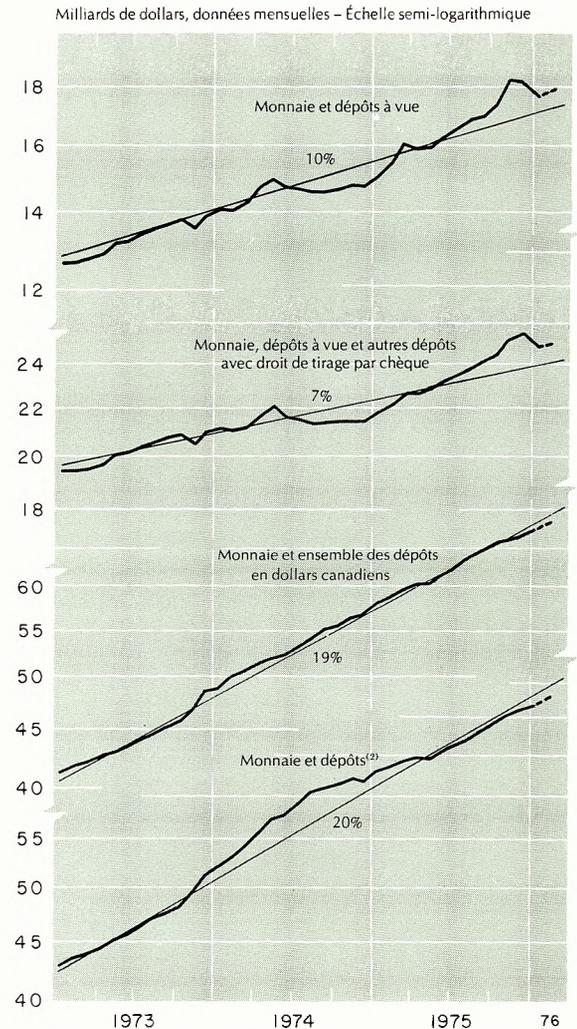
devint évident que les conséquences de ces distorsions s'étaient dissipées. Sur l'ensemble de la période allant du deuxième semestre de 1975 à février 1976, M1 a accusé un taux annuel de croissance de l'ordre de 15%, c'est-à-dire légèrement plus élevé que le maximum de la fourchette à l'intérieur de laquelle on aurait voulu en limiter la progression.

Les taux d'intérêt à long terme ont dans l'ensemble affiché à peu près le même profil que les taux à court terme du marché pendant les neuf premiers mois de 1975, encore que leur hausse aux deuxième et troisième trimestres, comme leur baisse antérieure, ait été un peu moins accentuée. Le rendement des obligations à long terme a augmenté d'environ 1¼ point au cours de la dernière période, contre près de 2¼ points en ce qui concerne les titres à court terme du marché monétaire. Durant les premiers mois de l'année, le crédit hypothécaire est également devenu bien meilleur marché, sous l'influence de la diminution du coût des dépôts dans les principales institutions financières ainsi que des variations saisonnières habituelles. Par la suite, avec la forte reprise de l'activité sur le marché hypothécaire, les taux amorcèrent un mouvement de hausse qui se poursuivit jusqu'au début du dernier trimestre et porta par exemple l'intérêt appliqué sur les prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation des niveaux de 12 à 12¼%.

Pendant les derniers mois de l'année, le prix de l'argent à long terme a tendu à s'infléchir, reflétant dans une large mesure l'évolution des marchés financiers des États-Unis. En général, le coût du crédit hypothécaire a suivi une évolution semblable. Cette tendance des taux à long terme s'est maintenue jusqu'aux premières semaines de 1976. Les taux du court terme ont également diminué vers le début de l'année, mais en février le loyer de l'argent tant à court qu'à long terme se stabilisa, et certains taux du marché monétaire se remirent à grimper. A la fin de février le taux généralement pratiqué pour les prêts hypothécaires ordinaires à l'habitation était redescendu à 11¾%.

Le graphique ci-après permet de comparer l'évolution récente de divers agrégats monétaires,

Monnaie hors banques et dépôts bancaires du public⁽¹⁾ Données désaisonnalisées



Les tendances linéaires sont établies à partir du taux moyen de croissance sur la période allant du 2^{ème} trim. 1973 au 2^{ème} trim. 1975.

⁽¹⁾ Non compris les dépôts du gouvernement canadien.

⁽²⁾ Y compris les dépôts en monnaies étrangères des résidents canadiens.

entre autres de l'ensemble formé par la monnaie hors banque et les dépôts à vue. Les taux tendanciers de croissance des agrégats monétaires ont été plus élevés dans le cas de ceux qui procèdent d'une définition large que dans le cas de ceux qui sont pris au sens étroit; toutefois, contrairement au taux de croissance de ces derniers, celui des premiers ne s'est pas accéléré depuis le second semestre de 1974. En fait, s'il a varié, ce serait plutôt dans le sens de la décélération. Les agrégats monétaires pris dans leurs sens larges tendent à être fortement influencés par les variations de l'ampleur et de l'importance relative du rôle joué par les diverses catégories d'intermédiaires financiers. Au cours des deux années antérieures à 1975, la portion du crédit global acheminée par les intermédiaires financiers a été plus élevée et la part des banques dans ce marché plus grande qu'en 1975.

Les marchés du crédit et les institutions financières

Les demandes de crédit s'accroissant tout au long de l'année, le montant global des ressources obtenues sur les marchés au cours de l'année par les principales catégories d'emprunteurs non financiers a été un peu plus élevé qu'en 1974. Comme on pourra en juger par le tableau de la page 36, il y a eu quelques changements importants en ce qui concerne tant la répartition par secteur des demandes de fonds que la façon dont ces demandes ont été satisfaites en 1975. Le financement obtenu par le gouvernement fédéral (pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le chapitre suivant de ce Rapport) n'a été que légèrement inférieur au très fort montant recueilli l'année précédente. Toutefois, alors qu'en 1974 l'accroissement des fonds recueillis par les autres agents économiques avait été pour une très grande part le fait du secteur privé, en particulier des entreprises non financières, en 1975 il a procédé entièrement, et même davantage, du recours au financement des provinces, des municipalités et de leurs entreprises.

Pour ce qui est du secteur privé de l'économie, le volume du crédit hypothécaire, qui avait fléchi au second semestre de 1974 et au début de 1975, amorça par la suite une vive progression et atteignit un niveau record pour l'ensemble de l'année. La vigoureuse reprise de la construction de logements au second semestre de 1975 a joué un rôle très important en la matière, mais la vente de maisons existantes a également enregistré un redressement sensible. L'encours du crédit à la consommation a progressé à peu près au même rythme qu'en 1974, la croissance apparaissant là encore surtout au second semestre par suite de la hausse des achats de voitures automobiles et d'autres biens de consommation durables. En revanche, le financement recueilli par les entreprises non financières a été bien inférieur aux montants sans précédent obtenus en 1974. Cette réduction du recours au financement externe, survenue alors même que les bénéfices des sociétés marquaient un certain fléchissement, tient à la nette atténuation de la croissance des investissements des entreprises par rapport à 1974. En outre, en 1975 les entreprises ont recouru dans une bien moindre proportion aux banques et aux autres sources de financement à court terme, pour se tourner plutôt vers le marché des obligations à long terme afin de retarder l'échéance moyenne de leurs engagements.

Les appels de capitaux des provinces, des municipalités et de leurs entreprises ont enregistré une augmentation très considérable au cours de l'année 1975. A l'inverse des entreprises du secteur privé, les entreprises provinciales ont fortement accru leurs dépenses en investissements fixes et, de plus, le déficit au niveau des administrations provinciales et municipales s'est très nettement accru. La presque totalité de l'augmentation des besoins de financement de ce secteur a été satisfaite par l'émission d'emprunts obligataires.

L'ampleur du financement à long terme effectué par les entreprises non financières ainsi que par les administrations provinciales et

Financement obtenu par les principaux agents économiques non financiers

	En milliards de dollars		
	1973	1974	1975
Entreprises non financières			
Augmentation des emprunts			
banques à charte	3.8	4.3	3.2
autres institutions	1.3	2.2	0.4
Émissions nettes			
obligations — offertes au Canada	0.8	1.1	2.0
— offertes à l'étranger	0.0	0.1	0.4
actions	0.4	0.4	0.7
papier à court terme	0.0	1.6	0.3
Investissements directs des non-résidents	0.7	0.6	0.5
Total	<u>7.0</u>	<u>10.3</u>	<u>7.6</u>
Emprunteurs hypothécaires⁽¹⁾			
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire ⁽²⁾	2.7	2.4	2.7
Banques à charte	1.2	1.5	1.7
Autres institutions du secteur privé	2.4	2.3	2.1
Total	<u>6.3</u>	<u>6.1</u>	<u>6.5</u>
Consommateurs			
Banques à charte	1.7	1.9	2.3
Autres	1.1	0.9	0.8
Total	<u>2.8</u>	<u>2.9</u>	<u>3.2</u>
Ensemble du secteur privé	<u>16.1</u>	<u>19.3</u>	<u>17.3</u>
Provinces et municipalités⁽³⁾			
Émissions nettes d'obligations			
achetées avec des fonds du			
Régime de pensions du Canada	1.0	1.2	1.4
autres émissions offertes au Canada	1.4	1.4	2.4
émissions offertes à l'étranger	0.6	1.6	3.5
Émissions nettes de bons du Trésor et			
de papier à court terme	- 0.1	- 0.1	0.2
Emprunts auprès des banques à charte	0.4	0.3	0.4
Total	<u>3.3</u>	<u>4.5</u>	<u>8.0</u>
Gouvernement canadien			
Émissions nettes			
bons du Trésor	0.6	0.9	0.6
obligations négociables libellées			
en dollars canadiens	- 0.2	0.8	0.7
Obligations d'épargne du Canada	- 0.4	2.4	2.7
Total	<u>- 0.1</u>	<u>4.2</u>	<u>4.0</u>
Financement global	<u>19.4</u>	<u>27.9</u>	<u>29.3</u>

⁽¹⁾ Il s'agit principalement ici de prêts hypothécaires à l'habitation. Non compris le montant net des prêts hypothécaires consentis par les gouvernements ou leurs agences, particulièrement la S.C.H.L., qui figurent dans les besoins de financement des administrations intéressées.

⁽²⁾ Y compris les sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte.

⁽³⁾ Y compris les entreprises provinciales et municipales. En sont exclus les emprunts accordés par le gouvernement canadien.

municipales s'est traduite par le placement d'un montant record d'obligations canadiennes au Canada et à l'étranger. Au total, ces emprunteurs ont récolté grâce à des émissions d'obligations près de 4½ milliards de dollars d'argent frais sur le marché national et environ 4 milliards sur les places étrangères. Le volume du crédit obtenu par l'émission d'emprunts obligataires a été sensiblement plus élevé en 1975 que pendant les deux années précédentes réunies, et la proportion de fonds fournie par des non-résidents a augmenté.

Le placement accru d'emprunts sur les places étrangères en 1975 découle en partie de ce que l'écart entre les taux d'intérêt à long terme au Canada et aux États-Unis a sensiblement augmenté à partir du deuxième trimestre. Cette augmentation de l'écart a aussi amené les étrangers à acheter des titres sur le marché des obligations canadiennes. En outre, les sociétés se sont senties encouragées à rechercher des sources étrangères de financement par la suppression de l'impôt fédéral de 15% retenu à la source sur les intérêts versés aux non-résidents en ce qui concerne les nouvelles obligations à cinq ans et plus des sociétés.

La vive progression des emprunts effectués sur les marchés étrangers de capitaux à long terme en 1975 a permis par son ampleur de financer la majeure partie de l'augmentation du déficit du compte courant de la balance des paiements, passé entre 1974 et 1975 de 1.6 milliard de dollars à environ 5 milliards. Pendant les huit premiers mois de l'année, mais tout spécialement au deuxième trimestre, le dollar canadien a donné des signes de faiblesse. Il s'est raffermi pendant les quatre derniers mois de l'année, en grande partie à la suite du très fort volume des ventes à l'étranger d'obligations canadiennes. Le redressement du dollar canadien s'est poursuivi pendant les deux premiers mois de 1976 à mesure qu'augmentait le rythme des emprunts à l'étranger, ce qui lui a permis de dépasser le cours auquel il s'échangeait au début de 1975.

Les opérations financières à court terme

effectuées en 1975 entre le Canada et l'étranger se sont traduites par de très grosses entrées nettes de capitaux au premier trimestre et par quelques sorties nettes pour le reste de l'année. L'écart entre le loyer de l'argent à court terme au Canada et aux États-Unis a pris une ampleur remarquable à partir du deuxième trimestre, mais ce stimulant qui aurait pu provoquer un afflux de capitaux à court terme au Canada a été en grande partie neutralisé par le renchérissement du dollar É.-U. à terme dans le cas des opérations assorties d'une couverture des risques de change à terme.

Les entrées nettes de capitaux provenant de non-résidents ont dépassé 4½ milliards de dollars en 1975 et ont donc été d'environ 3 milliards plus élevées que l'année précédente. Si les investisseurs américains ont continué de représenter la plus importante source des capitaux étrangers entrés au Canada, les pays de l'O.P.E.P. ont également placé dans notre pays un volume non négligeable de fonds afin de diversifier leurs investissements en les répartissant sur un plus grand nombre d'échéances, de devises et de débiteurs.

Le très fort volume de financement obtenu directement sur le marché obligataire et l'utilisation accrue de sources étrangères observés en 1975 se sont traduits par un déclin relatif de l'importance du recours aux intermédiaires financiers. Alors qu'en 1974 les institutions financières du secteur privé avaient fourni au total les deux tiers de tous les fonds obtenus par les principaux emprunteurs non financiers, elles en ont fourni à peine plus de la moitié en 1975. Le déclin mentionné plus haut est à peu près entièrement attribuable à une réduction des flux transitant par le système bancaire. Le taux de croissance des principaux avoirs en dollars canadiens des banques s'est ralenti et n'a atteint que 13% en 1975, alors qu'il s'établissait à environ 19% les deux années précédentes. Les autres institutions de dépôt, toutefois, ont progressé un peu plus rapidement en 1975 que l'année précédente, à la suite de la croissance

Principaux avoirs des institutions financières⁽¹⁾

	En milliards de dollars déc. 1975	Taux annuels de variation			
		Années		Semestres ⁽²⁾	
		De déc. 1973 à déc. 1974	De déc. 1974 à déc. 1975	De déc. 1974 à juin 1975	De juin 1975 à déc. 1975
Institutions de dépôt					
Banques à charte ⁽³⁾	67.5	19	13	12	15
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et banque d'épargne du Québec	22.1	16	17	17	18
Caisses populaires et credit unions	12.4	16	25	29	22
Total partiel	102.0	18	16	15	16
Institutions d'épargne contractuelle					
Compagnies d'assurance-vie	21.5	7	9	11	7
Caisses de retraite	20.0	12	12	14	10
Total partiel	41.5	10	11	12	9
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation	9.7	16	8	6	11
Total	153.2	16	14	14	14

⁽¹⁾ Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1975 sont des estimations.

⁽²⁾ Données désaisonnalisées, sauf en ce qui concerne les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et les sociétés de financement.

⁽³⁾ Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.

accélérée des prêts hypothécaires et de la persistance de la croissance rapide des prêts à la consommation, ces deux types de prêts formant ensemble la plus grosse part de leurs avoirs.

Le ralentissement observé dans l'expansion du système bancaire se retrouve au niveau de la plupart des catégories d'avoirs de ce dernier. Au cours de la seconde moitié de 1974, les banques avaient accru dans des proportions importantes leur portefeuille d'avoirs liquides en dollars canadiens. En 1975, dans le contexte d'une politique plus restrictive en matière de réserves-encaisse, elles réduisirent ces avoirs pendant les neuf premiers mois de l'année; cependant elles regarnirent quelque peu leur portefeuille pendant le quatrième trimestre, de sorte que sur l'ensemble de l'année le montant de ces avoirs ne changea guère. Il en résultat une baisse de près de 1½ point du coefficient des

avoirs liquides canadiens «libres», qui se situa à la fin de 1975 aux alentours de 8%. Comme nous l'avons mentionné plus haut, en 1975 les entreprises empruntèrent moins et recoururent dans une bien moindre mesure que durant l'année antérieure aux concours bancaires; les prêts des banques aux entreprises ont enregistré en 1975 une progression de 13% contre 20% en 1974. Les prêts bancaires aux consommateurs continuèrent d'augmenter à peu près au même rythme rapide que l'année précédente, marquant une vigueur particulière au second semestre. Par contre l'expansion du portefeuille de prêts hypothécaires des banques accusa un certain ralentissement par rapport à sa progression rapide des années précédentes. Néanmoins, la part des banques dans le financement octroyé sur ces deux marchés continua d'enregistrer une progression appréciable.

Quelques avoirs des banques à charte

	En milliards de dollars déc. 1975	Taux annuels de variation				
		Années			Semestres ⁽¹⁾	
		De déc. 1972 à déc. 1973	De déc. 1973 à déc. 1974	De déc. 1974 à déc. 1975	De déc. 1974 à juin 1975	De juin 1975 à déc. 1975
Avoirs liquides canadiens	12.7	3	14	-	- 2	2
(Avoirs liquides canadiens et autres avoirs canadiens à court terme ⁽²⁾)	(13.8)	(1)	(19)	(1)	(-10)	(13)
Prêts, portefeuilles hypothécaires et autres placements	54.8	25	21	17	15	19
Prêts en dollars canadiens	43.4	27	19	16	13	19
Prêts généraux	40.3	26	19	16	12	20
— prêts personnels autres que sur titres ⁽³⁾	13.2	24	22	22	19	25
— prêts aux entreprises ⁽³⁾	23.2	27	20	13	11	15
Prêts hypothécaires	7.6	34	33	28	28	28
Titres des provinces, des municipalités et des sociétés ⁽⁴⁾	2.9	4	7	17	43	- 3
Principaux avoirs en dollars canadiens ...	67.5	19	19	13	12	15
Pour mémoire:						
Prêts aux entreprises et prêts en monnaies étrangères aux résidents, plus le papier commercial et les acceptations bancaires ⁽⁵⁾	30.0	26	33	14	14	14

(1) Données désaisonnalisées.

(2) Avoirs liquides canadiens, plus le papier à court terme et les effets des banques à charte; données non désaisonnalisées.

(3) Données de fin de mois.

(4) Non compris le papier à court terme; données non désaisonnalisées.

(5) Y compris le papier à court terme émis par les institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

Les opérations de la Banque du Canada

La présente section du Rapport contient un aperçu des opérations que la Banque du Canada a effectuées en mettant en œuvre sa politique monétaire et en s'acquittant de ses attributions d'agent financier du gouvernement, dans le cadre d'une part de la gestion de la dette publique et d'autre part des activités du Fonds des changes.

Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire

Comme il a déjà été mentionné dans ce Rapport, durant toute l'année 1975 ainsi qu'au début de 1976, la Banque du Canada a géré les réserves-encaisse du système bancaire et effectué ses opérations d'open-market de façon à atteindre un rythme de croissance monétaire susceptible de promouvoir l'expansion économique tout en atténuant quelque peu l'inflation.

Le Tableau II de l'Annexe retrace, par période de réserve, l'évolution des réserves-encaisse excédentaires de l'ensemble des banques à charte, des avances consenties à ces dernières et des opérations de prises en pension conclues avec les négociants du marché monétaire. Les données de ce tableau ne fournissent en soi qu'une idée incomplète de la politique suivie par la Banque. Pour de multiples raisons, la façon dont les banques réagissent à un niveau donné de réserves-encaisse excédentaires varie d'une période de réserve à une autre, de sorte qu'il n'existe pas de relation précise au cours d'une période entre le niveau des réserves-encaisse excédentaires et les variations des dépôts bancaires ou des avoirs des banques. Parmi les facteurs qui influent sur la réaction des

banques, il convient de citer leurs pronostics sur la tendance des taux d'intérêt – qui peuvent les encourager à apporter plus ou moins d'empressement dans l'acquisition ou la vente de titres –, la vigueur de la demande de crédit et la répartition inégale des réserves à l'intérieur du système bancaire. De plus, en déterminant quotidiennement le niveau auquel il convient de voir s'établir les réserves-encaisse excédentaires, la Banque tient continuellement compte des développements qui surviennent sur le marché des titres et des circonstances qui entourent la croissance des avoirs et des dépôts bancaires.

Les opérations d'open-market, c'est-à-dire les achats et les ventes de titres effectués sur le marché par la Banque du Canada, sont souvent utilisées à des fins autres que celle de la gestion des réserves-encaisse. Elles peuvent par exemple servir à influencer directement l'évolution des taux d'intérêt sur le marché. A l'occasion, la Banque peut également procéder à des achats et à des ventes de valeurs ou à des échanges de titres à échéance différente, dans le but de faciliter les opérations de gestion de la dette publique à effectuer dans l'immédiat ou dans l'avenir. Elle doit utiliser d'autres techniques pour compenser tout effet indésirable de ses opérations d'open-market sur le niveau des réserves-encaisse. Les paragraphes suivants contiennent une analyse des périodes les plus intéressantes où des opérations d'open-market ont été conclues à des fins qui n'étaient pas exclusivement celle de la gestion des réserves-encaisse, sans bien entendu négliger les références à cette dernière.

Le 30 décembre 1974, la Banque du Canada annonçait une réduction du coefficient minimum des réserves secondaires, qui passait de 7% à 6%. Au cours de la période immédiatement consécutive à la prise de cette mesure, la Banque du Canada acheta dans le cadre de ses opérations d'open-market 232 millions de dollars de bons du Trésor, épongeant ainsi environ la moitié des réserves secondaires libérées par la diminution du coefficient en question. Comme il a déjà été mentionné au chapitre précédent, le taux d'escompte fut par la suite ramené de 8³/₄% à 8¹/₄%, mesure qui prit effet au 13 janvier 1975. Cette baisse du taux d'escompte faisait suite à un fléchissement des taux d'intérêt à court terme observé depuis quelques semaines. Ces taux continuèrent de baisser rapidement au cours de la seconde quinzaine de janvier, affichant une évolution similaire à celle enregistrée aux États-Unis, et la Banque du Canada en vint à durcir sa politique de gestion des réserves-encaisse excédentaires du système bancaire en vue d'atténuer la chute de ces taux. Les acceptations bancaires dont la Banque fit l'acquisition en décembre dans le but de faciliter la gestion des réserves-encaisse pendant la période annuelle de pointe de la circulation fiduciaire ne furent pas remplacées lorsqu'elles arrivèrent à échéance et une partie des bons du Trésor qui avaient été achetés à la suite de la réduction du coefficient des réserves secondaires fut retournée sur le marché, la Banque réduisant, en termes nets, son portefeuille de bons du Trésor à l'occasion des adjudications hebdomadaires.

En février, la Banque du Canada conserva l'orientation restrictive de sa politique de gestion des réserves-encaisse, ce qui mit un frein à la régression des taux d'intérêt. Le 28 février, la Banque du Canada annonça une nouvelle diminution du coefficient minimum des réserves secondaires, qui passait ainsi à 5¹/₂%, et compensa en partie l'accroissement consécutif des avoirs liquides des banques à charte en achetant dans le cadre de ses opérations

d'open-market 119 millions de dollars de bons du Trésor et en orientant en conséquence sa politique de gestion des réserves-encaisse. A la mi-mars, le climat se détériora sur le marché, précisément à un moment où le gouvernement lançait un emprunt obligataire; la Banque apporta un soutien considérable au marché en achetant contre espèces 84 millions de dollars d'obligations à court et à moyen terme, provenant entre autres de deux des tranches faisant partie de l'emprunt en question, et dont la livraison n'était prévue que pour le 1^{er} avril. Les dispositions relatives aux réserves-encaisse furent également assouplies à cette époque. En avril, les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt s'intensifièrent et la Banque entreprit de modérer par sa gestion des réserves-encaisse et par ses opérations d'open-market le rythme de variation de ces taux. Au cours de cette période, elle fit porter la plus grande partie de ses opérations d'open-market sur les bons du Trésor et en acquit pour un montant net de 130 millions de dollars.

Le mois de mai vit les taux d'intérêt se stabiliser et même reculer quelque peu. La Banque intensifia alors un programme d'échange commencé en avril, lequel consistait à vendre des titres à court et à moyen terme pour en acheter d'autres à échéance très rapprochée. Au cours du mois de mai, les opérations de ce genre atteignirent un montant de 51 millions de dollars. Tout en opposant une certaine résistance aux pressions à la baisse sur le loyer de l'argent, ces opérations ont renforcé le portefeuille de la Banque en titres à échéance rapprochée utilisés dans la gestion de la dette et permis de prolonger l'échéance moyenne des titres sur le marché. Elles ont aussi servi à améliorer l'activité sur le marché des obligations du gouvernement canadien.

En juin, les taux d'intérêt furent de nouveau l'objet de pressions à la hausse, qui continuèrent de se manifester pendant tout l'été. Durant cette période, la Banque intervint à l'occasion pour atténuer la hausse, mais sa politique globale en

matière de gestion des réserves-encaisse et de mise en œuvre des opérations d'open-market visait à laisser les taux d'intérêt augmenter d'une manière raisonnablement ordonnée.

Le 3 septembre 1975, le taux d'escompte fut porté de 8¼ à 9%. Etant donné l'ampleur du relèvement, la mesure fut considérée dans les milieux financiers comme un signe non équivoque d'un nouveau durcissement de la politique monétaire et déclencha immédiatement une vive hausse des taux d'intérêt. Dans le but de limiter l'ampleur de ce mouvement des taux d'intérêt, la Banque assouplit momentanément sa politique de réserves-encaisse pendant un certain temps et augmenta considérablement ses avoirs en bons du Trésor à la fois à l'occasion des adjudications et de ses opérations d'open-market.

A la mi-septembre, les taux d'intérêt à court terme amorcèrent une tendance à la baisse et au début d'octobre le marché des obligations du gouvernement canadien commença à se raffermir. Face à ces développements, la Banque du Canada entama une série d'opérations d'échange d'obligations, qui s'est soldée par un certain prolongement de l'échéance des titres aux mains du public. Les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt s'accroissant au cours du mois, la Banque commença à procéder à des ventes nettes d'obligations, qui se poursuivirent jusqu'à la première semaine de novembre. Durant cette période la Banque échangea 162 millions de dollars d'obligations à court terme et à moyen terme contre des obligations à échéance très rapprochée et vendit, contre espèces, des obligations à court et à moyen terme pour un montant additionnel de 149 millions. Pendant cette même période, la Banque réduisit également son portefeuille de bons du Trésor à l'occasion des adjudications hebdomadaires. Ce programme fut renforcé par un durcissement de la politique de gestion des réserves-encaisse excédentaires des banques à charte, ce qui eut pour effet de rendre considérablement plus difficile le financement des stocks des agents

agréés du marché monétaire, particulièrement au cours de la seconde quinzaine de novembre et en décembre.

En décembre, la Banque procéda à des achats de bons du Trésor et d'acceptations bancaires. Ces achats visaient presque exclusivement à compenser en partie l'accroissement saisonnier de la circulation fiduciaire qui a lieu vers la fin de l'année. Afin d'éviter de favoriser un mouvement quelconque de baisse des taux d'intérêt à court terme, la Banque réduisit, comparativement à la période correspondante de l'année antérieure, le chiffre de ses achats d'acceptations bancaires. A la mi-février, toutes les acceptations bancaires acquises en décembre ainsi que le faible montant acheté au début de janvier étaient arrivées à échéance.

Au début de 1976, les taux d'intérêt ont de nouveau subi de fortes pressions à la baisse. Pour les contrecarrer, la Banque a fortement durci sa politique de gestion des réserves-encaisse et vendu contre espèces sur le marché 177 millions de dollars d'obligations à court et à moyen terme durant le mois de janvier et au début de février. Toujours en vue d'opposer une résistance additionnelle à la tendance à la baisse des taux d'intérêt, la Banque a aussi quelquefois réduit ses avoirs en bons du Trésor à l'occasion des adjudications hebdomadaires.

Le Tableau III de l'Annexe contient un état, ventilé par mois, des opérations sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires effectuées par la Banque du Canada en 1975. Au cours de cette année, la valeur nominale des avoirs de la Banque en obligations du gouvernement canadien, en bons du Trésor et en acceptations bancaires a augmenté de 745 millions de dollars. Cette augmentation tient compte du solde net des opérations d'open-market, des variations du portefeuille-titres liées aux émissions de bons du Trésor ou d'obligations du gouvernement, ainsi que du montant net des transactions effectuées avec les comptes du gouvernement et avec d'autres clients.

L'augmentation globale du portefeuille-titres

de la Banque résulte à concurrence de 452 millions de dollars d'opérations d'open-market. En 1975, la Banque a acheté, dans le cadre de ces opérations environ 610 millions de dollars de bons du Trésor et vendu, en termes nets, environ 60 millions de dollars d'obligations du gouvernement canadien. Ces chiffres ne rendent pas compte de l'ampleur des échanges d'obligations effectués sur le marché au cours de l'année, soit 273 millions. Ces opérations, comme il a été mentionné auparavant, ont, dans la plupart des cas, consisté en l'acquisition d'obligations à échéance très proche – 1975 ou début 1976 – contre d'autres dont le terme était généralement de 1 à 5 ans. Le portefeuille d'acceptations bancaires de la Banque a diminué d'environ 98 millions en 1975.

La Banque du Canada a augmenté ses avoirs en devises étrangères de 513 millions de dollars au cours de l'année, par suite de ses opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. La Banque effectue ces opérations temporaires de swap dans le double but de faciliter sa politique de gestion des réserves-encaisse et d'apporter une plus grande souplesse au calendrier de ses opérations sur titres du gouvernement. Ainsi, lorsque la Banque du Canada effectuait de grosses ventes nettes sur le marché, elle compensait l'effet immédiat de ces ventes sur le niveau des réserves-encaisse des banques à charte en augmentant le montant de ses opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. Par contre, les achats nets d'obligations effectués par la Banque à l'occasion de quatre des cinq émissions d'obligations négociables lancées en 1975 et à l'occasion de l'émission datée du 1^{er} février 1976 ont entraîné des réductions du montant des opérations temporaires de swap.

La gestion de la dette publique

En 1975, les opérations de financement du gouvernement canadien se sont soldées par un accroissement net de 4,005 millions de la valeur nominale des fonds d'État en dollars canadiens

en circulation et par une diminution de 1,537 millions de dollars de son encaisse en dollars canadiens.

Le gouvernement a emprunté un montant net de 570 millions de dollars en accroissant l'encours des bons du Trésor. De ce chiffre, 495 millions ont été obtenus par voie d'augmentation de l'encours de bons du Trésor à trois et à six mois à l'occasion des adjudications; les autres 75 millions ont été obtenus de la même façon, à l'occasion de deux des quatre adjudications trimestrielles de bons du Trésor à un an.

L'encours des obligations négociables en dollars canadiens émises par le gouvernement fédéral a enregistré au cours de l'année une progression de 768 millions de dollars. (Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le Tableau IV de l'Annexe.) Le gouvernement a fait appel au marché obligataire à cinq reprises dont quatre fois lors de l'échéance d'un emprunt. A trois de ces occasions, le gouvernement a emprunté un montant d'argent supérieur à celui des titres arrivant à échéance, tandis que l'emprunt obligataire de 325 millions de dollars lancé le 15 décembre 1975 concordait avec l'arrivée à échéance d'une émission de 334 millions de dollars. Le 15 août 1975, le gouvernement se procurait 400 millions de dollars de fonds nouveaux, même si aucune émission obligataire n'arrivait à échéance.

De l'ensemble des obligations négociables émises par le gouvernement en 1975, 33% étaient des titres à court terme (échéant à 3 ans ou moins), 45% des titres à moyen terme et 22% des titres à long terme. Le 1^{er} juillet fut lancé un emprunt de 100 millions de dollars échéant en 1994 et assorti de coupons à 9½%. Le 15 août une tranche de 100 millions de dollars était ajoutée à cet emprunt. Le 1^{er} octobre, une émission de 150 millions de dollars d'obligations à 10% échéance 1995 fut également placée. Le 15 décembre une nouvelle tranche de 175 millions de dollars venait s'y ajouter. De plus, des emprunts à échéance prorogable furent placés à trois reprises. L'échéance

moyenne des obligations négociables non échues en circulation (obligations émises ou garanties par le gouvernement) s'est réduite d'un mois au cours de l'année, passant ainsi à cinq ans et trois mois.

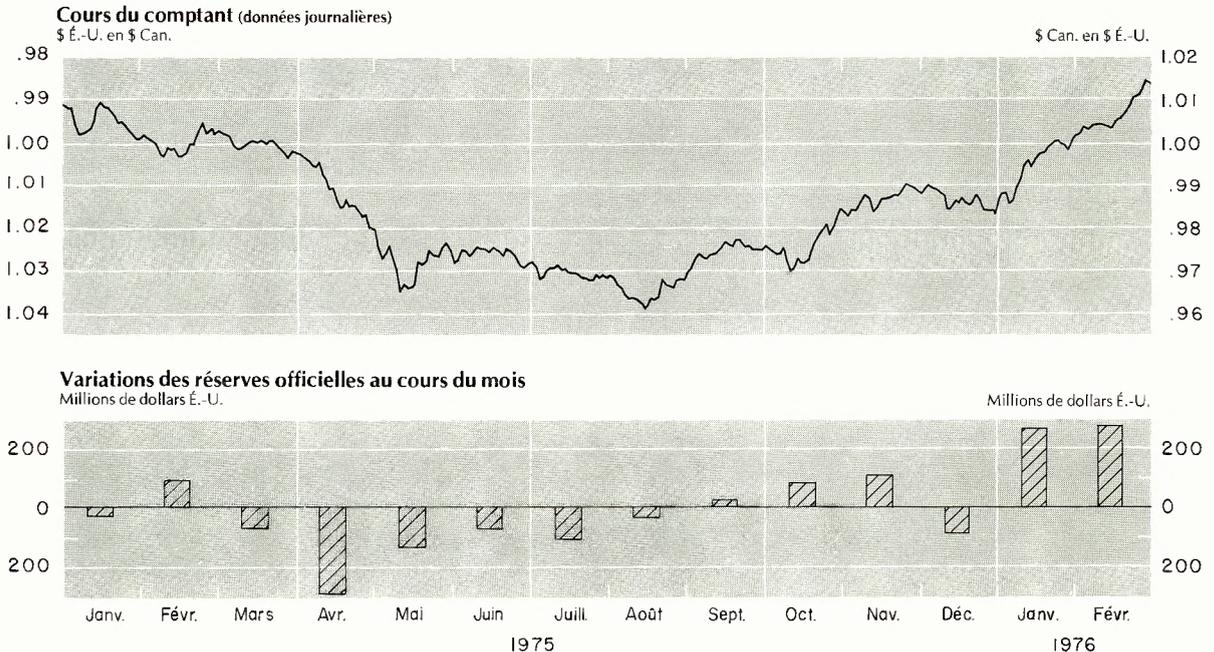
Les modalités de l'émission 1975-1976 d'Obligations d'Épargne du Canada furent annoncées le 11 septembre. Cette émission était assortie d'un taux d'intérêt de 8 $\frac{3}{4}$ % pour la première année et de 9 $\frac{1}{2}$ % pour chacune des huit années restantes, ce qui donnait un taux de rendement global à l'échéance de 9.38%. Elle suscita beaucoup d'intérêt auprès des épargnants et fut retirée du marché le 14 novembre à la clôture des opérations. Le montant brut des ventes, compte tenu des remboursements effectués au dernier trimestre, ressort à 3,242 millions de dollars; à la fin de l'année, l'encours des obligations d'épargne avait augmenté de 2,667 millions de dollars par rapport à son niveau de

l'année précédente.

Les détenteurs d'obligations négociables 7 $\frac{1}{4}$ % 15 décembre 1975 avaient pendant la période de six mois allant du 15 décembre 1974 au 14 juin 1975 la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 8% 15 décembre 1985. En tout, 116 millions de dollars de ces obligations ont été présentées à l'échange, de sorte qu'il ne restait que 334 millions de dollars de titres de l'émission originale à arriver à échéance en décembre 1975.

En mars 1975, le gouvernement procédait à l'annulation de 1 million de dollars d'obligations 9 $\frac{1}{2}$ % 15 juin 1994 et de 7 millions de dollars d'obligations 5 $\frac{1}{2}$ % 1^{er} août 1980 qu'il avait acquises en vertu des dispositions du fonds de rachat de ces émissions. En septembre, il remboursait 28 millions de dollars É.-U. d'obligations 2 $\frac{3}{4}$ % émises le 15 septembre 1950 et arrivées à échéance.

Cours du change et réserves officielles



Les opérations sur devises étrangères

En 1975, le dollar canadien a fluctué par rapport au dollar É.-U. dans des limites légèrement plus larges que celles de 1974; en effet, après avoir atteint un sommet de 1.0095 dollar É.-U. en début d'année, il a faibli pour toucher un creux de 0.9615 dollar É.-U. à la mi-août et s'élever ensuite de nouveau à 0.9843 dollar É.-U. vers la fin de l'année. Le dollar a continué de gagner du terrain au cours des deux premiers mois de 1976, et s'est établi à la fin de février à 1.0140 dollar É.-U.

En sa qualité d'agent du ministre des Finances, chargée de gérer le Fonds des changes, la Banque du Canada a cherché, par ses opérations sur le marché des changes, à atténuer les fluctuations à court terme du cours du dollar canadien. Ces opérations expliquent en très grande partie la ponction nette de 500 millions de dollars É.-U. dont les réserves officielles du Canada ont été l'objet en 1975. Les autres facteurs ayant contribué à faire baisser le niveau des réserves ont été d'une part le remboursement en septembre de 27.8 millions de dollars É.-U. d'obligations du gouvernement canadien arrivées à échéance en septembre et d'autre part la diminution – imputable au fléchissement du D.T.S. par rapport au dollar É.-U. – de 99.5 millions de la valeur en dollars É.-U. de l'or et des autres avoirs libellés en D.T.S. En outre, le Canada a concrétisé en 1975 l'engagement contracté en 1974 de verser un maximum de 300 millions de dollars canadiens au mécanisme pétrolier du Fonds Monétaire International. Ces opérations ont eu pour effet de réduire de 132.4 millions de dollars É.-U. les avoirs officiels du Canada en dollars É.-U. et d'augmenter d'un montant équivalent les avoirs libellés en D.T.S. A la fin de 1975, l'ensemble des réserves officielles de liquidités internationales du Canada s'établissait à 5,325.6 millions de dollars É.-U. Ces avoirs se sont accrus de 552 millions de dollars É.-U. au cours des deux premiers mois de 1976.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Évolution du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la B.E.I. ⁽¹⁾	Autres postes de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens		
						Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1975								
Janvier	+ 3	- 52	+26	-184	-491	+294	+ 5	-15
Février	+ 4	-150	+11	+ 60	- 7	- 55	- 6	- 6
Mars	+164	+171	+ 7	-107	+166	+ 74	- 4	- 2
Avril	+250	-132	+26	+ 29	+127	+ 24	- 2	+24
Mai	- 63	+ 72	+ 4	+ 59	+120	- 44	+ 2	- 6
Juin	+ 5	+199	+ 7	+ 79	+259	+ 55	- 7	-18
Juillet	+134	- 91	+25	- 70	+ 97	-101	+ 7	- 4
Août	+319	-242	+ 9	- 39	- 17	+ 43	+ 2	+18
Septembre	+122	-123	+ 7	+ 35	+ 74	- 13	- 4	-16
Octobre	+ 10	+ 74	-58	+ 90	- 72	+ 12	+177	- 1
Novembre	+ 26	+146	-	- 90	+134	+ 8	- 45	-15
Décembre	-144	+642	-	+ 82	+604	+ 90	-116	+ 1
Total	<u>+830</u>	<u>+514</u>	<u>+64</u>	<u>- 56</u>	<u>+994</u>	<u>+387</u>	<u>+ 9</u>	<u>-40</u>
1976								
Janvier	-289	-135	-40	+141	-661	+327	- 6	+17

⁽¹⁾ Comprend les variations des avoirs de la Banque du Canada en actions et «débentures» de la B.E.I. La Banque Fédérale de Développement a entamé ses opérations le 2 octobre 1975, date à laquelle le gouvernement canadien a acheté de la Banque du Canada le capital-actions de la Banque d'Expansion Industrielle pour un montant de 79 millions de dollars.

ANNEXE TABLEAU II

Réserves-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Montant minimum requis Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada	Dépôts à la Banque du Canada Minimum requis	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables par période
1975						
Janvier	1-15					
	16-31	3,550	947	2,603	2,638	10
Février	1-15				2,567	10
	16-28	3,611	1,070	2,541	2,574	10
Mars	1-15				2,649	10
	16-31	3,542	924	2,618	2,661	10
Avril	1-15				2,659	11
	16-30	3,529	905	2,624	2,663	11
Mai	1-15				2,627	11
	16-31	3,523	924	2,599	2,630	10
Juin	1-15				2,683	10
	16-30	3,600	953	2,647	2,680	11
Juillet	1-15				2,618	10
	16-31	3,580	993	2,587	2,628	12
Août	1-15				2,679	11
	16-31	3,662	1,023	2,639	2,671	10
Septembre	1-15				2,641	10
	16-30	3,620	1,031	2,589	2,628	11
Octobre	1-15				2,661	10
	16-31	3,628	1,004	2,624	2,664	12
Novembre	1-15				2,652	9
	16-30	3,635	1,024	2,611	2,654	10
Décembre	1-15				2,764	11
	16-31	3,752	1,019	2,733	2,769	10
1976						
Janvier*	1-15				3,057	10
	16-31	4,062	1,030	3,032	3,049	11
Février*	1-15	4,019	1,217	2,802	2,823	10

* Chiffres provisoires.

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.

Réserves-encaisse excédentaires		Encours des avances aux banques à charte et des pensions			
Montant cumulé des excédents pour la période	Taux moyens des réserves excédentaires	Nombre de jours		Encours moyen ⁽¹⁾	
		Avances	Pensions	Avances	Pensions
359	.063	1	3	0.4	6.4
260	.038	-	2	-	0.4
258	.045	-	1	-	6.5
323	.056	1	4	0.5	22.0
317	.055	1	1	0.5	0.9
430	.074	-	-	-	-
387	.060	2	1	1.7	0.4
426	.066	3	3	2.0	5.3
309	.047	3	3	2.0	4.3
306	.052	2	3	0.3	8.8
363	.061	-	1	-	1.1
368	.056	1	2	2.7	6.4
308	.051	2	2	0.1	6.9
486	.067	3	2	10.9	4.1
429	.064	2	-	0.1	-
317	.052	-	4	-	11.9
528	.086	-	2	-	1.6
428	.063	1	4	0.4	5.4
378	.060	1	3	0.7	2.2
490	.065	-	8	-	22.5
368	.064	3	4	2.0	13.6
426	.067	2	8	12.0	51.6
350	.050	-	7	-	34.9
367	.057	-	8	-	65.4
248	.038	1	6	4.0	28.4
194	.027	1	6	3.0	48.1
205	.031	1	6	0.3	52.3

ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

	Opérations nettes* avec les négociants en valeurs mobilières et avec les banques					Acceptations bancaires ⁽²⁾	Total des postes précédents	Titres pris en pension
	Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾ 3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			
1975								
Janvier	+131.5	-	-	-	-	-140.3	- 8.8	-
Février	+ 25.0	+20.0	-	-	-	-	+ 45.0	-
Mars	+130.2	+14.5	-	-	-	-	+144.7	-
Avril	+113.0	+32.0	- 5.5	+42.6	-	-	+182.1	+ 7.2
Mai	+ 5.0	+15.5	-13.5	-	-	-	+ 7.0	- 7.2
Juin	+ 25.2	-	-	-	-	-	+ 25.2	-
Juillet	+ 7.4	- 9.7	-	-	-	-	- 2.3	-
Août	+ 29.5	- 4.0	-	-	-	-	+ 25.5	-
Septembre	+ 58.5	+14.4	- 3.9	-	-	-	+ 69.0	+ 2.1
Octobre	+ 2.0	-18.0	-26.5	- 8.2	-	-	- 50.7	+ 31.3
Novembre	+ 32.9	-90.2	-10.9	-	-	-	- 68.2	+119.1
Décembre	+ 50.0	- 9.0	-	-	-	+ 42.8	+ 83.8	-138.1
Total	<u>+610.2</u>	<u>-34.5</u>	<u>-60.3</u>	<u>+34.4</u>	<u>-</u>	<u>- 97.5</u>	<u>+452.3</u>	<u>+ 14.4</u>
1976								
Janvier	-	-65.3	-27.5	-	-	- 33.3	-126.1	- 14.4

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

⁽¹⁾ Ventilation d'après le nombre d'années à courir, à compter de la date de l'opération.

⁽²⁾ Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

canadien et sur acceptations bancaires

Opérations nettes* avec le gouvernement et avec les autres clients

Souscriptions à l'émission moins amortissements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en fonds d'État et en acceptations bancaires			
Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Acceptations bancaires	Total
- 21.8	-	- 88.3	- 18.2	+ 21.4	- 18.2	-140.3	-137.1
- 15.6	-	- 23.1	- 1.3	- 13.7	+ 18.7	-	+ 5.0
+ 43.2	-	- 20.0	- 3.9	+153.5	+ 10.6	-	+164.1
+ 54.7	+101.1	- 79.3	- 14.5	+ 92.8	+158.5	-	+251.3
+ 23.5	-	- 80.5	- 2.6	- 56.4	- 3.4	-	- 59.8
+ 38.3	-	- 47.4	- 13.6	+ 16.1	- 13.6	-	+ 2.5
+ 98.2	+ 99.9	- 37.9	- 27.4	+ 67.7	+ 62.8	-	+130.5
+129.1	+250.6	- 64.0	- 9.8	+ 94.6	+236.8	-	+331.4
+118.5	- 0.6	- 62.5	- 2.6	+115.3	+ 7.8	+ 0.8	+123.9
- 52.9	+145.8	- 33.2	- 22.8	- 67.2	+ 78.4	+ 6.2	+ 17.4
+ 78.2	-	- 74.3	- 10.0	+ 49.0	- 19.6	+ 15.4	+ 44.8
+ 42.0	- 68.8	- 41.8	- 6.5	+ 25.3	-176.5	+ 21.8	-129.4
<u>+535.4</u>	<u>+528.0</u>	<u>-652.3</u>	<u>-133.2</u>	<u>+498.4</u>	<u>+342.3</u>	<u>- 96.1</u>	<u>+744.6</u>
- 11.1	-	-177.4	-	-193.5	-100.8	- 34.7	-329.0

ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien*: émissions et amortissements

Date en 1975	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Amortissements
Titres libellés en dollars canadiens émis par le gouvernement fédéral					
7 févr.	Bons du Trésor	364 jours	6.32	150	150
1 ^{er} mars					8 ⁽¹⁾
1 ^{er} avril	6¼% 1 ^{er} févr. 1978	2 ans et 10 mois	6.40	275	
	6¼% 1 ^{er} avril 1980 ⁽²⁾	5 ans	6.61	250	
				<u>525</u>	425
9 mai	Bons du Trésor	364 jours	7.45	200	175
1 ^{er} juill.	7% 1 ^{er} déc. 1976 ⁽³⁾	1 an et 5 mois	7.30	50	
	7½% 1 ^{er} juill. 1978 ⁽⁴⁾	3 ans	7.50	50	
	7½% 1 ^{er} oct. 1979 ⁽⁵⁾	4 ans et 3 mois	7.50	400	
	9½% 15 juin 1994 ⁽⁶⁾⁽⁷⁾	18 ans et 11½ mois	9.27	100	
				<u>600</u>	435
8 août	Bons du Trésor	364 jours	8.20	200	150
15 août	7½% 1 ^{er} févr. 1978	2 ans et 5½ mois	7.95	75	
	7½% 1 ^{er} oct. 1979 ⁽⁸⁾⁽⁹⁾	4 ans et 1½ mois	8.08	225	
	9½% 15 juin 1994 ⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾	18 ans et 10 mois	9.79	100	
				<u>400</u>	
1 ^{er} oct.	9% 1 ^{er} févr. 1978 ⁽¹²⁾	2 ans et 4 mois	9.18	200	
	9% 1 ^{er} oct. 1980 ⁽¹³⁾	5 ans	9.25	200	
	10% 1 ^{er} oct. 1995 ⁽¹⁴⁾	20 ans	10.24	150	
				<u>550</u>	430
21 nov.	Bons du Trésor	364 jours	8.87	150	150
15 déc.	8½% 15 déc. 1978	3 ans	8.65	150	
	10% 1 ^{er} oct. 1995 ⁽¹⁵⁾⁽¹⁶⁾	19 ans et 9½ mois	10.08	175	
				<u>325</u>	334
	Ensemble des obligations			2,400	1,632
	Ensemble des bons du Trésor*			<u>700</u>	<u>625</u>
Titres libellés en dollars canadiens garantis par le gouvernement					
30 déc.					7 ⁽¹⁷⁾
Titres libellés en monnaies étrangères émis ou garantis par le gouvernement					
15 avril					1 ⁽¹⁸⁾
15 juin					6 ⁽¹⁹⁾
15 sept.					29 ⁽²⁰⁾

* À l'exclusion des bons du Trésor à trois et à six mois.

- (1) Annulation de 1.1 million de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994 et de 7.1 millions de dollars d'obligations 5½% 1^{er} août 1980 détenues par le fonds de rachat.
- (2) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 6¼% 1^{er} avril 1980 déjà en circulation.
- (3) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 7% 1^{er} décembre 1976 déjà en circulation.
- (4) En plus des 525 millions de dollars d'obligations 7½% 1^{er} juillet 1978 déjà en circulation.
- (5) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1^{er} janvier 1979 au 29 juin 1979 en obligations à 5 ans 8¾%, jouissance 1^{er} octobre 1979, échéance 1^{er} octobre 1984; l'exercice de ce droit porte à 8.05% le taux de rendement moyen sur la période de 9 ans et 3 mois allant du 1^{er} juillet 1975 au 1^{er} octobre 1984.
- (6) En plus des 148.9 millions de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- (7) Ces obligations peuvent faire l'objet d'acquisitions par le fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- (8) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1^{er} janvier 1979 au 29 juin 1979 en obligations à 5 ans 8¾%, jouissance 1^{er} octobre 1979, échéance 1^{er} octobre 1984; l'exercice de ce droit porte à 8.38% le taux de rendement moyen sur la période de 9 ans et 1½ mois allant du 15 août 1975 au 1^{er} octobre 1984.
- (9) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 7½% 1^{er} octobre 1979 déjà en circulation.
- (10) En plus des 248.9 millions de dollars d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- (11) Ces obligations peuvent faire l'objet d'acquisitions par le fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- (12) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, le ou avant le 31 octobre 1977, en obligations 9%, échéance 1^{er} février 1980; l'exercice de ce droit porte à 9.11% le taux de rendement sur la période de 4 ans et 4 mois allant du 1^{er} octobre 1975 au 1^{er} février 1980.
- (13) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, du 1^{er} janvier 1980 au 30 juin 1980, en obligations à 5 ans, jouissance 1^{er} octobre 1980, échéance 1^{er} octobre 1985; l'exercice de ce droit porte à 9.35% le taux de rendement moyen sur la période de 10 ans allant du 1^{er} octobre 1975 au 1^{er} octobre 1985.
- (14) Cette émission donnera lieu à la création d'un fonds de rachat par le gouvernement canadien.
- (15) En plus des 150 millions de dollars d'obligations 10% 1^{er} octobre 1995 déjà en circulation.
- (16) Ces obligations peuvent faire l'objet d'acquisitions par le fonds de rachat créé le 1^{er} octobre 1975.
- (17) Annulation des titres suivants de la Compagnie des Chemins de fer Nationaux détenus par le fonds de rachat: 1.8 million de dollars d'obligations 5% 15 mai 1977; 2.0 millions de dollars d'obligations 5¾% 1^{er} janvier 1985; 3.5 millions de dollars d'obligations 5% 1^{er} octobre 1987.
- (18) Rachat partiel au pair, par le fonds d'amortissement, d'obligations 5% 15 octobre 1987 libellées en dollars É.-U.
- (19) Remboursement à l'échéance d'obligations 2¾% libellées en dollars É.-U., émises le 15 juin 1950 par la Compagnie des Chemins de fer Nationaux.
- (20) Remboursement à l'échéance d'obligations 2¾% libellées en dollars É.-U., émises le 15 septembre 1950.

BANQUE DU CANADA État des revenus et des dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1975
(avec chiffres comparatifs pour 1974)

	1975	1974
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus	<u>\$629,411</u>	<u>\$518,293</u>
DÉPENSES		
Traitements ⁽¹⁾	\$ 15,974	\$ 13,800
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,902	3,962
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1,305	1,200
Honoraires des administrateurs	31	32
Honoraires et frais des vérificateurs	143	142
Impôts municipaux et taxes d'affaires	2,339	1,958
Coût des billets de banque	12,126	8,448
Informatique	1,459	1,171
Entretien des immeubles et de l'équipement (montant net)	1,877	1,533
Impression des publications	429	410
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	536	514
Postes et messageries	320	341
Télécommunications	498	417
Déplacements et mutations	645	529
Intérêt	2,508	765
Autres dépenses	<u>561</u>	<u>460</u>
	\$ 44,653	\$ 35,682
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	1,301	1,304
MONTANT NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	<u>583,457</u>	<u>481,307</u>
	<u>\$629,411</u>	<u>\$518,293</u>

(1) Nombre moyen d'employés: 1,403 en 1975 et 1,354 en 1974.

Nombre approximatif d'années-hommes utilisées: 1,408 en 1975 et 1,385 en 1974.

(2) Y compris le fonctionnement des cafétérias, les gratifications de retraite, les heures supplémentaires, la formation professionnelle et les services médicaux.

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1975
(avec chiffres comparatifs pour 1974)

ACTIF	1975	1974
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères:		
Livres sterling et dollars des États-Unis d'Amérique	\$ 13,715	\$ 7,699
Autres devises	497	347
	<u>14,212</u>	<u>8,046</u>
Chèques tirés sur autres banques	<u>151,314</u>	<u>182,544</u>
Avances aux banques à charte et banques d'épargne	<u>—</u>	<u>8,000</u>
Intérêts courus sur placements	<u>147,627</u>	<u>127,174</u>
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie	<u>44,066</u>	<u>139,741</u>
Portefeuille-titres, à la valeur amortie:		
Bons du Trésor du Canada	2,081,381	1,590,311
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans	2,804,058	2,528,675
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans	2,923,088	2,859,628
Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle . .	1,029,528	891,960
Titres émis par le Royaume-Uni et par les États-Unis d'Amérique	1,079,045	570,039
Autres titres	2,633	2,633
	<u>9,919,733</u>	<u>8,443,246</u>
Banque d'expansion industrielle:		
Prix d'achat de tout le capital-actions émis (Note)	<u>—</u>	<u>73,000</u>
Immobilisations:		
Terrains, bâtiments et mobilier, au prix coûtant, moins amortissement accumulé	<u>55,002</u>	<u>44,727</u>
Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement	<u>161,295</u>	<u>155,132</u>
Autres éléments d'actif	<u>2,623</u>	<u>2,507</u>
	<u>\$10,495,872</u>	<u>\$ 9,184,117</u>

PASSIF	1975	1974
	(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve	<u>25,000</u>	<u>25,000</u>
Billets en circulation	<u>7,283,052</u>	<u>6,290,476</u>
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	26,639	16,695
Banques à charte	2,748,456	2,361,274
Autres dépôts	<u>63,342</u>	<u>101,319</u>
	<u>2,838,437</u>	<u>2,479,288</u>
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	7,415	1,681
Autres	<u>284</u>	<u>197</u>
	<u>7,699</u>	<u>1,878</u>
Chèques de la Banque du Canada non compensés	<u>269,147</u>	<u>373,369</u>
Autres éléments de passif	<u>67,537</u>	<u>9,106</u>
	<u>\$10,495,872</u>	<u>\$ 9,184,117</u>

Note: Les états financiers vérifiés de la Banque d'expansion industrielle au 1^{er} octobre 1975 indiquaient un avoir-propre de \$116,740,116; à la même date, la mise de fonds en capital-actions de la Banque du Canada était de \$79,000,000. Après l'entrée en vigueur de la Loi sur la Banque Fédérale de Développement le 2 octobre 1975, le ministre des Finances, ainsi qu'il est prévu dans la Loi, a autorisé le paiement à la Banque du Canada d'une somme prélevée sur le Fonds du revenu consolidé, égale à la valeur au pair des actions en circulation de la Banque d'expansion industrielle détenues par la Banque du Canada.

Le Gouverneur, **G. K. BOUEY**

Le chef de la comptabilité, **A. ROUSSEAU**

Rapport des vérificateurs Nous avons examiné l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1975, ainsi que l'état des revenus et des dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre examen a comporté une revue générale des procédés comptables ainsi que les sondages des livres et autres preuves à l'appui que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1975, ainsi que les résultats de ses opérations pour l'exercice clos à cette date.

PAUL-ANDRÉ MICHAUD, C.A.
de la firme Samson, Bélair, Côté, Lacroix et Associés

G. I. CRAIG, C.A.
of the firm Price Waterhouse & Co.

Ottawa, Canada, le 22 janvier 1976.

Conseil d'administration

G. K. BOUEY	OTTAWA Gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Premier Sous-Gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
J. G. BURCHILL	NELSON-MIRAMICHI (NOUVEAU-BRUNSWICK)
R. W. CAMPBELL	CALGARY (ALBERTA)
C. A. DAGENAIS	MONTRÉAL (QUÉBEC)
W. DODGE	OTTAWA (ONTARIO)
W. R. JENKINS	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
W. A. JOHNSTON	WINNIPEG (MANITOBA)
S. G. LAKE	RAMEA (TERRE-NEUVE)
J. G. LANGS, C.R.	HAMILTON (ONTARIO)
J. W. E. MINGO, C.R.	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
J. TASCHEREAU	QUÉBEC (QUÉBEC) <i>Membre du Comité de direction</i>
A. WALTON	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) <i>Membre du Comité de direction</i>

Membre d'office

T. K. SHOYAMA	OTTAWA Sous-ministre des Finances <i>Membre du Comité de direction</i>
---------------	--

Direction et cadres

G. K. BOUEY, *Gouverneur*
R. W. LAWSON, *Premier Sous-Gouverneur*

G. E. FREEMAN, *Sous-Gouverneur*
*B. J. DRABBLE, *Sous-Gouverneur*
**R. JOHNSTONE, *Conseiller*
JACQUES A. BUSSIÈRES, *Conseiller*
L. F. MUNDY, *Conseiller spécial*

ALAIN JUBINVILLE, *Sous-Gouverneur*
D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-Gouverneur*
J. N. R. WILSON, *Conseiller*
W. A. MCKAY, *Conseiller*
J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

*Détaché au Fonds Monétaire International en qualité d'Administrateur

**Détaché à la Commission de lutte contre l'inflation en qualité de Directeur exécutif

D. A. THOMPSON, *Vérificateur*

A. ROUSSEAU, *Chef de la comptabilité*
C. J. GODDING, *Sous-chef de la comptabilité*

Département des Valeurs

D. G. M. BENNETT, *Chef*

J. M. ANDREWS, *Sous-chef*
A. W. NOBLE, *Sous-chef*
H. JANSSEN, *Chef adjoint*
I. D. CLUNIE, *Chef adjoint*

F. FAURE, *Sous-chef*
V. O'REGAN, *Conseiller en valeurs*
J. M. MCCORMACK, *Chef adjoint*
N. CLOSE, *Préposé aux valeurs*

Bureau de Toronto

J. T. BAXTER, *Chef*
T. NOËL, *Chef adjoint*
J. KIERSTEAD, *Préposé aux valeurs*

Bureau de Montréal

J. CLÉMENT, *Chef*
L. PELLAND, *Préposé aux valeurs*

D. R. CAMERON — *Représentant à Vancouver*

Département des Recherches

J. W. CROW, *Chef*

*D. B. BAIN, *Sous-chef*
A. G. KEITH, *Conseiller en recherches*
G. B. GLORIEUX, *Chef adjoint*
S. L. HARRIS, *Chef adjoint*
A. C. MACKENZIE, *Chargé de recherches*
R. PARTRIDGE, *Chargé de recherches*
**P. M. GRADY, *Chargé de recherches*

D. R. STEPHENSON, *Sous-chef*
C. FREEDMAN, *Conseiller en recherches*
T. MAXWELL, *Chef adjoint*
DOROTHY J. POWELL, *Conseillère de rédaction*
J. A. COOMBS, *Chargé de recherches*
J. C. P. AUBRY, *Chargé de recherches*
SHEILA I. BALATTI, *Bibliothécaire en chef*

*Détaché à la planification des nouveaux immeubles du Siège

**Détaché à la Commission de lutte contre l'inflation

Département des Études Bancaires et Financières

G. G. THIESSEN, *Chef*

*J. E. H. CONDER, *Sous-Chef*
W. R. WHITE, *Chef adjoint*
G. W. KING, *Chef adjoint*
A. J. THOMSON, *Chargé de recherches*
K. J. CLINTON, *Chargé de recherches*

S. VACHON, *Conseiller en recherches*
R. L. FLETT, *Chef adjoint*
T. F. BRADY, *Chargé de recherches*
J.-G. TURCOTTE, *Chargé de recherches*

*En congé d'études

Département des Relations Internationales

EDITH M. WHYTE, *Chef*

A. C. LAMB, *Chef, Opérations sur devises*
J. F. DINGLE, *Chef adjoint*
D. W. ADOLPH, *Cambiste*
W. E. ALEXANDER, *Chargé de recherches*

A. F. PIPHER, *Cambiste-conseil – Toronto*
R. F. S. JARRETT, *Chef adjoint*
K. A. WUST, *Cambiste – Montréal*

Direction du Personnel

H. A. D. SCOTT, *Chef*

P. E. CLOUTIER, *Chef adjoint*
A. JOHNSTON, *Chef, Section de la paye*

J. E. ARSENAULT, *Conseiller – Liaison et appels*

Département des Opérations Administratives

A. J. NORTON, *Chef*

R. H. OSBORNE, *Sous-chef*
J. M. E. MORIN, *Chef adjoint*
Section de la Monnaie
H. F. BUTLER, *Chef*
L. A. VAUGHAN, *Sous-chef*
LUCILLE LAFRANCE, *Chef adjoint*

S. V. SUGGETT, *Adjoint spécial*
C. A. ST. LOUIS, *Chef adjoint*
Section de la Dette Publique
R. F. ARCHAMBAULT, *Chef*
R. F. PRITCHARD, *Sous-chef*
J. W. A. GALIPEAU, *Chef adjoint*
C. A. B. EVELYN, *Chef adjoint*
L. T. MONCRIEFF, *Chef adjoint*

Secrétariat

J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

C. R. TOUSAW, *Secrétaire adjoint*
I. G. L. FREETH, *Chef de la Section d'informatique*
S. S. CARROLL, *Conservateur en chef de la Collection nationale de monnaies*
D. G. WILSON, *Gestionnaire des documents*

G. B. MAY, *Conseiller en systèmes de gestion et en planification*
A. P. ADAMEK, *Conseiller en informatique*
J. STEINHAUER, *Chef du Service de traduction*
L. TESSIER, *Chef graphiste*

G. S. WATTS, *Archiviste*

Agences

HALIFAX	E. L. JOHNSON, <i>Agent</i>
SAINT-JEAN, (N.-B.)	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
MONTRÉAL	J. E. R. ROCHEFORT, <i>Agent</i> R. MARCOTTE, <i>Agent adjoint</i>
OTTAWA	T. D. MACKAY, <i>Agent</i>
TORONTO	D. D. NORWICH, <i>Agent</i> J. C. FRASER, <i>Agent adjoint</i>
WINNIPEG	R. E. ROBERTSON, <i>Agent</i>
REGINA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
CALGARY	H. PROWSE, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>

