

Banque du Canada

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

1976

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

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1977


L'honorable Donald S. Macdonald, C.P.
Ministre des Finances
Ottawa

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 1976 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. W. B. Dancy", is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur - 1976

Observations d'ordre général	5
L'évolution économique	13
Demande intérieure et extérieure	15
La production et l'emploi	18
Les revenus, les coûts et les prix	20
L'évolution monétaire et financière	23
La politique monétaire et les objectifs en matière d'expansion monétaire	23
La tendance des agrégats monétaires au sens large	25
L'évolution des taux d'intérêt	28
Les flux de crédit et les intermédiaires financiers	31
Les opérations de la Banque du Canada	37
Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire	37
La gestion de la dette publique	39
Les opérations sur devises étrangères	40
Coopération monétaire internationale	42
Tableaux en annexe	43
États financiers	53
Conseil d'administration	57
Direction et cadres	58
Agences	59

Observations d'ordre général

Je voudrais, en guise d'introduction à ce Rapport, situer dans un contexte assez large la conjoncture économique et financière enregistrée au Canada en 1976, étant convaincu qu'on ne saurait évaluer convenablement la tenue d'une économie en se limitant à une période d'une année seulement.

À mon avis, les développements survenus en 1976 devraient être considérés comme le premier épisode de la lutte engagée par le Canada pour se remettre d'un grave choc inflationniste, se débarrasser d'attitudes et de comportements inflationnistes et retrouver l'équilibre économique interne nécessaire à sa prospérité future.

L'inflation ayant pris les proportions d'une épidémie, de nombreux autres pays mènent actuellement une lutte semblable à la nôtre. À son paroxysme, l'inflation frappa les pays de manière très inégale, de sorte que les mesures prises pour rétablir la stabilité différencient considérablement d'un pays à l'autre, tant par leur nature que par leur degré de fermeté. Certains pays, dont l'Allemagne, les États-Unis et le Japon parmi les plus industrialisés, ont déjà obtenu des résultats remarquables, et le fait que les perspectives économiques y soient à l'heure actuelle beaucoup plus encourageantes que dans la plupart des autres pays n'est pas, selon moi, un simple effet du hasard. En effet, ces pays font preuve d'un souci profond et constant d'éviter les mesures susceptibles de renverser la tendance à la stabilité des prix, et même ceux qui ont atteint des résultats moins satisfaisants à ce

chapitre semblent maintenant admettre qu'une nette amélioration de la tenue des coûts et des prix est une condition indispensable à leur bien-être social et économique. Certes, la bataille qui se livre un peu partout dans le monde pour rétablir la stabilité des coûts et des prix risque d'être dure, mais les Canadiens doivent se rendre compte qu'elle se poursuivra et que les pays qui la mèneront avec le plus d'efficacité seront précisément ceux qui, dans le commerce international, donneront le ton. Tel est le contexte international dans lequel le Canada devra évoluer.

En octobre 1975, le Canada mettait sur pied un programme national destiné à maîtriser progressivement l'inflation. À ce moment, des comportements inflationnistes s'étaient déjà solidement enracinés dans plusieurs domaines de la vie économique du pays. Les individus aussi bien que les organismes publics étaient dangereusement enclins à considérer que notre prospérité était un fait acquis et que l'économie était en mesure de créer des revenus réels suffisants pour soutenir la croissance particulièrement rapide affichée ces dernières années tant par la consommation des ménages que par celle du secteur public. Ces idées étaient bien sûr illusoire, mais il n'était pas rare de voir les gens agir comme s'ils en étaient convaincus. En octobre 1975, la situation au Canada était devenue vraiment grave, et il était évident que la voie du retour à un meilleur équilibre économique serait semée d'embûches.

Le Canada a adopté, pour combattre l'inflation, une stratégie de progression par étapes. Cette stratégie se fonde principalement sur une gestion financière visant à assurer un climat économique suffisamment concurrentiel pour décourager le recours aux pratiques inflationnistes de détermination des prix de la main-d'œuvre et de la production. Une telle gestion financière constitue le nœud du programme et elle se veut permanente. Afin de hâter le ralentissement nécessaire de la croissance des revenus nominaux, le programme fut assorti d'un ensemble de contrôles directs applicables aux augmentations des principales catégories de revenus. Cet élément du programme est appelé, lui, à être abandonné au bout d'un certain temps.

La stratégie canadienne de réduction progressive du taux d'inflation présente de nombreux avantages. Elle permet surtout d'éviter les fortes perturbations économiques et les tensions sociales aiguës que provoquerait certainement une offensive générale destinée à produire des résultats rapides. Cet avantage présente un intérêt réel. Par contre, la méthode progressive exige dans son application de la patience et de la persévérance, et il n'est guère possible de se soustraire à un tel tribut. La lutte doit donc se poursuivre, non pas durant quelques mois seulement mais durant des années.

Voilà en quelques mots le cadre dans lequel il faut replacer l'évolution économique observée en 1976. Ce serait un exercice stérile que d'essayer de l'évaluer à la lumière de normes optimales. À la fin de 1975, l'économie canadienne était détraquée à un point tel qu'il aurait été illusoire de penser qu'en quelques années elle pourrait se remettre à fonctionner conformément à des normes optimales. Les questions fondamentales qu'il faut poser au sujet de l'année 1976 peuvent être formulées en ces termes: Avons-nous réalisé des progrès satisfaisants dans le cadre de notre stratégie de progression par étapes? Sommes-nous en voie de rétablir les conditions essentielles à notre prospérité future?

À mon avis, on peut répondre à ces questions par l'affirmative. Sous ces rapports, 1976 aura été, en dépit de certains points faibles, une bonne année.

Je concède volontiers que le niveau de la production et de l'emploi au Canada a été en 1976 en deçà de ce que nous aurions pu escompter à cette étape du cycle économique si les circonstances avaient été plus favorables. Je concède aussi qu'il est en deçà de ce que nous devrions viser si nous pouvons réussir à bannir de notre société les pratiques qui font grimper continuellement les coûts et les prix – ou encore les maintiennent à des niveaux élevés – sans égard aux réalités économiques. De plus, l'économie a affiché une tenue inégale selon les régions du pays, certaines d'entre elles enregistrant un rythme d'activité économique et un taux de chômage particulièrement décevants. Mais étant donné les conditions qui ont existé tant au Canada qu'à l'étranger – je pense ici à l'expansion économique assez faible qu'ont connue les États-Unis et d'autres pays après les premiers mois de 1976 – on peut dire que la production et l'emploi au Canada étaient dans l'ensemble condamnés à se situer à des niveaux inférieurs à ceux que nous aurions souhaités.

Le trait le plus encourageant de l'année 1976 a été le ralentissement de la hausse des coûts et des prix. Il est vrai que la tendance fondamentale des prix au Canada a connu une amélioration moins grande que ne l'indiquent les indices globaux des prix, et ce à cause de divers facteurs passagers, dont le renversement remarquable de la tendance à la hausse des prix des produits alimentaires. Mais après avoir fait la part de ces facteurs, on peut à mon avis conclure que, dans les circonstances, l'évolution des prix en 1976 a été bonne et s'est bien engagée.

Les augmentations de salaire accordées dans le cadre des principales conventions collectives conclues ces derniers temps ont ralenti de façon constante, encore qu'elles demeurent importantes. Elles ont récemment été, en moyenne, inférieures à 10% l'an sur la durée des contrats,

ce qui constitue une nette amélioration par rapport au taux moyen d'environ 18% enregistré au cours des neuf premiers mois de 1975. Il y a également lieu de tirer une certaine satisfaction du ralentissement de la hausse rapide des coûts unitaires en main-d'œuvre qui se dessine. Les marges bénéficiaires se sont nettement rétrécies en 1976. Toutefois, si cet élément a contribué dans une certaine mesure à atténuer les pressions inflationnistes, il n'en a pas moins contribué à restreindre les possibilités et le désir d'investir dans des biens d'équipement.

* * * *

La Banque du Canada a adopté depuis quelque temps déjà une stratégie de progression par étapes dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. Dans sa quête d'un guide qui l'aiderait à imprimer à l'expansion monétaire un rythme assez modéré pour exercer de façon continue une pression à la baisse sur le taux d'inflation sans pour cela freiner indûment la croissance de l'emploi et de la production, la Banque en est venue à suivre de plus en plus près le rythme de croissance de la masse monétaire au sens étroit, soit l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte. La Banque jugea qu'elle atteindrait plus aisément ses objectifs fondamentaux en visant un objectif intermédiaire axé sur ces données. Le minimum et le maximum de la première fourchette visée furent assez élevés pour permettre de satisfaire une partie seulement de la demande toujours croissante de monnaie qu'alimentait la hausse rapide des prix. Il était prévu que la fourchette serait révisée périodiquement dans le but de restreindre progressivement le financement du processus inflationniste.

C'est vers le milieu de 1975 que la Banque du Canada a commencé à mettre ainsi l'accent sur la croissance tendancielle de la masse monétaire dans la formulation de sa politique monétaire. Les raisons de ce choix ont été expliquées en détail dans le Rapport de l'an dernier, et je ne crois pas nécessaire d'y revenir; on trouvera

cependant dans une des autres sections du Rapport un exposé sommaire des raisons pour lesquelles nous avons prêté plus d'attention à la tendance de la masse monétaire au sens étroit qu'à celle d'agrégats monétaires plus complets. Cette approche, telle qu'elle est pratiquée au Canada, fournit des indications utiles sur les variations des taux d'intérêt à court terme que requiert de temps à autre un retour graduel à la stabilité monétaire, et la Banque tient compte de ces indications dans l'exécution de ses opérations quotidiennes. Les taux à court terme qui se dégagent de cette approche constituent précisément le fer de lance dont se sert la Banque pour influencer les décisions économiques et pour stabiliser à la longue le taux tendanciel de croissance de la dépense totale, en laissant de moins en moins de place à l'inflation.

Au départ, il fut décidé que le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire, mesuré à partir du niveau moyen de cette variable pendant une période de trois mois centrée sur mai 1975, ne devrait pas tomber en dessous de 10%, mais ne devrait pas non plus approcher les 15%. Pendant les derniers mois de 1975, la masse monétaire se trouva temporairement gonflée par suite d'une longue grève des services postaux, et ce n'est qu'après les premières semaines de 1976 que la Banque en arriva à la conclusion que les statistiques de la masse monétaire n'étaient plus déformées de façon significative. À la fin de février 1976, la Banque estima que, compte tenu des effets de la grève des postes, le taux tendanciel de croissance de la masse monétaire était trop élevé, et le 5 mars elle annonça un relèvement, de 9 à 9½%, de son taux d'escompte. Sur le coup, cette mesure influença fortement les anticipations et le comportement des marchés financiers, et pendant un certain temps la Banque dut intervenir vigoureusement pour contrer des mouvements exagérés de taux d'intérêt. Au début d'avril, le calme avait été rétabli et les taux à court terme avaient diminué, s'alignant davantage sur le taux officiel d'escompte.

Après avoir accusé une baisse passagère au début du deuxième trimestre, l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue affichait durant les mois d'été un taux de croissance qui, calculé à partir de la période de base, oscillait aux alentours de la limite minimum fixée par la Banque.

Vers la fin d'août, la Banque du Canada annonçait une révision de la fourchette des taux de croissance visée pour l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue. Les limites inférieure et supérieure furent établies, en taux annuels, à 8 et 12% respectivement, et le niveau de base choisi devint la moyenne pour la période de trois mois centrée sur mars 1976. Si cette période a été choisie comme terme de référence, c'est parce que la croissance de la masse monétaire par rapport à la base précédente s'était située pendant ce trimestre à près de 12%, c'est-à-dire à peu près au centre de l'ancienne fourchette. La réduction de ces limites était conforme à la stratégie de la Banque d'abaisser graduellement le taux d'expansion monétaire de façon à favoriser le processus visiblement amorcé au Canada de réduction progressive du taux d'inflation.

À la fin de l'automne, il devint évident que la croissance de la masse monétaire s'était trop affaiblie par rapport à la fourchette visée par la Banque et que des mesures correctives s'imposaient. Après la clôture de la campagne annuelle de vente d'obligations d'épargne du Canada, la Banque annonça le 19 novembre une réduction, de 9½ à 9%, de son taux d'escompte. Le 21 décembre, elle annonça une nouvelle réduction à 8½%, et le 31 janvier 1977 une troisième à 8%. Cette série de réductions du taux d'escompte et le recul des taux d'intérêt à court terme dont elle s'est accompagnée étaient destinés à aider à ramener à la longue le taux de croissance de la masse monétaire à l'intérieur de la fourchette visée. De l'avis de la Banque, la conjoncture financière se prêtait alors à une baisse importante des taux à court terme, étant donné le ralentissement du taux tendanciel de croissance de l'activité économique et les

progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation.

En même temps que la réduction de son taux officiel d'escompte, la Banque annonça en janvier 1977 une diminution du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, lequel fut ramené de 5½ à 5%. De l'avis de la Banque, il n'est pas nécessaire, dans les circonstances actuelles, d'exiger que les banques à charte maintiennent des réserves secondaires de l'ordre de 5½% de leur passif-dépôts, et comme en février 1977 les circonstances se prêtaient à une réduction de ce ratio, la Banque l'a effectuée.

Les commentaires sur la politique monétaire que je viens de formuler et ceux qu'on trouvera plus loin indiquent bien que, depuis plus d'un an et demi, la Banque se guide dans une large mesure sur la croissance tendancielle de la masse monétaire au sens étroit. À la lumière des événements, j'ose dire que les résultats obtenus ont été dans l'ensemble satisfaisants. Nous avons d'ailleurs l'intention de continuer à mener la politique monétaire en suivant cette voie. Cependant, nous reconnaissons que cette approche se fonde sur des relations fonctionnelles qui ne sont pas toujours aussi précises qu'on le voudrait et que, par conséquent, elle présente un certain nombre de difficultés. Les relations qui existent entre la croissance de la masse monétaire au sens étroit, la croissance de la dépense globale et l'évolution des taux d'intérêt peuvent être affectées à court terme par des variations aléatoires et à long terme par des modifications graduelles de comportement. Il semblerait, par exemple, que le taux de croissance de la masse monétaire à partir de la nouvelle base ait été un peu moins élevé que celui qu'on aurait pu prévoir d'après les relations fonctionnelles fondées sur le passé. Des considérations de cet ordre expliquent en partie que nous ne plaçons pas une confiance aveugle dans cet indicateur qu'est la masse monétaire. Nous soumettons plutôt nos décisions en matière de politique à un éventail beaucoup plus large de tests et nous continuerons de le faire.

Même si notre attitude est pragmatique plutôt que doctrinaire, nous n'avons nullement l'intention de renoncer à notre détermination de réduire progressivement le rythme tendanciel de l'expansion monétaire jusqu'à ce qu'il atteigne un niveau plus compatible avec la stabilité des coûts et des prix.

* * * *

Si, comme je le crois, on peut considérer comme très encourageants les progrès accomplis au Canada en 1976 dans la modération des attitudes et des comportements inflationnistes, il n'y a, par contre, dans la situation actuelle rien qui justifie une attitude de complaisance. En réalité, le chemin qui reste à parcourir est long et la route ne me paraît pas facile.

Il n'est jamais facile pour un pays de se remettre du choc causé par une inflation aiguë. L'inflation est un phénomène qui ébranle la confiance qu'ont les gens dans l'équité des processus économiques et suscite chez eux le besoin de défendre leurs intérêts avec une certaine agressivité. Elle mine cette modération et ce sens des responsabilités qui constituent les fondements des sociétés libres. C'est pourquoi une attitude de tolérance face aux pratiques inflationnistes ne constitue pas pour la collectivité une façon efficace de poursuivre ses objectifs. C'est également pourquoi il est difficile pour une économie de se remettre de l'inflation. La confiance et la modération se cultivent; elles ne s'acquièrent pas du jour au lendemain.

Nos difficultés actuelles se trouvent aggravées par les incertitudes d'ordre économique engendrées par les tensions politiques qui se sont manifestées au sein de la Confédération. Je suis d'avis pour ma part que ces difficultés finiront par être surmontées et que notre pays demeurera uni; toutefois, elles ne peuvent entre-temps qu'affecter l'activité économique.

Le taux d'inflation relativement élevé des coûts et des prix continue d'être fortement préjudiciable à la santé de notre économie. Nous nous octroyons encore des accroissements de revenus

nominaux plus élevés que ne le justifie notre rendement au travail. Au cours des dernières années, le revenu nominal moyen des personnes ayant un emploi a augmenté beaucoup plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis, sans que la production par employé au Canada ne se soit accrue, elle aussi, davantage qu'aux États-Unis. C'est ainsi que le Canada est devenu un pays à coûts de production élevés. Il n'est devenu que trop évident que nos coûts ont augmenté trop rapidement pour nous permettre de concurrencer efficacement les États-Unis et d'autres pays dans de nombreux domaines où nous ne jouissons pas d'avantages naturels ou traditionnels marqués. Et il ne semble pas pour l'instant que la relative dégradation de nos coûts de production se soit interrompue. Aussi longtemps que cette situation durera, on ne saurait espérer établir les bases solides nécessaires à la création continue d'emplois sur laquelle reposera notre prospérité future.

Le taux d'inflation relativement élevé de nos coûts intérieurs a de toute évidence influé sur nos échanges et nos paiements internationaux. En dépit du fait que notre économie n'a pas connu de surchauffe en 1975 et en 1976, notre balance courante s'est soldée pendant ces années par des déficits considérables. Il est vrai que les efforts que nous avons déployés en vue de réduire l'inflation se sont répercutés sur le cours de notre monnaie mais, dans les circonstances, l'ampleur inhabituelle du déficit de notre balance courante laisse fortement supposer que nous avons perdu des emplois au Canada, surtout parce que nos prix n'étaient plus compétitifs ni sur notre propre marché ni sur les marchés étrangers et que notre désavantage continuait à s'aggraver. Il peut être opportun de faire appel à des concours étrangers et d'accroître la dette extérieure lorsqu'on augmente sa capacité de production à un rythme exceptionnellement rapide sans avoir sur place toutes les ressources nécessaires; mais s'endetter pour se payer un supplément de biens de consommation, comme nous l'avons fait ces deux

dernières années, est certainement une manière de se créer des difficultés pour l'avenir. Nous avons donc tout intérêt à mettre de l'ordre dans notre balance des comptes avec l'étranger.

La situation peu brillante de nos échanges et de nos paiements extérieurs est en grande partie le résultat direct de l'inflation des coûts et des prix au Canada. Elle est en fait une manifestation de nos difficultés économiques internes et au fond elle ne peut être corrigée sans que la situation interne ne s'améliore. Pour que la baisse enregistrée de novembre à février par le cours du dollar canadien entraîne une amélioration durable de notre position concurrentielle, il est indispensable que nous parvenions à mieux maîtriser nos coûts et nos prix.

Puisque la cause de nos difficultés actuelles aux plans de l'emploi et du commerce extérieur réside dans la persistance de pratiques inflationnistes, il est impensable que l'on puisse venir à bout de ces problèmes en pratiquant des politiques financières à ce point expansionnistes qu'elles encourageraient les comportements inflationnistes, ou encore en recourant à des politiques protectionnistes. De telles politiques ne feraient qu'envenimer la situation.

Une manière beaucoup plus sûre d'accroître l'emploi au Canada et d'améliorer la situation de notre balance commerciale consiste à poursuivre le processus de ralentissement de la hausse de nos coûts de production amorcé en 1976. Il faut donc continuer à modérer le rythme de croissance des revenus nominaux et pratiquer des politiques financières compatibles avec la stratégie de progression par étapes.

J'ai dit plus haut que je trouvais des motifs d'encouragement dans le fait que l'escalade des revenus nominaux a été atténuée en 1976. Sans doute de nombreux facteurs ont-ils contribué à ce résultat. La politique anti-inflationniste des pouvoirs publics a tempéré les anticipations inflationnistes et contribué à créer un climat plus compétitif au sein de notre économie, ce qui a rendu les majorations de prix plus difficiles, les employés moins enclins à revendiquer des

hausses de salaire ou de traitement inflationnistes et les employeurs moins disposés à les accorder. À mon avis, le contrôle direct des revenus appliqué par la Commission de la lutte contre l'inflation aura été bénéfique à cet égard. Au moment de la rédaction de ce Rapport, les mérites de ce programme sont remis en question et d'aucuns proposent qu'on l'abolisse prochainement. Bien qu'il soit difficile de déterminer le moment le plus propice à l'abandon d'un tel programme ou encore la meilleure façon de le faire – et nous devrions commencer à apprendre à nous en passer – il importe de se demander si une levée hâtive de ces contrôles serait de nature à améliorer ou non la tenue des coûts et des prix au Canada. Dans la mesure où certains groupes socio-économiques attendent en fait l'abolition des contrôles pour voir grimper leurs revenus nominaux ou les prix, le bien-fondé d'une levée prochaine des contrôles paraît moins évident.

Le bien-être économique des Canadiens continuera de s'améliorer dans la mesure où les effets du ralentissement de la croissance des revenus nominaux sur les coûts iront de pair avec une amélioration de notre productivité nationale, c'est-à-dire de l'efficacité de notre appareil de production. La croissance de la productivité dans le secteur privé exige une main-d'œuvre qualifiée et énergique, des entrepreneurs compétents et dynamiques, ainsi que des capitaux pour financer les investissements en biens d'équipement susceptibles d'améliorer l'efficacité de notre appareil de production. Elle exige en outre que les perspectives de profits soient suffisamment alléchantes pour couvrir les risques liés aux nouveaux investissements. Si pour une raison quelconque ce préalable n'est pas satisfait, l'amélioration souhaitée de notre efficacité ne se produira pas.

L'amélioration de la productivité dans le secteur public est tout aussi souhaitable et en grande partie soumise aux mêmes exigences.

La politique monétaire a un rôle primordial à jouer dans le rétablissement des bases solides

nécessaires à la croissance continue de notre économie. Il est illusoire d'escompter une tenue satisfaisante des coûts et des prix qui soit durable si le taux d'expansion monétaire est trop élevé. J'essaie depuis assez longtemps déjà de faire comprendre que la Banque est très consciente de cette réalité et qu'elle s'est engagée sans réserve à agir en conséquence. Les Canadiens devraient fonder leurs décisions sur la perspective d'un ralentissement de la croissance tendancielle de la masse monétaire au Canada qui finira par atteindre un rythme compatible avec une croissance économique sans inflation. Les groupes socio-économiques ne devraient en aucun cas s'attendre à ce que la Banque du Canada finance leurs activités inflationnistes par une vague d'expansion monétaire; il sera particulièrement important de s'en souvenir lorsque le Canada aura commencé à supprimer les mesures de contrôle direct.

Si les Canadiens continuent de se comporter de façon positive face à la stratégie de progression par étapes, s'ils agissent en tenant compte de la conjoncture des marchés, la tendance au ralentissement des coûts et des prix se poursuivra, la situation économique s'améliorera, et l'évolution de la situation monétaire viendra renforcer ce processus. Une inflation moins rapide entraînera une diminution des besoins de financement et de la demande de monnaie, provoquant ainsi une baisse des taux d'intérêt. L'atténuation des appréhensions face aux possibilités d'inflation dans l'avenir renforcera la détente des taux d'intérêt à long terme. Tout cela aura pour effet d'encourager les investissements fixes, de favoriser un accroissement de la productivité et de stimuler l'emploi au Canada. Tout cela aidera aussi à corriger le déséquilibre des paiements extérieurs en réduisant le montant des emprunts contractés à l'étranger ainsi que le solde déficitaire de la balance courante.

Si au contraire les Canadiens cessent de se comporter d'une façon positive face aux mesures anti-inflationnistes, la situation évoluera en sens inverse. Si de nombreux groupes

socio-économiques tentent de faire monter les salaires et les prix de façon excessive, s'imaginant à tort que la politique monétaire permettra cette inflation, ils n'y gagneront rien, car une partie du flux des dépenses qui aurait pu servir à stimuler la production et l'emploi sera inévitablement absorbée par ces hausses de coûts et de prix. Il en résultera une baisse de l'emploi soit dans les industries en cause, soit dans d'autres secteurs de l'économie. C'est donc dire que la situation économique se détériorerait et que nous aurions perdu, pour longtemps peut-être, cette chance que nous avons maintenant d'asseoir nos perspectives d'avenir sur des bases économiques durables.

Au cours des prochaines années, la politique monétaire et le comportement des Canadiens seront jugés en ces termes: Ont-ils contribué à réduire l'inflation, à accroître l'efficacité de l'économie et à rendre au Canada sa compétitivité internationale? Ce sera là la pierre de touche des initiatives de tous les groupes de la société, car tous doivent se reconnaître une part de responsabilité dans la poursuite de ces objectifs. Notre pays jouit sur le plan économique d'avantages naturels si grands qu'il ne fait aucun doute que nous pouvons non seulement maintenir un niveau de vie élevé, mais encore l'améliorer dans un cadre économique mondial fortement compétitif. Nous devons toutefois regarder les choses en face et passer à l'action.

L'évolution économique

En 1976, le profil de l'évolution économique au Canada a été fortement influencé par l'allure hésitante de la reprise à l'étranger et par un certain nombre de tensions, d'incertitudes et d'épineux problèmes d'ajustement internes liés pour la plupart à l'inflation. Néanmoins, des gains significatifs ont été enregistrés au début de l'année du côté de la production et de l'emploi, et la course entre les prix et les salaires a pu être considérablement atténuée. La croissance des taux de rémunération a connu une baisse appréciable au cours de l'année, encore qu'il ait été difficile, au départ, d'harmoniser les accords salariaux avec les directives du programme anti-inflation. Selon l'indice des prix à la consommation, la tenue des prix a été en fait meilleure que prévu pour la première année du programme de lutte contre l'inflation, en raison de l'évolution favorable et inattendue des prix des produits alimentaires. Les Canadiens ont ainsi connu pour la plupart un accroissement appréciable de leur revenu disponible réel. Mais, comme ce fut le cas en 1975, ces résultats ont été accompagnés de développements qui ne sauraient, semble-t-il, persister indéfiniment: importants déficits budgétaires aux divers niveaux de gouvernement, fléchissement notable des revenus du secteur agricole, dégradation des perspectives d'investissement dans le secteur privé et forte dépendance de la consommation canadienne à l'endroit de biens et de services d'origine étrangère, dont l'importation a été financée par un recours sans précédent à des emprunts à long terme à l'étranger. Bien que le déficit du compte courant ait enregistré une certaine baisse cyclique en 1976, la tendance des coûts incite à croire que les progrès réalisés sur le plan de la lutte contre l'inflation n'ont pas été suffisants pour empêcher que la position concurrentielle du Canada face à ses principaux

partenaires commerciaux ne continue de se détériorer.

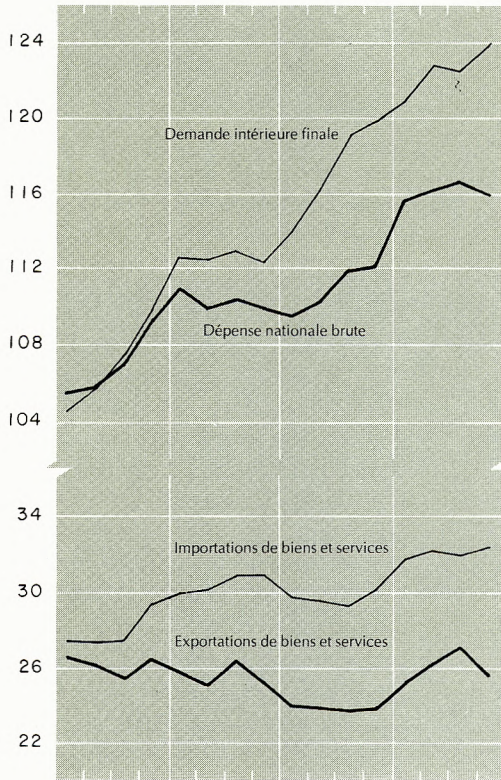
La croissance du produit national brut en dollars courants s'est maintenue, au cours des premiers mois de 1976, à un rythme annuel de plus de 15% mais, vers la fin de l'année, elle est tombée à un taux moyen de moins de 10%. Au premier trimestre, la dépense et la production avaient été stimulées par une accumulation considérable des stocks et par une reprise des exportations qui avait été retardée par certains conflits de travail. Par la suite, le volume des exportations canadiennes enregistra une croissance ralentie, puis une diminution imputable principalement à l'affaiblissement de la reprise économique à l'étranger, tandis que la demande intérieure perdait elle aussi de sa vigueur. À ce chapitre, la diminution des investissements des entreprises fut particulièrement remarquable. Toutefois, le fléchissement de la dépense s'accompagna d'un net ralentissement de l'inflation. Pour la première fois depuis 1973, l'accroissement de l'indice de déflation de la dépense nationale, l'indicateur le plus complet de l'évolution des prix canadiens, enregistra une hausse inférieure à 10%. Ce résultat s'explique principalement par les effets particuliers de l'abondance exceptionnelle des récoltes sur les prix des produits alimentaires et par la persistance de la tendance à la baisse des prix à l'exportation et à l'importation. Si les importantes majorations rétroactives des salaires et des traitements ont eu tendance à masquer l'amélioration de la tenue des coûts intérieurs, la moyenne des gains hebdomadaires a par contre augmenté moins rapidement en 1976 qu'en 1975, et l'incidence de ce ralentissement sur les coûts en main-d'œuvre et sur les prix a été renforcée par une augmentation de la productivité, la première qui ait été un tant soit peu significative depuis 1973.

Principaux indicateurs économiques

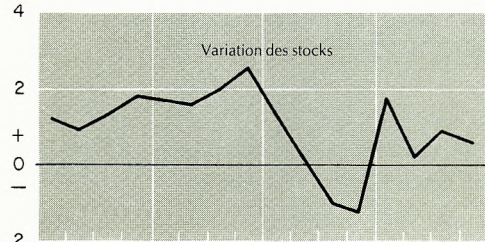
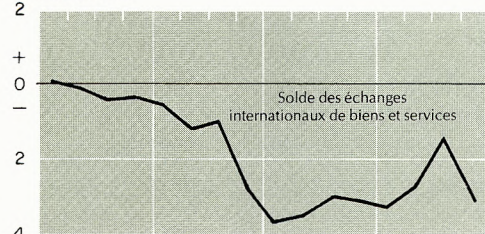
Données désaisonnalisées

Demande intérieure et extérieure

Milliards de dollars de 1971

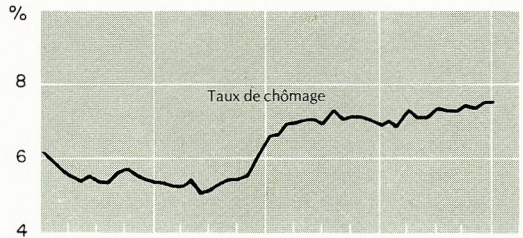
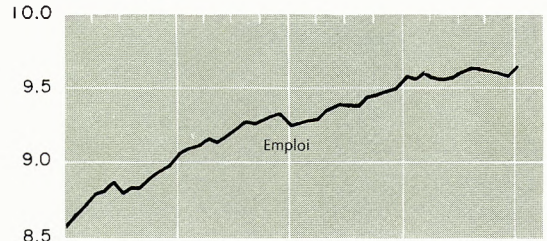


% de la D.N.B.



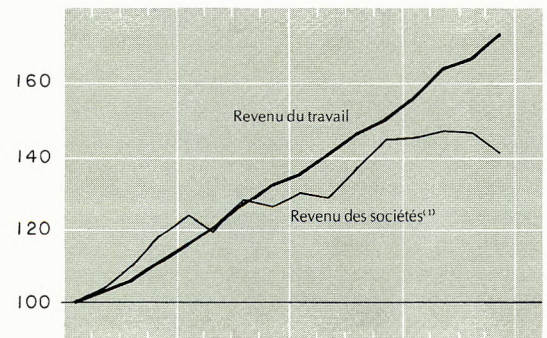
Marché du travail

Millions de personnes



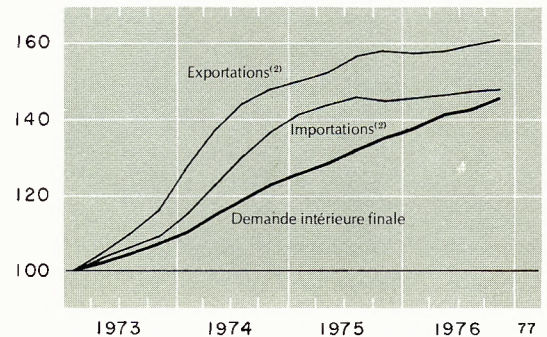
Revenu global

1^{er} trim. 1973 = 100



Indices de déflation des prix

1^{er} trim. 1973 = 100



⁽¹⁾ Comprend les bénéfices, les provisions pour amortissement du capital et l'ajustement de réévaluation des stocks.

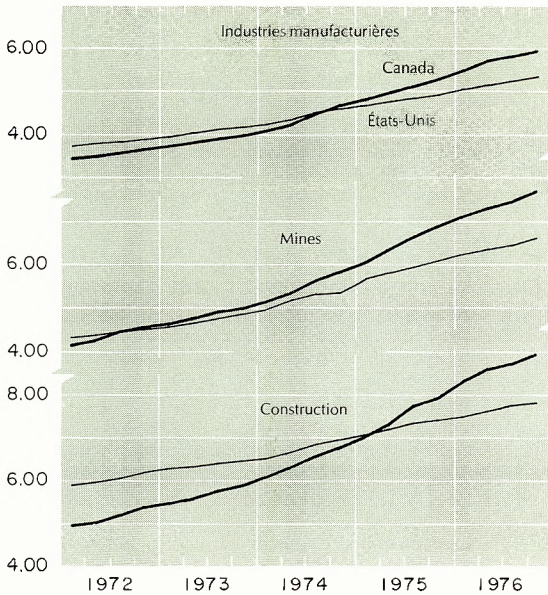
⁽²⁾ Biens et services.

Évolution des salaires au Canada et aux États-Unis

Données désaisonnalisées, sauf indication contraire

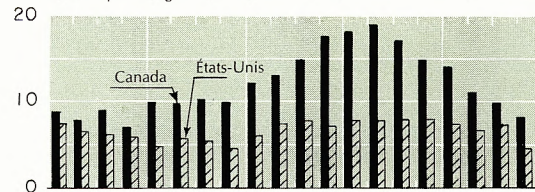
Moyenne des gains horaires

Dollars l'heure (en monnaie nationale)



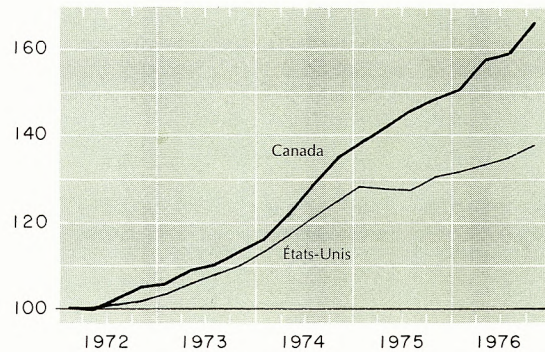
Accords salariaux

Taux moyen d'augmentation annuelle sur la durée des contrats



Coûts unitaires de main-d'œuvre⁽¹⁾

1^{er} trim. 1972 = 100



⁽¹⁾ Salaires, traitements et autres revenus du travail par unité de P.N.B. réel.

En dépit de cette tendance à l'amélioration, les coûts en main-d'œuvre ont continué de grimper en 1976 à un rythme beaucoup plus rapide au Canada qu'aux États-Unis. Même si l'écart considérable qui est apparu ces dernières années entre les coûts en main-d'œuvre au Canada et aux États-Unis ne donne qu'une idée approximative du degré de compétitivité de notre économie, il fait bien ressortir la situation relativement difficile des entreprises canadiennes face à la concurrence étrangère.

Demande intérieure et extérieure

En 1976, le chiffre des ventes intérieures finales a progressé, en valeur et en volume, à un rythme inférieur à celui de l'année précédente; cette croissance a du reste ralenti au second semestre par rapport au premier. Sur l'ensemble de

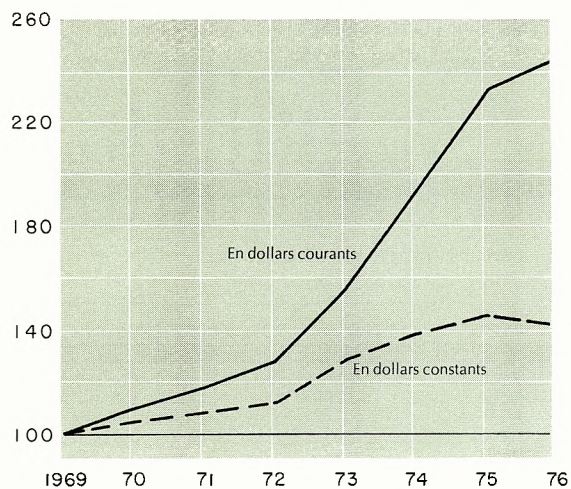
l'année, la demande intérieure finale a augmenté de près de 3½% en volume. Ce taux de croissance est sensiblement égal à celui de la dépense nationale brute à prix constants, mais la progression en volume des ventes intérieures finales a été beaucoup plus régulière.

La croissance en termes réels des dépenses au titre de la consommation et de la construction de logements a ralenti en 1976 par rapport à l'année précédente, mais elle a été supérieure à celle de la D.N.B. à prix constants. La progression du revenu disponible réel des ménages, qui a été elle aussi moins importante que l'année précédente, a néanmoins atteint 4½%; la demande de biens de consommation a de plus été stimulée par la tendance du taux d'épargne des ménages à diminuer par rapport aux sommets atteints précédemment, ce qui pourrait

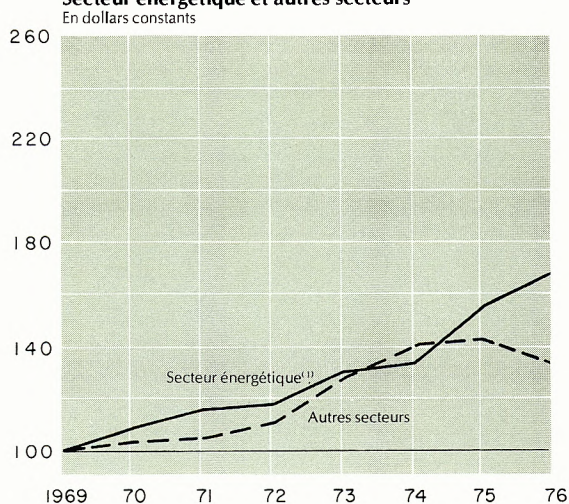
Investissements fixes des entreprises, logements exclus

1969 = 100

Ensemble des investissements



Secteur énergétique et autres secteurs



⁽¹⁾ Comprend les investissements destinés à l'extraction du pétrole et du gaz naturel, à la fabrication de produits à base de pétrole ou de charbon, à la production d'électricité et à la construction de pipe-lines.

s'expliquer par le recul de l'inflation et par le processus normal d'ajustement de l'épargne aux variations à court terme du revenu disponible. En ce qui a trait à la construction des logements, le ralentissement de la croissance s'explique surtout par le fait que la construction avait connu une activité tout à fait exceptionnelle en 1975. Le haut niveau enregistré dans les premiers mois de 1976 s'est maintenu pendant toute l'année. De fait, les mises en chantier ont atteint un nouveau record de plus de 270 000 unités, chiffre beaucoup plus élevé que celui qui avait été prévu, ou visé, au début de l'année. Cette augmentation a été grandement stimulée par un éventail de programmes gouvernementaux destinés à augmenter le nombre des logements à prix modique. En outre, les fonds affectés au financement hypothécaire ont été assez abondants tout au cours de l'année. Toutefois, vers la fin de l'année, il y avait de plus en plus lieu de se demander si la demande parviendrait à absorber

sans difficulté les logements dont la construction devait se terminer au début de 1977. Depuis quelque temps, les taux hypothécaires se détendent, et il semble que les prix des logements existants connaissent un certain fléchissement, imputable peut-être non seulement à un déséquilibre entre l'offre et la demande mais aussi au fait que l'atténuation générale de l'inflation a diminué l'attrait des investissements dans l'immobilier.

En raison de l'ampleur des marges de capacité inutilisée et de l'atonie des bénéficiaires, les investissements fixes des entreprises ont été faibles en 1976 et ils semblent avoir diminué davantage au fil des mois. Les grèves survenues dans l'industrie du bâtiment ont constitué à certains moments d'importants obstacles à la réalisation des projets d'investissements, mais il ne semble pas qu'elles aient été la cause prédominante de la faiblesse des investissements. Les dépenses d'investissement ont de

fait accusé une légère augmentation en 1976, mais celle-ci a été inférieure à la progression des coûts; aussi le taux de formation de capital fixe en termes réels était-il moindre à la fin de 1976 qu'au début de l'année. Les investissements liés à la production d'énergie, qui répondent dans une assez large mesure à des considérations à long terme et dont une grande partie est effectuée par des entreprises du secteur public, ont continué d'afficher une certaine vigueur en 1976; par contre, dans les autres secteurs, où la croissance des investissements en termes réels avait déjà donné des signes d'essoufflement en 1975, la formation de capital a connu un recul appréciable. Les investissements ont été particulièrement faibles dans le secteur manufacturier, dont la compétitivité a été plus directement touchée par la pression des coûts.

La consommation de biens et de services des pouvoirs publics, soit la partie des dépenses publiques qui entre directement dans la D.N.B., a progressé assez fortement en 1976 en raison d'une augmentation considérable des dépenses des provinces et des municipalités. Toutefois, l'ensemble des dépenses du secteur public a enregistré en 1976, par suite notamment d'une diminution de la croissance des allocations versées aux ménages, une progression moins rapide qu'en 1975 et à peine supérieure à celle de la D.N.B. en termes nominaux. Si l'on ne considère que les dépenses du gouvernement fédéral, le taux d'augmentation se situe en dessous de celui de la D.N.B. La position nette des divers niveaux de gouvernement, en termes de comptabilité nationale, ne s'est guère modifiée en 1976, après être passée d'un excédent de 2 milliards de dollars en 1974 à un déficit de 4 milliards en 1975. Si le déficit ne s'est pas accru de façon significative en 1976 par rapport à l'année précédente, c'est que les recettes fiscales ont, par suite notamment de certaines mesures budgétaires, augmenté davantage en 1976.

Le raffermissement de la demande extérieure, surtout aux États-Unis, s'est traduit en 1976 par une augmentation en volume des exportations,

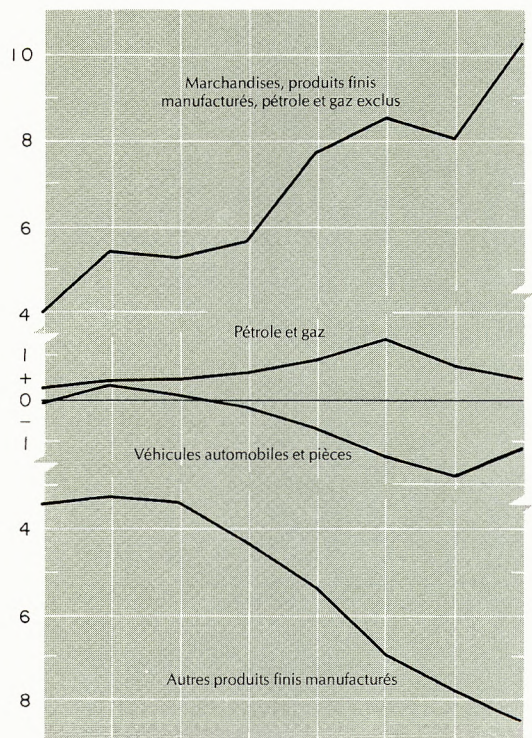
malgré une forte réduction des livraisons de pétrole. Cet accroissement de la demande n'a toutefois pas entraîné de hausse significative des prix à l'exportation. De fait, la hausse enregistrée a été minime, vu l'évolution des prix sur les marchés internationaux et la tenue du dollar canadien, dont le cours est resté relativement élevé pendant presque toute l'année. Les prix à l'importation sont restés stables eux aussi en 1976 et les termes de l'échange ne se sont guère modifiés, ce qui a permis au Canada de conserver les importants gains accumulés depuis 1972. Après avoir accusé une baisse en 1975, les importations en volume se sont redressées à la faveur de l'évolution de la consommation plutôt que de celle des investissements.

Le solde déficitaire de la balance courante, qui avait grimpé à 5 milliards de dollars en 1975, a été ramené à environ 4 $\frac{1}{4}$ milliards de dollars en 1976. La diminution de ce déficit est imputable à un renversement conjoncturel du solde de la balance commerciale, qui est passé d'un déficit d'environ 750 millions en 1975 à un excédent de plus de 1 milliard de dollars en 1976. Près des trois quarts des gains ainsi réalisés ont toutefois été absorbés par le déficit croissant de la balance des invisibles. Les paiements nets au chapitre des intérêts ont augmenté environ de moitié, tandis que les dépenses de voyage des Canadiens, aux États-Unis surtout, progressaient sensiblement. De fait, depuis 1973 le déficit au titre des intérêts, des dividendes et des voyages a augmenté de plus de 2 milliards de dollars; ce chiffre représente près de la moitié de l'augmentation du déficit de la balance courante qui s'est établit, pour la même période, à 4 $\frac{1}{2}$ milliards. Par ailleurs, le solde de la balance commerciale a diminué de plus de 1 $\frac{1}{2}$ milliard par rapport à 1973, par suite notamment de la mévente des produits manufacturés. Le déficit commercial au poste des produits finis (y compris les véhicules automobiles et les pièces) a encore augmenté au cours des trois dernières années de 3.5 milliards de dollars, atteignant presque 10 milliards.

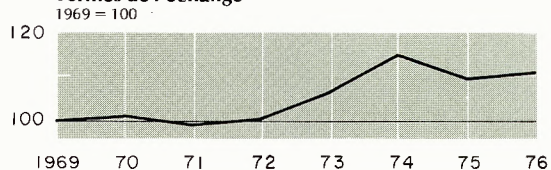
Balance des paiements courants

Milliards de dollars, sauf indication contraire

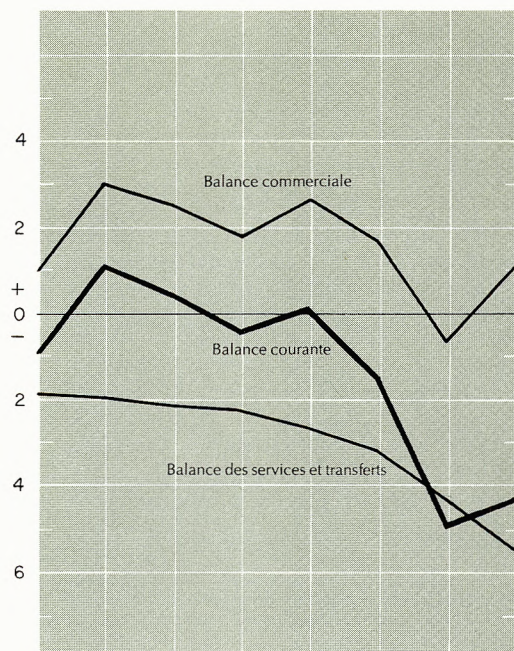
Échanges commerciaux



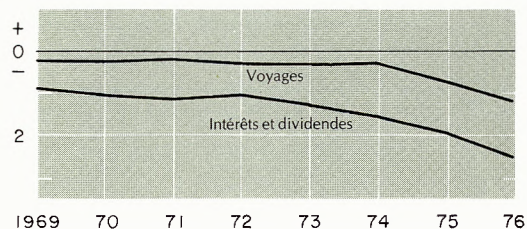
Termes de l'échange



Composantes de la balance courante



Balance des services



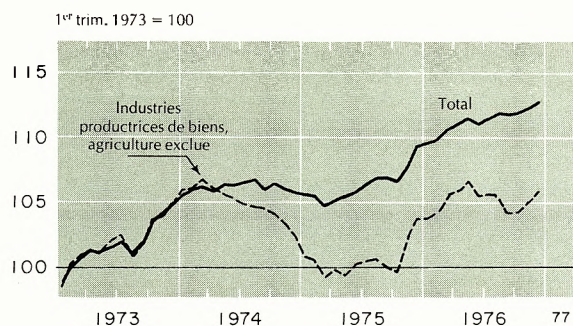
La production et l'emploi

La reprise cyclique de la production amorcée à l'automne 1975 dans le secteur non agricole (principalement dans les industries manufacturières, la construction et les mines) s'est poursuivie jusque vers la fin du printemps, moment où la production atteignait le niveau

record du début de 1974. Par la suite cependant, un affaiblissement de la demande conjugué aux répercussions des conflits de travail - notamment des grèves qui ont paralysé pendant longtemps la construction en Colombie-Britannique et au Québec - ont donné à la reprise une allure assez terne pendant le reste de l'année.

Produit intérieur réel

Données mensuelles désaisonnalisées



Dans le secteur des services, dont la production représente approximativement $\frac{3}{5}$ du produit intérieur global, les facteurs conjoncturels jouent un rôle beaucoup moins important et, bien que les effets des arrêts de travail se soient fait également sentir dans ce secteur, ils n'ont pas suffi à infléchir le rythme de croissance, qui a été modéré mais soutenu. La production agricole a fortement augmenté en volume en 1976, enregistrant les gains les plus importants des cinq dernières années. La production de bétail s'est accrue, et les récoltes ont été dans l'ensemble excellentes; la récolte de blé a été particulièrement bonne, atteignant un volume jusque-là inégalé. Cette augmentation de la production du secteur agricole, observée tant au Canada qu'aux États-Unis, s'est traduite par des pressions à la baisse sur les prix et sur les revenus des agriculteurs.

Bien que la croissance de la production se soit accélérée en 1976 par rapport aux deux années précédentes, la croissance de l'emploi a été relativement faible. Le niveau de l'emploi avait été particulièrement élevé en 1974 et en 1975, empêchant dans l'ensemble toute augmentation de la production par travailleur. L'amélioration conjoncturelle de la productivité des travailleurs enregistrée en 1976 semblait donc s'imposer.

Le niveau particulièrement bas de l'emploi chez les jeunes a peut-être contribué à la baisse du taux d'activité de ce groupe, lequel s'était accru de façon marquée pendant de nombreuses années. La croissance globale de la population active a en fait été très faible en 1976: $1\frac{1}{2}\%$ pendant l'année, soit moins que le taux de croissance de la population en âge de travailler. Le taux de chômage global s'est situé en moyenne à un peu plus de 7% et n'a que légèrement augmenté par rapport à 1975. Toutefois, à la fin de l'année, le taux désaisonnalisé de chômage avait atteint $7\frac{1}{2}\%$ et les données ventilées par région indiquaient que les taux de chômage avaient considérablement augmenté dans les Maritimes ainsi qu'au Québec et que l'écart entre ces taux et la moyenne nationale s'était encore creusé.

L'augmentation marquée au cours des dernières années de la proportion de la population active représentée par les jeunes est une caractéristique importante de l'évolution de la structure du marché du travail au cours de la dernière décennie. Cette augmentation, ainsi que la forte progression du pourcentage de la main-d'œuvre féminine ont fait que la proportion des hommes adultes – le groupe qui s'identifie le plus au marché du travail et pour lequel les taux calculés de chômage sont généralement moins élevés – a progressivement diminué par rapport à l'ensemble de la population active. Ainsi, tandis qu'en 1966 les hommes de 25 ans et plus constituaient 55% de la population active et 43% des chômeurs recensés, ils représentaient seulement 48% de la main-d'œuvre et 28% des sans-emplois en 1976.

Par conséquent, bien que les chiffres récents du chômage semblent très élevés par rapport aux taux observés dans le passé, il convient de faire remarquer qu'une statistique du chômage qui ne tiendrait pas compte de l'évolution des facteurs démographiques et institutionnels ne saurait guère donner une idée exacte de l'évolution du taux des ressources inutilisées sur le marché du travail. Il est évident, en raison notamment de la modification de la composition de la population

active et de la libéralisation des normes relatives aux prestations d'assurance-chômage intervenue au début de la présente décennie, que le taux de chômage associé à un niveau donné de tension sur le marché du travail est beaucoup plus élevé de nos jours qu'il n'était il y a quelques années.

Les revenus, les coûts et les prix

Bien que le taux de croissance nominal d'environ 12% enregistré en 1975 par le revenu global (P.N.B.) ait été maintenu en 1976, la progression de cet agrégat a considérablement ralenti au second semestre, période où elle est tombée à un taux annuel de moins de 10%. Un ralentissement comparable a été observé au chapitre de la masse salariale, qui constitue environ $\frac{3}{5}$ de l'ensemble du P.N.B. À la fin de 1976, le revenu et les bénéficiaires comptables des sociétés avaient eux aussi sensiblement diminué par rapport à la fin de l'année précédente; de même, les revenus nets des agriculteurs, en termes de comptabilité d'exercice, ont de nouveau fléchi par rapport au sommet atteint en 1974.

L'incidence considérable des augmentations versées en 1976 conformément aux clauses rétroactives de conventions collectives dont la conclusion avait été différée a contribué à la forte amélioration du revenu du travail. Ces versements ont été particulièrement importants dans le secteur public au Québec, surtout au deuxième et au dernier trimestre de l'année. Étant donné que les sommes versées à ce titre sont imputables aux périodes précédentes, le fait qu'elles aient été comptabilisées en 1976 a pour effet d'exagérer légèrement l'augmentation réelle du revenu moyen par employé au cours de cette année. Néanmoins, même en faisant abstraction de ces versements rétroactifs extraordinaires, le revenu par employé a augmenté en moyenne de près de 12% en 1976 par rapport à l'année précédente. La statistique des gains hebdomadaires moyens enregistre souvent des fluctuations assez irrégulières, de sorte qu'il n'est pas facile de déterminer les éventuelles variations de sa tendance; il semble toutefois

qu'un certain ralentissement de son taux de croissance se soit produit en 1976. Au second semestre, la croissance de la moyenne des gains hebdomadaires du secteur privé non agricole est descendue à un taux annuel de 10%, niveau le plus faible observé depuis la fin de 1973.

La croissance de la moyenne des gains devrait maintenant ralentir si l'on en juge par la forte tendance à la modération dont témoignent les accords salariaux conclus récemment dans le cadre des principales conventions collectives. Les ententes signées au cours des neuf premiers mois de 1975 prévoyaient des augmentations annuelles moyennes des taux de base de 18% pour la durée des contrats tandis que les augmentations de première année s'établissaient en moyenne à 22%. Depuis l'adoption du programme de lutte contre l'inflation, à l'automne de 1975, les augmentations accordées par les nouveaux accords salariaux ont diminué à chaque trimestre. Au dernier trimestre de 1976, l'augmentation moyenne sur la durée des contrats était d'un peu plus de 8%, et le taux d'augmentation pour la première année d'un peu moins de 10%. Vu que la statistique relative aux accords salariaux tend à sous-estimer l'incidence potentielle des clauses d'indemnité de vie chère, elle a tendance à sous-évaluer l'accroissement du revenu qui en découle. Toutefois, il convient de faire remarquer que l'ampleur des augmentations octroyées dans le cadre de conventions collectives ne comportant pas de clause d'indemnité de vie chère a aussi sensiblement diminué. Au cours du dernier trimestre de l'année, l'augmentation moyenne des salaires sur la durée des contrats de ce type s'est établie à 9 $\frac{1}{2}$ %.

Tout indique par conséquent que l'augmentation des salaires nominaux s'est progressivement ajustée aux directives de la Commission de la lutte contre l'inflation. On ne peut savoir avec certitude ce qu'aurait été l'évolution des salaires nominaux, et par conséquent des prix, en l'absence des contrôles institués, mais il y a tout lieu de croire que l'augmentation

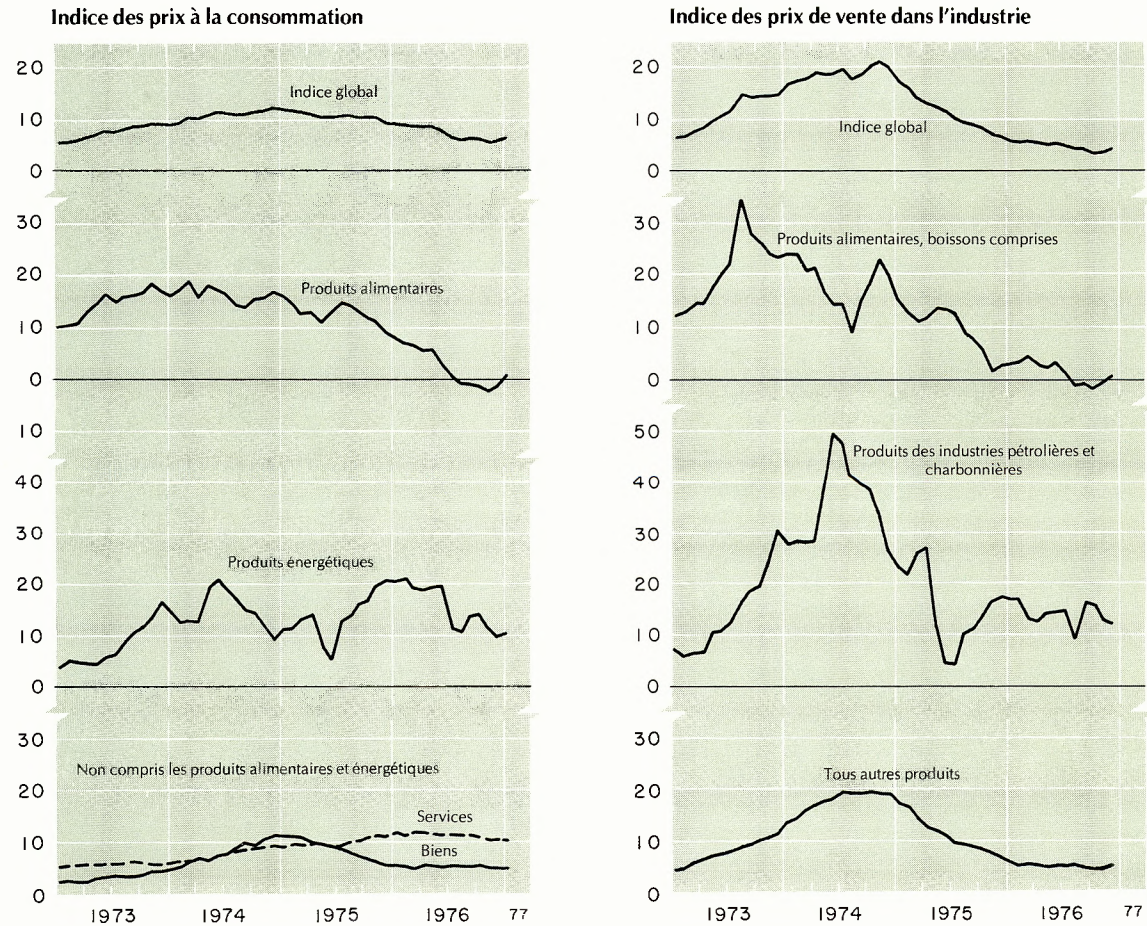
moyenne des salaires, tout au moins au cours des derniers mois, n'aurait pas été aussi modérée si de telles mesures n'avaient pas été prises.

Il ne fait pas de doute que l'atonie des bénéfices des entreprises en 1976 est partiellement due aux mesures limitant d'une part la répercussion des coûts sur les prix et, d'autre part, les marges de profit. Toutefois, il semble que la plupart des entreprises fonctionnaient en deçà de ces limites et qu'il faille par conséquent

chercher la principale cause de la contraction des marges bénéficiaires du côté de la demande et des coûts. En effet, dans le secteur de la production des biens d'équipement, la longueur des marchés a, selon les apparences, grandement influé sur la baisse des bénéfices. Au surplus, les conflits de travail qui ont entraîné, au moins jusqu'à l'automne, un nombre sans précédent de pertes en journées-homme ont été, eux aussi, de nature à faire baisser les profits.

Taux de variation des prix intérieurs

Périodes de 12 mois



L'amélioration de la productivité s'est apparemment traduite en 1976, abstraction faite des versements d'augmentations rétroactives, par une certaine atténuation de la tendance à la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre; après déduction de ces rappels, l'augmentation du coût de la main-d'œuvre par unité produite s'établit à 10¹/₄% sur l'ensemble des quatre trimestres de 1976, contre 11¹/₂% l'année précédente. L'amélioration de la tenue des prix intérieurs s'explique principalement par les répercussions particulières qu'ont eues pour les consommateurs l'offre abondante de produits alimentaires au Canada et le relâchement des prix des produits échangés sur les marchés internationaux.

Les cours des matières premières assez sensibles aux fluctuations de la demande ont encore baissé en 1976. Au printemps et au début de l'été, on assista à une hausse passagère de ces cours, en particulier du prix des métaux, due aux anticipations de raffermissement de la demande dans les pays industrialisés; toutefois, une légère baisse a été de nouveau enregistrée au second semestre. Sous l'effet du ralentissement de la croissance de l'activité industrielle, les cours des métaux eurent tendance à baisser par rapport aux sommets atteints au milieu de l'année; cette baisse coïncida avec un fléchissement des prix de la viande et des grains, imputable à un accroissement des approvisionnements. Ces pressions à la baisse ont plus que compensé la tendance à la hausse qui se faisait sentir à des degrés divers au niveau d'autres produits, notamment d'un certain nombre de denrées alimentaires d'origine tropicale et de fibres naturelles. Le renchérissement des produits finis vendus sur les marchés internationaux s'est également modéré en 1976. Dans ce contexte, étant donné la tenue relativement ferme du cours affiché par le dollar canadien pendant la plus grande partie de l'année, les prix à l'exportation et à l'importation, et par voie de conséquence les prix des produits canadiens sensibles aux variations de la conjoncture internationale, augmentèrent dans des proportions relativement modestes.

Les facteurs mentionnés précédemment ont fortement influé sur les prix de vente dans l'industrie canadienne, dont la hausse a continué de s'atténuer progressivement en 1976. Au dernier trimestre, l'indice global des prix affichait une progression de 4% seulement par rapport à l'année précédente. Ces facteurs ont également influé sur l'évolution des prix à la consommation. À la fin de 1976 et au début de 1977, la croissance sur douze mois de l'indice des prix à la consommation avait été ramenée à approximativement 6%, après avoir touché un creux de 5.6% à l'automne. Cependant, les prix de détail des denrées alimentaires se sont maintenus à peu près au niveau de l'année précédente, tandis que l'indice des prix à la consommation, produits alimentaires exclus, progressait de 8.5% contre 9.75% en 1975. Les prix des biens de consommation autres que les denrées alimentaires et l'énergie n'ont augmenté que de 5¹/₄% à la fin de 1976 par rapport à la fin de 1975; mais dans le secteur des services, où les coûts de main-d'œuvre représentent une proportion plus grande du coût total et où la pression de la concurrence internationale est relativement faible, les prix ont encore augmenté d'environ 11% comparative-ment à la fin de 1975.

L'évolution monétaire et financière

La politique monétaire et les objectifs en matière d'expansion monétaire

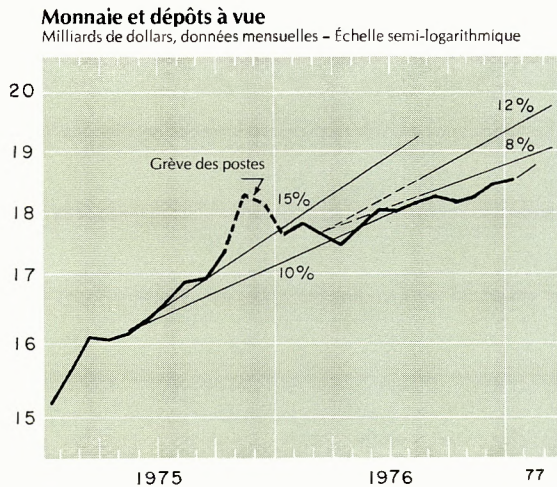
Depuis quelque temps déjà, la politique monétaire suivie au Canada vise à maintenir l'expansion monétaire à un rythme qui permette à la fois d'assurer une croissance raisonnable de l'activité économique et d'atténuer l'inflation. Sur le plan pratique, un tel objectif implique une réduction progressive, mais soutenue, du taux de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue ou M_1 , agrégat monétaire qui se limite essentiellement aux principales formes de monnaie utilisées au Canada pour effectuer des paiements.

À l'automne 1975, la Banque du Canada annonçait pour la première fois les limites qu'elle avait fixées à l'expansion monétaire. Pour commencer, elle essaya de maintenir le taux tendanciel de croissance de M_1 à un niveau qui serait nettement inférieur à 15% l'an, mais qui ne serait pas de moins de 10%. Le choix d'une telle fourchette traduisait le désir de la Banque d'éviter une réduction trop brusque ou trop draconienne du taux d'expansion monétaire. Le caractère modéré de cet objectif initial est évident, si l'on pense qu'un taux annuel de croissance monétaire ne dépassant pas 4 à 5% l'an serait probablement suffisant, en régime de stabilité des prix, pour maintenir à son niveau le taux moyen de croissance à long terme de la production.

À la lumière des relations fonctionnelles fondées sur l'expérience passée, on considéra qu'un taux de croissance monétaire voisin du centre de la fourchette visée, soit environ 12% l'an, serait suffisant pour assurer une croissance du revenu national en dollars courants de l'ordre de 13 à 14% l'an, sans que pour cela les taux d'intérêt ne doivent être modifiés. La mesure dans laquelle un flux de dépenses globales de cet ordre pourrait entraîner en fait un taux satisfaisant de croissance de la production et de l'emploi dépendrait essentiellement du comportement des salaires et des prix. Si le rythme de croissance des coûts en salaires et des prix ne ralentissait pas, la dépense globale aurait tendance à augmenter davantage que ne le permettrait le taux de croissance visé de la masse monétaire, ce qui entraînerait une hausse du loyer de l'argent. Dans ces circonstances, l'augmentation des taux d'intérêt tendrait à freiner la croissance des dépenses et par conséquent à modérer le rythme d'accroissement des prix. Cependant, si le rythme de croissance des salaires et des prix ralentissait, les taux d'intérêt n'auraient pas à augmenter; de fait, si les progrès enregistrés dans la lutte contre l'inflation étaient suffisamment rapides, le loyer de l'argent diminuerait, favorisant ainsi une accélération de la croissance de la production et de l'emploi.

Masse monétaire et taux de croissance visés

Données désaisonnalisées



En fait, du deuxième trimestre de 1975 au premier trimestre de 1976, la D.N.B. en termes nominaux augmenta à un taux annuel supérieur à 17½%. Dans ces conditions, la monnaie hors banques et les dépôts à vue que le public désirait détenir enregistrèrent également une forte augmentation, et l'on observa tout au long de la période une tendance persistante de la masse monétaire à dépasser la limite supérieure de la fourchette visée par la Banque. Pour contre-carrer cette tendance, la Banque procéda à deux majorations successives des taux d'intérêt à court terme. La première eut lieu au début de septembre 1975 et la seconde au début de mars 1976.

Au cours du second semestre de 1976, le rythme de croissance de la masse monétaire baissa brusquement; le taux tendanciel de croissance, qui était d'environ 15% l'an par rapport à la période de base, tomba alors à 10%, soit à la limite inférieure de la fourchette visée à l'époque, et resta à ce niveau tout au long de l'été. Ce ralentissement de la croissance de la masse monétaire était dû en partie au fait

qu'après une forte poussée au premier trimestre, le taux de croissance de la D.N.B. s'atténa considérablement jusqu'à la fin de l'année.

En août, la Banque annonçait une révision à la baisse des objectifs d'expansion monétaire; le communiqué précisait que, dès lors, la fourchette visée pour le taux tendanciel de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue serait calculée par rapport au niveau de M1 enregistré durant la période de base centrée sur mars 1976 et s'établirait entre 8 et 12% l'an. Le choix de ce nouvel objectif s'inspirait de l'opinion qu'un taux de croissance de M1 se situant à l'intérieur de cette plage serait compatible avec le double objectif d'une croissance raisonnable de la production réelle et d'une réduction progressive du taux d'inflation.

Peu après que la Banque eut annoncé ce nouvel objectif, il devint clair que le rythme de croissance de M1 se situait au-dessous de la limite inférieure visée, situation qui persista jusqu'à la fin de l'année. Bien que le ralentissement de la croissance de M1 au deuxième semestre de 1976 eût été un peu trop marqué pour être uniquement imputable à l'affaiblissement de la conjoncture économique, il ne faisait aucun doute que des mesures correctives s'imposaient. C'est ainsi qu'à trois reprises, en novembre et en décembre 1976, puis en février 1977, les taux d'intérêt à court terme furent ajustés à la baisse. Il était encore beaucoup trop tôt à la fin de février pour que ces mesures eussent produit pleinement leurs effets d'accroissement sur la croissance tendancielle de la masse monétaire et ramené cette dernière à un niveau plus conforme aux objectifs économiques de la Banque. De la période de base centrée sur mars 1976 à janvier 1977, le taux de croissance de M1 aura été de 6% l'an; les premières estimations indiquent qu'en février la croissance de M1 s'est rapprochée quelque peu de la fourchette visée.

Si l'on tient compte du niveau de la D.N.B. et des taux d'intérêt à court terme enregistrés en 1976, on voit que l'une des composantes de M1,

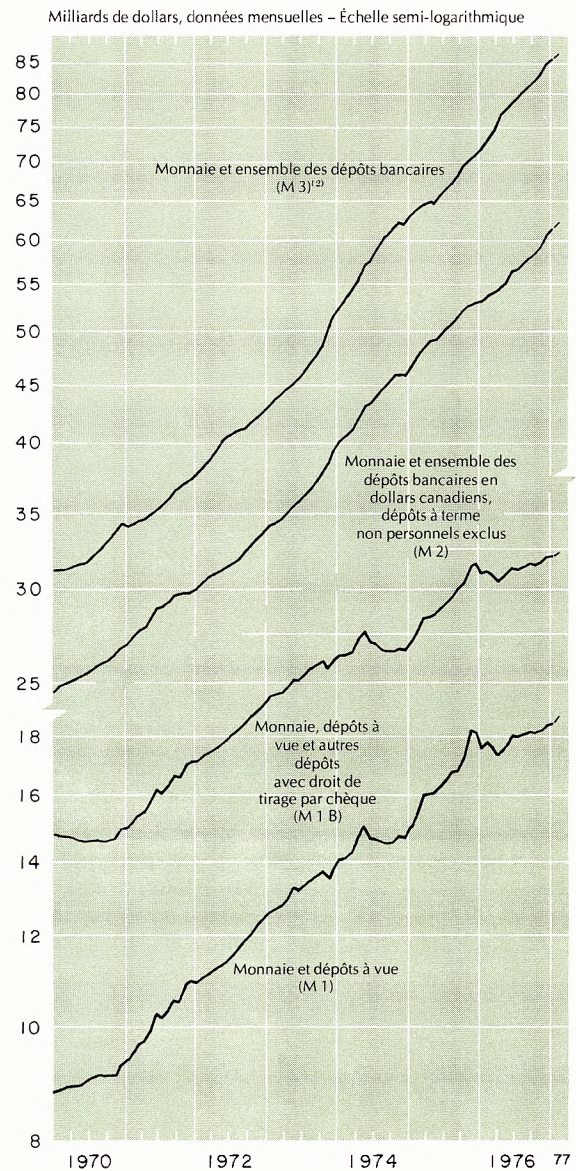
les dépôts à vue, a affiché une tendance de plus en plus marquée au cours de l'année à rester en deçà des niveaux que nous aurions pu prévoir à la lumière de notre connaissance des relations fonctionnelles dégagées de périodes passées. Depuis quelque temps déjà, les dépôts à vue aux États-Unis se comportent de façon analogue. Il y a donc lieu de penser que la portion de chaque dollar de revenu que le public juge utile de conserver en moyenne sous forme de dépôt à vue aux fins de transaction a tendance, depuis quelque temps, à diminuer un peu plus vite que par le passé. Bien que les causes de ce phénomène ne soient pas encore très bien connues, on peut se demander si la chute récente de M1 au-dessous de la fourchette visée a une importance économique aussi grande que celle que les statistiques suggèrent à première vue. Dans les mois qui viennent, la Banque étudiera ce problème de près pour déterminer s'il s'agit d'un phénomène qui est appelé à se maintenir ou à disparaître aussi rapidement qu'il était apparu. S'il se révèle que la diminution exceptionnellement rapide des encaisses de transaction que le public désire détenir pour chaque dollar de revenu reflète un changement d'habitudes durable, il sera dès lors nécessaire de tenir compte de ce changement dans la détermination des objectifs en matière d'expansion monétaire.

La tendance des agrégats monétaires au sens large

Le comportement des agrégats monétaires définis au sens large, qui comprennent en plus de la monnaie hors banques et des dépôts à vue, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme dans les banques, a été en 1976 très différent de celui de M1. Les taux de croissance de ces agrégats monétaires ont non seulement été plus élevés que ceux de M1, mais, autant que l'on puisse en juger, ils n'ont guère diminué au fil des mois. Le graphique ci-contre permet de comparer l'évolution de M1 et de trois agrégats plus vastes au cours des dernières années. Un simple coup

Monnaie hors banques et dépôts bancaires du public⁽¹⁾

Données désaisonnalisées



⁽¹⁾ Non compris les dépôts du gouvernement canadien.

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

d'oeil révèle que l'addition des dépôts bancaires transférables par chèque aux données relatives à M1 (ce qui donne l'agrégat M1B) ne fait que réduire le taux tendanciel de croissance de la «masse monétaire» sans modifier de façon significative le profil de croissance de l'agrégat. Cependant, en ajoutant à M1B tous les autres types de dépôts d'épargne et de dépôts à terme dans les banques, on obtient (avec l'agrégat M3) des résultats très différents. En effet, non seulement le taux tendanciel de croissance de cet agrégat est beaucoup plus élevé que celui de M1, mais son profil sur longue période en est assez différent. En utilisant une définition intermédiaire de la masse monétaire (M2), qui comprend tous les dépôts personnels dans les banques à charte, la monnaie hors banques et les dépôts à vue, mais qui exclut les dépôts à terme non personnels, on obtient une courbe semblable à celle de l'agrégat le plus vaste.

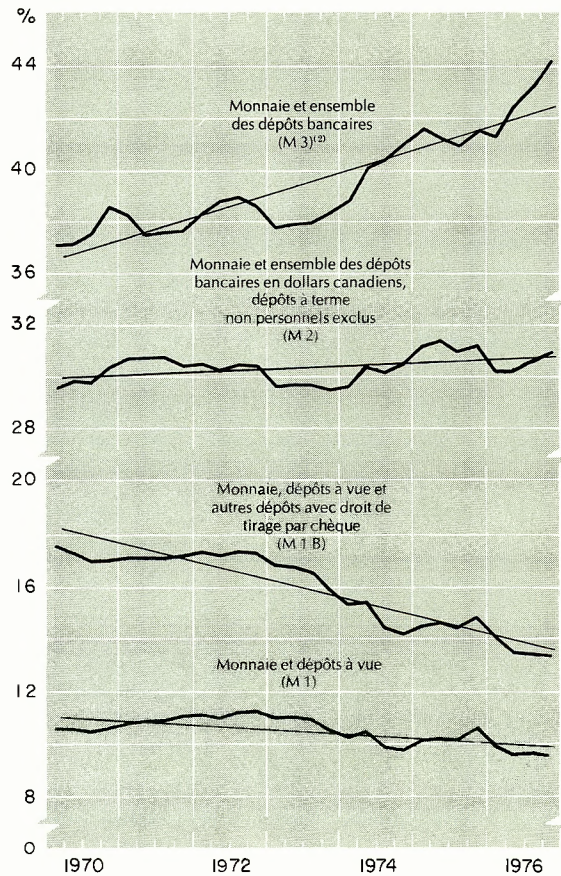
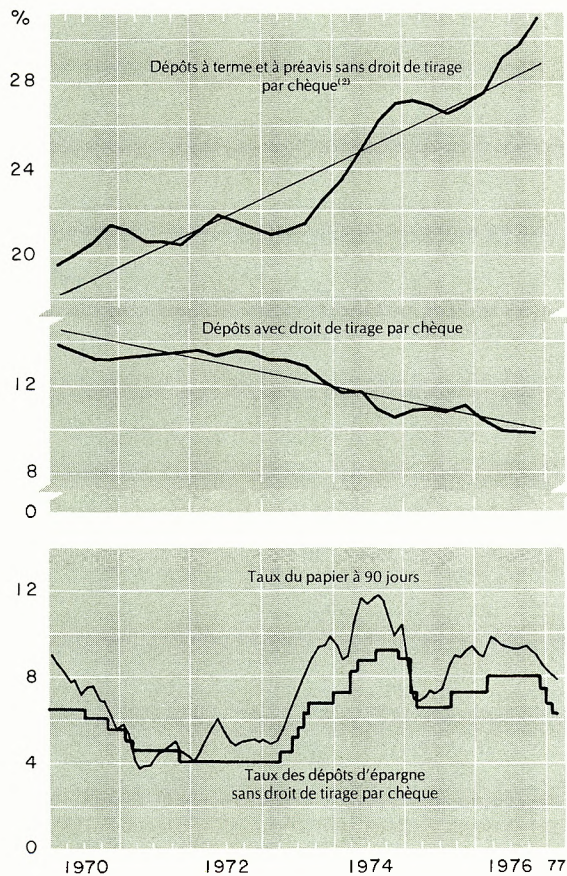
Afin de faire ressortir le comportement très différent des deux principales composantes des agrégats monétaires au sens large, nous avons réuni au graphique de la page 27 deux courbes illustrant l'évolution, au cours des sept dernières années, du ratio Dépôts d'épargne et dépôts à terme dans les banques/D.N.B. et l'autre l'évolution du ratio Dépôts avec droit de tirage par chèque/D.N.B. Cette comparaison permet de faire deux observations importantes. La première est l'accroissement, considérable sur longue période, du volume des dépôts d'épargne et des dépôts à terme – deux types de dépôts dont les taux d'intérêt sont ajustés périodiquement de façon à rester plus ou moins concurrentiels par rapport à ceux des autres instruments comparables du marché monétaire – que le public détient par dollar de D.N.B. Cette évolution contraste grandement avec la tendance à la baisse affichée par la portion de chaque dollar de D.N.B. représentée par les dépôts transférables par chèque dont la rémunération, généralement fixe, est ou bien nulle ou relativement faible. On déduit de cette observation que la plupart des gens ont désiré, à mesure que leur revenu

augmentait, garder une plus forte proportion de ce revenu dans des comptes productifs d'intérêt.

La seconde observation importante qui se dégage de cette comparaison réside dans la divergence marquée des fluctuations à court terme enregistrées au cours de la période par chacune de ces deux catégories de créances monétaires par rapport à leur tendance à long terme, divergence qui est liée de toute évidence à la façon très différente dont ces créances ont réagi aux variations du niveau général des taux d'intérêt à court terme. Lorsque le niveau général des taux d'intérêt était en hausse, le public se montrait disposé à réduire plus rapidement qu'à l'ordinaire la fraction de chaque dollar de revenu détenue sous la forme peu rémunératrice de dépôts transférables par chèque, et ce, dans le but de bénéficier des taux d'intérêt plus élevés rattachés aux autres types d'avoirs financiers. Durant ces périodes, les banques faisaient face à une demande accélérée de prêts et, devant la compression du flux de dépôts transférables par chèque, redoublaient d'efforts pour attirer des dépôts d'épargne et des dépôts à terme, dont le coût est plus élevé. C'est ainsi qu'elles eurent tendance à faire monter les taux d'intérêt qu'elles étaient disposées à verser sur les dépôts. Ces taux d'intérêt alléchants incitèrent le public à accroître la fraction de chaque dollar de revenu qu'il déposait dans des comptes d'épargne et des comptes de dépôts à terme et à diminuer l'encaisse de transaction ainsi que les autres avoirs liquides qu'il détenait. Bien que les banques aient alors répercuté dans une large mesure sur les emprunteurs la progression rapide des coûts de leurs dépôts, l'augmentation des taux d'intérêt créditeurs semble avoir engendré en général un accroissement temporaire de la part du marché du crédit assurée par le système bancaire. Par contre, lorsque le niveau général des taux d'intérêt était à la baisse, ces tendances se renversaient. Les banques se montraient moins pressées à attirer des dépôts dont le coût était élevé et offraient des taux d'intérêt moins compétitifs sur

Dépôts bancaires et agrégats monétaires⁽¹⁾ en % de la D.N.B.

Données désaisonnalisées, moyennes trimestrielles
sauf dans le cas des taux d'intérêt



⁽¹⁾ Non compris les dépôts du gouvernement canadien.

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

les comptes d'épargne et les comptes à terme. En réaction à cette situation, le public augmentait ses créances financières liquides sur les autres secteurs et se préoccupait moins du manque à gagner résultant du fait de garder sous forme d'encaisse de transaction une proportion des revenus plus grande que celle qui est requise

simplement pour effectuer des paiements.

L'ensemble des répercussions de ces facteurs de courte durée sur la progression des dépôts de durée plus longue sur la progression des agrégats monétaires plus larges qui, à la différence de celle de M1, a été légèrement supérieure à l'augmentation de la D.N.B. et s'est même

accélérée en période de renchérissement du loyer de l'argent. Compte tenu d'une part du taux de croissance du revenu national en termes nominaux qui s'est maintenu en 1976 en dépit de l'affaiblissement de l'activité économique et d'autre part de la hausse enregistrée en septembre 1975 et en mars 1976 par les taux d'intérêt versés sur les dépôts bancaires, il n'est guère surprenant que les agrégats monétaires au sens large aient continué de croître pendant la plus grande partie de l'année 1976 à un taux sensiblement plus rapide que 15% l'an.

Étant donné que les agrégats au sens plus large englobent différents types de créances monétaires qui réagissent chacun de façon très différente aux variations du revenu et des taux d'intérêt, il est difficile d'interpréter et de prévoir leur comportement. Jusqu'ici, la Banque n'a pas jugé pratique, dans la mise en œuvre de la politique monétaire, de faire un usage intensif de ces agrégats au sens large et les a trouvés beaucoup moins utiles que l'agrégat de base, monnaie hors banques et dépôts à vue.

L'évolution des taux d'intérêt

Pendant l'hiver et le début du printemps de 1976, les taux d'intérêt ont été influencés par deux forces qui produisaient des effets contraires: une tendance à la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et les mesures restrictives prises par la Banque du Canada en vue de modérer la forte demande de monnaie et de crédit. Tout d'abord, les taux à court terme entamèrent une tendance à la baisse qui fut renversée sous la pression des opérations de la Banque du Canada au début de février. Ce mouvement à la hausse fut renforcé au début de mars par un relèvement du taux d'escompte, qui fut porté le 8 mars de 9 à 9 $\frac{1}{2}$ %.

À la suite de cette modification du taux d'escompte, les taux créditeurs et débiteurs des institutions financières furent ajustés à la hausse. Les taux préférentiels des banques furent relevés de $\frac{1}{2}$ point pour s'établir à 10 $\frac{1}{4}$ %, tandis que le taux d'intérêt des comptes d'épargne sans droit

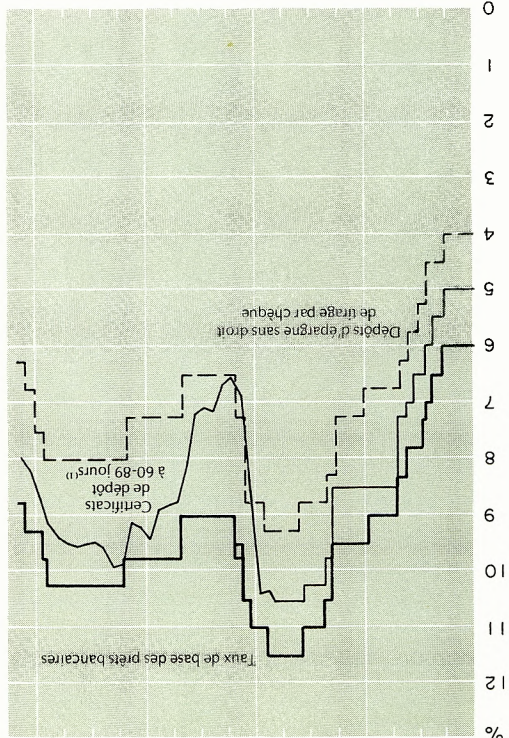
de tirage par chèque était relevé de $\frac{3}{4}$ de point pour s'établir à 8%. Ces développements se traduisirent par un certain amenuisement des marges entre les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs pratiqués par les banques. Les taux des prêts hypothécaires et les taux créditeurs des dépôts à terme personnels, notamment ceux des certificats d'investissement garantis des sociétés de fiducie, augmentèrent aussi mais pas autant que les autres taux pratiqués par les institutions financières.

La demande de crédit bancaire fut plutôt forte au cours de cette période, d'autant que les entreprises avaient besoin de fonds pour financer l'accumulation des stocks effectuée au premier trimestre. Devant la forte demande de crédit et la diminution rapide de leurs avoirs liquides, les banques à charte se livrèrent une vive concurrence pour l'obtention de gros dépôts à terme non personnels. Les taux de ces dépôts grimperent de près de 1 point, atteignant 10 $\frac{1}{4}$ %, ce qui eut tendance à pousser encore plus haut les taux du marché à court terme. Les taux du papier commercial étant devenus moins attrayants, le marché du papier fut délaissé par les entreprises, qui recoururent de nouveau à leurs lignes de crédit bancaires. La demande de crédit bancaire s'intensifia donc davantage suscitant des anticipations d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt préférentiels. Pendant un certain temps les opérations de la Banque du Canada visèrent à faire obstacle au renchérissement de l'argent sur le marché. Cet objectif fut atteint durant la deuxième semaine d'avril: les taux des gros dépôts à terme dans les banques tombèrent à 9 $\frac{3}{4}$ %, entraînant dans leur chute les autres taux d'intérêt à court terme.

Cette progression des taux à court terme constatée durant les premiers mois de 1976 freina la tendance à la baisse des taux de rendement des obligations à long terme, qui avaient fléchi en février d'environ $\frac{1}{2}$ point par rapport à leur sommet de 1975. Le relèvement du taux d'escompte et les perspectives de nouvelles augmentations provoquèrent une

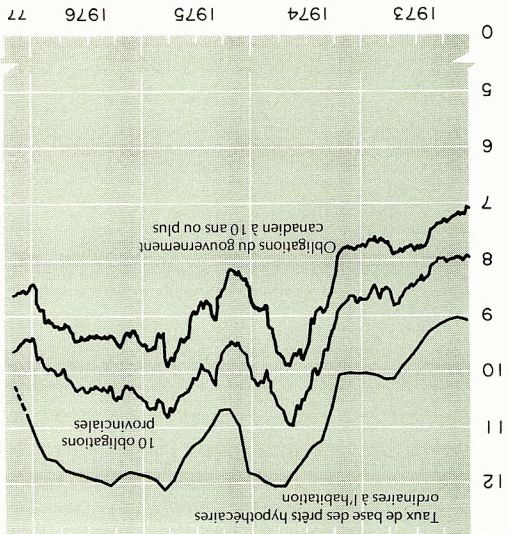
Taux d'intérêt

Quelques taux bancaires représentatifs



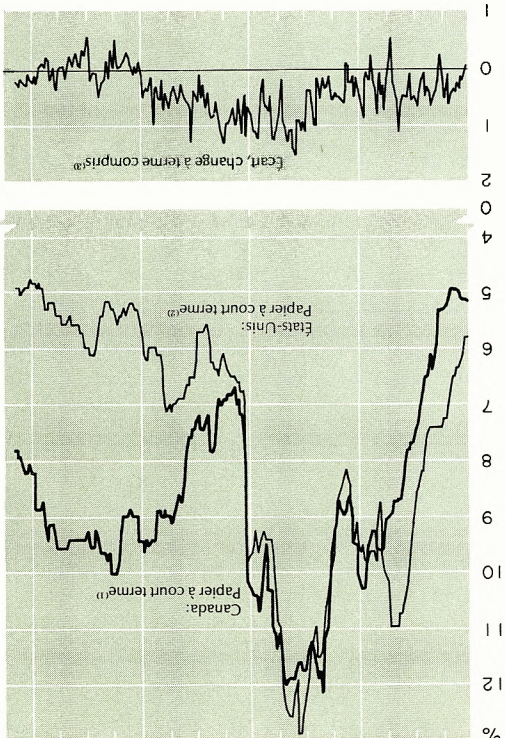
(11) Les chiffres de la période antérieure à novembre 1974 correspondent aux taux pratiqués dans le cadre de la convention dite de Winnipeg.

Canada



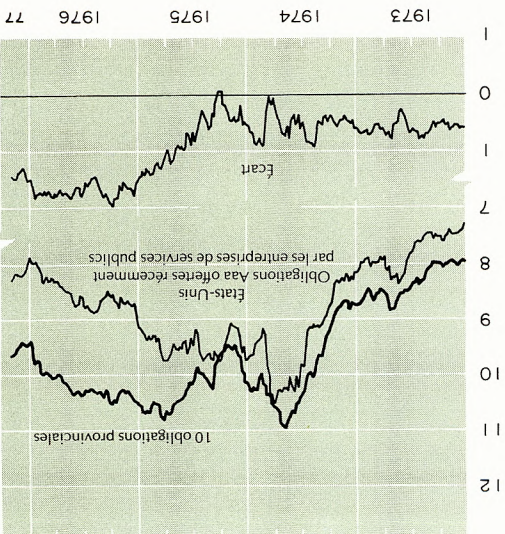
À court terme

Taux à 3 mois



À long terme

Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux États-Unis



(12) Papier des sociétés de financement.
 (13) Papier commercial vendu par des négociants en valeurs mobilières.
 (14) Écart entre les taux en vigueur au Canada et aux États-Unis d'autre part, compte tenu du report ou du déport sur le dollar E.-U. au Canada.

hausse temporaire du taux de rendement des obligations à long terme, mais une fois ces anticipations dissipées, les taux de rendement s'infléchirent de nouveau; au mois d'avril, ils étaient à un niveau à peine supérieur à celui qu'ils avaient atteint en février.

Les fluctuations des taux d'intérêt à court terme s'étant adoucies au cours de mars et d'avril, ces taux conservèrent une stabilité relative pendant tout l'été et le début de l'automne. Aux États-Unis, par contre, la structure des taux d'intérêt afficha un profil tout à fait différent au cours de cette période. Au printemps, la politique monétaire prit une orientation restrictive dans ce pays en réaction à une accélération de la croissance des agrégats monétaires, et les taux d'intérêt du marché à court terme enregistrèrent une vive hausse en mai et en juin. Toutefois, à la fin de juin le taux de croissance des agrégats monétaires était retourné à l'intérieur des fourchettes visées par le *Federal Reserve Board* et les taux d'intérêt entamèrent un mouvement à la baisse qui s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année. Le repli des taux d'intérêt aux États-Unis se traduisit par un accroissement considérable de l'écart qui existait déjà entre les taux à court terme américains et canadiens et exerça une pression à la baisse sur ces derniers. Pendant l'été, les opérations de la banque centrale au Canada visèrent à modérer l'incidence de cette pression. Parallèlement, le coût de la couverture à terme des risques de change sur le dollar canadien effaçait l'attrait exercé par le niveau plus élevé des taux d'intérêt à court terme canadiens, de sorte qu'il n'y a pas eu durant cette période de stimulant permanent susceptible de favoriser des entrées de capitaux à court terme couverts contre les aléas du change.

Les taux d'intérêt à long terme au Canada furent également stables durant le printemps et l'été. Cependant, à la fin d'août ces taux commencèrent à s'aligner sur ceux des États-Unis, qui allaient poursuivre leur mouvement à la baisse jusqu'en décembre. Même si l'écart qui

est apparu entre les taux à long terme canadiens et américains au premier trimestre de 1976 s'est modifié quelque peu en 1976, dans l'ensemble il s'est maintenu jusqu'à la fin de l'année. Étant donné l'importance des besoins de financement des emprunteurs canadiens, l'attrait des taux d'intérêt moins élevés pratiqués à l'étranger les encouragea à recourir beaucoup plus aux sources de financement de l'étranger en 1976. Les entrées de capitaux ainsi créés expliquent en partie la tendance à la baisse du loyer de l'argent et les pressions à la hausse qu'a subies le taux de change dans notre pays pendant la plus grande partie de l'année.

Durant les derniers mois de l'année, considérant le faible rythme de la croissance économique et la lente progression de M1 qui en découlait, la Banque du Canada atténua quelque peu la résistance qu'elle opposait à la tendance à la baisse des taux d'intérêt. Cependant, il aurait été difficile, en pleine campagne de vente d'Obligations d'Épargne du Canada, de prendre des mesures supplémentaires pour faire baisser les taux d'intérêt. Le 22 novembre, vu que le financement recherché avait été obtenu, l'émission fut retirée du marché. Le taux d'escompte fut aussitôt réduit de 9½ à 9%. Du début d'octobre à la dernière semaine de novembre, les taux du marché à court terme avaient, à en juger par le taux du papier à 90 jours des sociétés de financement, diminué d'environ ¾ de point. Cette chute des taux d'intérêt, conjuguée au climat d'incertitude engendré par le résultat des élections de la mi-novembre au Québec, contribua à provoquer un rajustement important du cours du dollar canadien, ce à un moment où il était considéré comme surévalué par bon nombre, vu l'ampleur du déficit de la balance canadienne des paiements courants. Pendant quelque temps, le taux de change et les marchés financiers intérieurs connurent une certaine instabilité. La situation corrigée, la Banque réduisit pour une seconde fois son taux d'escompte, qui passa ainsi à 8½% le 22 décembre.

À la fin de janvier 1977, alors que les

réductions du taux d'escompte mentionnées précédemment n'avaient pas encore produit tous leurs effets sur le niveau désiré de l'encaisse détenue par le public, la Banque du Canada jugea qu'il était nécessaire de faire baisser encore les taux d'intérêt pour ramener le taux de croissance de la masse monétaire à l'intérieur de la fourchette visée. Le taux d'escompte fut donc réduit une troisième fois de $\frac{1}{2}$ point et abaissé à 8% le 1^{er} février 1977.

Les taux débiteurs et créditeurs fixés par les institutions financières furent ajustés à la baisse à la suite de chacune des trois réductions du taux d'escompte. Les taux préférentiels des banques à charte furent abaissés à trois reprises et diminuèrent de $1\frac{1}{2}$ point pour s'établir à $8\frac{3}{4}$ %. Les taux des dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque furent également réduits à trois reprises, enregistrant un recul de $1\frac{3}{4}$ point, qui les a portés à $6\frac{1}{4}$ % ; l'intérêt versé par les banques sur les dépôts à terme personnels diminua aussi dans la même proportion. De cette façon, les banques augmentèrent les marges entre les taux d'intérêt créditeurs et débiteurs qui avaient été comprimées en mars. Les taux des prêts hypothécaires à l'habitation enregistrèrent au cours de cette période une baisse de $1\frac{1}{2}$ point, qui ramena le taux des prêts hypothécaires ordinaires à $10\frac{1}{4}$ % et celui des prêts hypothécaires octroyés en vertu de la loi nationale sur l'habitation à 10%.

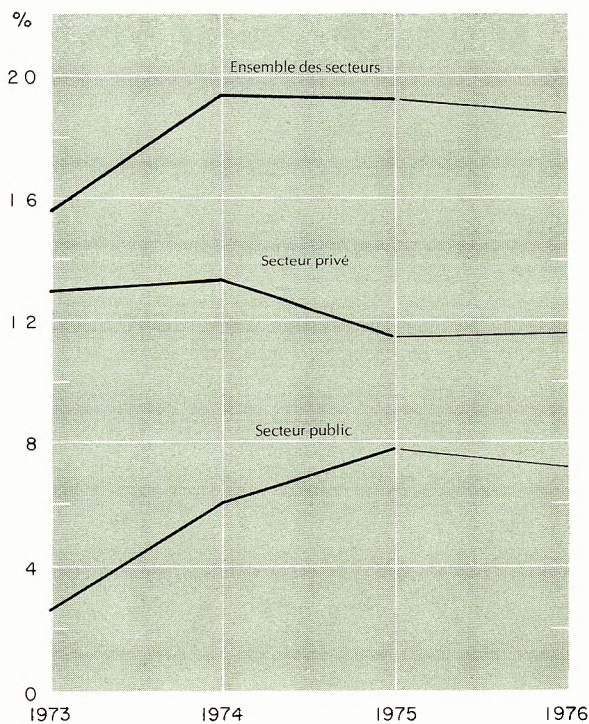
En général, les taux d'intérêt à court terme du marché ont suivi la baisse du taux d'escompte. De cette journée d'octobre où les taux du marché à court terme commencèrent à faiblir jusqu'au début de février, le loyer de l'argent recula de $1\frac{1}{2}$ %. Par suite de la baisse enregistrée par la plupart des taux à court terme, le rendement des obligations à long terme baissa très rapidement en décembre. Ces derniers temps toutefois, les taux à long terme n'ont pas emboîté le pas à la nouvelle réduction des taux à court terme, mais ont plutôt eu tendance à se relever, encouragés en cela par la tendance à la hausse des taux à long terme aux États-Unis.

Les flux de crédit et les intermédiaires financiers

En 1976, l'ensemble des nouveaux emprunts contractés par les principaux secteurs non financiers a progressé à un rythme voisin de celui de la dépense nationale brute. Toutefois, la proportion des nouveaux emprunts par rapport à la D.N.B., qui avait considérablement augmenté en 1974, est demeurée assez élevée, comparativement aux années précédentes. En 1974, la progression du ratio de l'ensemble des emprunts à la dépense nationale avait eu pour cause principale l'accroissement sensible des besoins de financement des gouvernements et de leurs entreprises. L'année suivante, les besoins de

Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En % de la D.N.B.



Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

	En milliards de dollars			
	1973	1974	1975	1976
Emprunteurs				
Entreprises non financières				
emprunts	5.1	6.4	4.0	6.3
papier à court terme	— 0.2	1.4	0.3	0.4
obligations	0.7	1.2	2.3	2.6
actions	0.4	0.4	0.9	0.9
investissements directs des non-résidents	0.8	0.7	0.6	— 0.5 ^e
Emprunteurs hypothécaires ⁽¹⁾	6.3	6.2	7.2	7.8 ^e
Consommateurs	2.8	2.9	3.3	3.9 ^e
Ensemble du secteur privé	15.9	19.3	18.5	21.4 ^e
Provinces et municipalités ⁽²⁾				
emprunts	0.4	0.3	0.4	0.1
papier à court terme et bons du Trésor	— 0.1	— 0.1	0.3	— 0.2
obligations — achetées avec des fonds du Régime de pensions du Canada	1.0	1.2	1.4	1.5
— autres	2.0	3.1	6.5	7.9
Gouvernement canadien				
bons du Trésor	0.6	0.9	0.6	1.6
obligations négociables	— 0.2	0.8	0.7	1.8
Obligations d'épargne du Canada	— 0.4	2.4	2.7	0.8
Ensemble du secteur public	3.3	8.7	12.6	13.4
Ensemble du financement obtenu	19.2	28.1	31.1	34.8 ^e
Sources de financement				
Institutions financières				
prêts — banques	7.1	8.0	7.7	9.8 ^e
— autres institutions	7.0	7.3	6.7	7.9 ^e
achats de titres — banques	0.0	1.4	— 0.0	1.5 ^e
— autres institutions	2.5	2.1	4.5	4.4 ^e
Ensemble des institutions financières	16.6	18.8	18.9	23.7 ^e
Titres achetés directement par les investisseurs canadiens				
— non négociables	— 0.4	2.4	2.9	0.9
— autres	— 0.6 ^e	1.5 ^e	0.7 ^e	— 0.4 ^e
Titres achetés par les non-résidents	0.5 ^e	1.8 ^e	4.5 ^e	8.2 ^e
Investissements directs des non-résidents	0.8	0.7	0.6	— 0.5 ^e
Secteur public	1.7	2.0	2.6	2.3
Banque du Canada	0.6	1.0	0.8	0.6
Ensemble du financement accordé	19.2	28.1	31.1	34.8 ^e

e: estimations.

⁽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 emprunts contractés par les entreprises du secteur public. Les prêts accordés par le gouvernement canadien sont exclus.

financement du secteur public accusaient de nouveau une forte avance en chiffres absolus de sorte que, en dépit d'une diminution des emprunts du secteur privé, le rapport de l'ensemble des emprunts à la dépense nationale est pratiquement resté au niveau déjà élevé enregistré en 1974. Toutefois en 1976, l'accroissement du montant des emprunts contractés par les principaux agents non financiers a été en grande partie imputable aux appels de fonds du secteur privé, notamment des sociétés. L'accroissement modéré des investissements fixes des entreprises conjugué à un fort redressement de la tendance des stocks au premier trimestre de l'année et à une faible progression des ressources d'auto-financement ont contribué à faire augmenter de 1.6 milliard de dollars les besoins de financement des sociétés non financières en 1976. Bien que ces sociétés aient gonflé au cours de l'année leurs portefeuilles d'avoirs financiers et entrepris de modifier la structure de leur passif exigible, les ratios de liquidité n'ont pu être ramenés aux niveaux d'avant 1974.

L'élément le plus frappant en ce qui concerne les flux de crédit enregistrés en 1976 a été la modification notable de l'importance relative des principales sources de financement. Le pourcentage du financement total représenté par les concours obtenus de l'étranger par les principaux emprunteurs non financiers, après être passé de 9% en 1974 à 16% en 1975, s'est élevé à 22% en 1976. Parallèlement, les fonds canalisés par les intermédiaires financiers canadiens ont progressé de 61 à 68%. Le recours accru à ces deux sources de financement est allé de pair avec une baisse des achats directs de titres effectués par les investisseurs canadiens.

L'accroissement de l'écart entre les taux d'intérêt à long terme en vigueur au Canada et à l'étranger – phénomène qui est apparu en 1975 et qui s'est maintenu pendant la majeure partie de 1976 – a grandement encouragé d'une part les emprunteurs canadiens à émettre des titres à l'extérieur et d'autre part les non-résidents à

acheter des titres émis sur le marché canadien. De plus, l'importance persistante de l'ensemble de leurs besoins de financement incita les emprunteurs canadiens à s'adresser aux marchés étrangers, où ils pouvaient lancer fréquemment des emprunts très importants. Bien que le volume net de titres émis sur les marchés canadiens en 1976 tant par les institutions financières que par les autres agents économiques ait dépassé les niveaux records de 1975, l'ensemble des nouvelles émissions de titres vendus à l'étranger par des Canadiens s'est chiffré à plus de 8 milliards de dollars, soit le double du montant recueilli en 1975. La plus grande partie de ces concours a été obtenue sur les marchés américains, mais le tiers des fonds est venu de l'euro-marché – actuellement en pleine expansion – auquel se sont adressées principalement les institutions financières et les entreprises des gouvernements provinciaux. Les emprunteurs canadiens ont été attirés par ce marché en partie parce qu'ils pouvaient y trouver un financement à plus long terme comparativement aux années précédentes et aussi parce qu'un volume croissant d'obligations libellées en dollars canadiens est négocié sur ce marché. De plus, les investisseurs étrangers, les pays de l'O.P.E.P. en particulier, ont acheté sur le marché canadien 1.5 milliard de dollars de titres. Le produit intégral de ces emprunts en devises étrangères n'a pas été immédiatement converti en dollars canadiens. En 1976, les dépôts bancaires en devises étrangères des résidents a marqué une forte progression qui s'explique par le fait qu'au moins une partie des fonds empruntés sur les marchés extérieurs avaient été gardés en prévision d'éventuels besoins en dollars É.-U. ou, dans certains cas, d'une dépréciation du dollar canadien.

Le solde traditionnellement excédentaire des investissements directs a fait place en 1976 à une sortie nette de fonds imputable au fait que la conjoncture était moins favorable au Canada pour les investissements et que des agences publiques canadiennes se sont portées acquéreurs

Principaux avoirs des institutions financières⁽¹⁾

	En milliards de dollars déc. 1976	Taux annuels de variation			
		Années			
		De déc. 1972 à déc. 1973	De déc. 1973 à déc. 1974	De déc. 1974 à déc. 1975	De déc. 1975 à déc. 1976
Institutions de dépôt					
Banques à charte ⁽²⁾	79.3	19	19	13	17
Sociétés de prêt hypothécaire liées à des banques à charte	2.5	64	20	28	38
Sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire	22.9	21	16	17	18
Credit unions, caisses populaires et banque d'épargne du Québec	15.9	24	16	23	21
Total partiel	120.6	21	18	15	18
Institutions d'épargne contractuelle					
Compagnies d'assurance-vie	24.2	9	7	11	11
Caisses de retraite	23.5	14	13	15	14
Total partiel	47.7	11	10	13	12
Sociétés de financement ou de prêt à la consommation	10.3	18	16	9	6
Total	178.6	17	16	14	16

⁽¹⁾ Sauf en ce qui concerne les banques, les données de décembre 1976 sont des estimations.

⁽²⁾ Principaux avoirs en dollars canadiens; moyenne des mercredis.

d'intérêts étrangers dans les industries canadiennes du pétrole, de la potasse et de la construction aéronautique.

L'entrée nette de capitaux à long terme résultant d'emprunts placés sur les marchés étrangers était plus que suffisante pour effacer le déficit considérable du compte courant de la balance des paiements. Aussi, le cours du dollar canadien a-t-il conservé sa fermeté jusque vers la fin de 1976. Par la suite, étant donné la situation fondamentale de la balance des paiements, la baisse des taux d'intérêt et les premières réactions du marché aux résultats des élections au Québec contribuèrent à affaiblir le dollar.

La principale cause du recours accru des emprunteurs canadiens aux intermédiaires

financiers du pays en 1976 a été la progression des emprunts contractés par le secteur privé, particulièrement les entreprises, qui en général s'adressent davantage à ces institutions pour satisfaire leurs besoins de financement que les gouvernements. L'accroissement des emprunts des sociétés non financières s'est traduit en grande partie par une augmentation des emprunts auprès des banques. De plus, en 1976 les institutions financières, surtout les banques à charte, ont augmenté leurs achats nets de titres. Environ la moitié des achats de titres effectués par les banques était constituée d'obligations des sociétés et de papier à court terme. Les autres achats de titres effectués par les banques portaient sur des obligations du gouvernement canadien et des bons du Trésor, mais ces achats

de titres n'ont pas empêché le coefficient des avoirs liquides libres de l'ensemble des banques de tomber de 8.1 à 7.3% en 1976. Les achats de titres effectués par les institutions parabancaires sont demeurés au haut niveau de 1975; au chapitre des opérations hypothécaires, il semble que l'accroissement plutôt lent des sorties de fonds au cours des deux dernières années ait encouragé au moins certaines institutions à consacrer une plus grande partie de leurs ressources à des achats de titres.

L'accroissement des avoirs de l'ensemble des principales institutions financières s'est accéléré en 1976 pour passer de 14% en 1975 à 16% en 1976, sous l'impulsion donnée surtout par les banques à charte. Exception faite de ces dernières, les sociétés de prêt hypothécaire liées aux banques à charte ont été les seules institutions financières dont l'expansion se soit considérablement accélérée en 1976 par rapport à l'année précédente. La progression accélérée de leurs avoirs s'est produite en dépit du ralentissement de la croissance de l'ensemble des prêts hypothécaires à la construction résidentielle en 1976, et les sociétés ont accru leur part du marché qu'elles détenaient.

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 1976 et au début de 1977 pour mettre en œuvre sa politique monétaire et s'acquitter 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. Cette section traite également de la participation de la Banque du Canada à de récents accords monétaires internationaux.

Les opérations effectuées dans le cadre de la politique monétaire

Dans l'exécution de ses opérations journalières, la Banque du Canada tient compte des niveaux des taux d'intérêt à court terme qui lui paraissent, selon la conjoncture, le plus susceptibles de faciliter la réalisation de ses objectifs. Au cours de l'année 1976, la gestion quotidienne des réserves-encaisse a été plus énergique qu'elle ne l'a souvent été dans le passé, ce dans le but d'influencer plus rapidement le niveau des taux d'intérêt à court terme. De même, le volume et la fréquence de ses opérations d'open-market ont servi, au besoin, à tempérer les mouvements des taux d'intérêt et aidé les marchés financiers à s'ajuster de façon ordonnée aux variations du taux d'escompte. Le Tableau II de l'Annexe retrace, par période de réserve, l'évolution des réserves-encaisse des

banques à charte. Quant au Tableau III, il présente un relevé des opérations sur titres effectuées par la Banque du Canada au cours de chacun des mois de l'année.

Pendant les mois de janvier et de février 1976, la Banque du Canada a resserré de plus en plus sa politique de gestion des réserves-encaisse excédentaires afin de limiter le recul qu'enregistraient les taux d'intérêt à court terme au Canada, par suite notamment de la tendance à la baisse des taux d'intérêt américains. De plus, les ventes nettes, par la Banque, d'obligations à court et à moyen terme et la réduction de ses avoirs en bons du Trésor sont venues renforcer cette mesure restrictive. Les taux d'intérêt ont cessé de baisser à la fin de janvier pour s'inscrire de nouveau en hausse au début de février. Fin février début mars, cette tendance à la hausse se renforçait, et le taux d'escompte fut relevé le 8 mars 1976, passant de 9 à 9¹/₂%. Les taux du marché à court terme enregistrèrent immédiatement une vive hausse et la possibilité de nouvelles majorations des taux d'intérêt fut fortement envisagée. En réponse à cette situation, la Banque acheta sur le marché un montant substantiel de bons du Trésor dans le but de stabiliser les taux de rendement à court terme au haut niveau qu'ils avaient atteint. En même temps, elle augmentait sensiblement le montant des réserves-encaisse excédentaires mises à la disposition du système bancaire.

De la mi-mars au début d'avril, la Banque opposa une résistance encore plus forte aux pressions à la hausse qui s'exerçaient sur les taux du marché monétaire en achetant un montant important d'acceptations bancaires. Le montant des réserves-encaisse excédentaires mises à la disposition du système bancaire fut aussi augmenté considérablement pendant la deuxième quinzaine de mars et resta très élevé durant la période de réserve suivante, particulièrement au début de celle-ci. En dépit du niveau élevé des réserves-encaisse excédentaires et des achats massifs effectués par la Banque dans le cadre de ses opérations d'open-market, les taux du marché monétaire, entraînés par la hausse rapide des taux des certificats de dépôt émis par les banques, poursuivirent leur ascension durant la deuxième quinzaine de mars et restèrent jusqu'au début d'avril aux niveaux ainsi atteints. Cette évolution, au moins en partie, était liée à la vive diminution des avoirs liquides des banques survenue en mars et à la persistance d'une forte demande de crédit. En outre, les milieux financiers anticipèrent une nouvelle série de relèvements du taux d'escompte et des taux préférentiels des banques. Vers la seconde semaine d'avril toutefois, les mesures prises par la Banque du Canada produisirent l'effet désiré: les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt se relâchèrent et, à la faveur d'une atténuation de la vive concurrence à laquelle se livraient les banques pour obtenir de gros dépôts, la plupart des taux du marché monétaire fléchirent de nouveau, puis se stabilisèrent. Par la suite, les banques à charte se mirent à reconstituer leurs portefeuilles d'avoirs liquides et les achats de bons du Trésor qu'elles effectuèrent se traduisirent par une baisse du taux de rendement de ces titres. La Banque opposa une certaine résistance à cette tendance en procédant en avril à des ventes de bons sur le marché.

Contrairement aux taux du marché monétaire à court terme qui affichèrent au printemps une tendance à la hausse, les taux de rendement des obligations à court terme du gouvernement

canadien furent l'objet de pressions à la baisse à partir de la dernière quinzaine de mars, à cause surtout de gros achats effectués sur le marché par des non-résidents. C'est ainsi que la Banque fut amenée à procéder en avril, en mai et au début de juin à des ventes nettes d'obligations à court terme et à moyen terme du gouvernement canadien.

De juin à fin octobre, les opérations de la Banque visèrent à maintenir les taux d'intérêt du marché monétaire au niveau auquel ils se situaient. Un tel objectif obligea la Banque à adopter, durant la majeure partie de l'été, une politique restrictive de gestion des réserves-encaisse, puisque le recul des taux d'intérêt aux États-Unis renforçait les anticipations d'une baisse des taux au Canada. Cependant, à la fin de juillet et au début du mois d'août, la Banque acheta sur le marché des bons du Trésor à court terme afin de modérer la hausse des taux de rendement de ces titres. Au cours de la deuxième quinzaine du mois d'août, la Banque fit le contraire et vendait des bons du Trésor pour contrecarrer la nouvelle tendance à la baisse affichée par ces titres. Les taux d'intérêt à court terme se mirent à baisser vers la fin d'octobre. La Banque du Canada assouplit alors sa politique de gestion des réserves-encaisse des banques, et les taux d'intérêt continuèrent de baisser progressivement.

Le 22 novembre, une réduction de $\frac{1}{2}$ point ramenait le taux d'escompte à 9%. La baisse des taux à court terme s'était accélérée en prévision de cette mesure et, comme les taux d'intérêt continuèrent à baisser, la Banque dut resserrer sa politique de réserves-encaisse excédentaires. Toutefois, au cours de la période de quatre jours chevauchant la fin de novembre et le début de décembre, la Banque procédait à des achats de bons du Trésor et d'acceptations bancaires à très court terme dans le but d'atténuer certaines pressions passagères particulièrement fortes que subissait le système bancaire. Ces achats de bons du Trésor et d'acceptations bancaires, ainsi que ceux qui furent effectués à la mi-décembre, eurent également pour résultat de compenser en

partie les effets de la hausse saisonnière de la circulation fiduciaire sur les réserves-encaisse.

Le 22 décembre, une nouvelle réduction de $\frac{1}{2}$ point portait le taux d'escompte à $8\frac{1}{2}\%$. Cette seconde diminution se produisit plut tôt que ne l'avaient généralement prévue les milieux financiers. Le rendement des bons du Trésor baissa immédiatement d'environ $\frac{3}{8}$ de point et le taux des autres titres à court terme, de $\frac{1}{2}$ à $\frac{3}{4}$ de point. Les milieux financiers ne tardèrent pas à anticiper une troisième réduction du taux d'escompte. Même si la Banque favorisait une tendance à la baisse des taux d'intérêt à court terme, elle désirait néanmoins en atténuer le rythme et c'est ainsi qu'elle resserra fortement sa politique de gestion des réserves-encaisse excédentaires dans les derniers jours de décembre. De plus, les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt à court terme s'étant intensifiées, la Banque vendit sur le marché un montant très élevé d'obligations à court et à moyen terme et de bons du Trésor.

Durant la première quinzaine de janvier 1977, la Banque continua de contrecarrer la baisse des taux d'intérêt à court terme en appliquant une politique restrictive de gestion des réserves-encaisse excédentaires des banques et en vendant des bons du Trésor dans le cadre de ses opérations d'open-market. Vers la mi-janvier, les taux d'intérêt s'étaient stabilisés.

Le 1^{er} février 1977, le taux d'escompte a été l'objet d'une nouvelle réduction de $\frac{1}{2}$ point qui l'a ramené à 8% . Par la même occasion, le coefficient minimum des réserves secondaires* des banques à charte a été réduit de $5\frac{1}{2}$ à 5% , mesure qui prit effet immédiatement. Ce coefficient avait atteint 9% quelques années auparavant, mais, par suite de réductions successives, il était tombé à $5\frac{1}{2}\%$ au début de 1975. Au début

de février, les taux d'intérêt à court terme ont diminué de $\frac{1}{4}$ à $\frac{1}{2}$ point et ils sont par la suite demeurés assez stables jusqu'à la fin du mois.

Comme on peut le voir au Tableau III de l'Annexe, la valeur nominale des acceptations bancaires, ainsi que des obligations et des bons du Trésor du gouvernement canadien détenus par la Banque, a augmenté de 633 millions de dollars en 1976. Ce montant tient compte des variations qu'entraînent, au niveau de ce portefeuille, les opérations d'open-market, les prises en pension d'effets, les achats nets de bons du Trésor et d'obligations que fait la Banque à l'occasion des nouvelles émissions, ainsi que les transactions nettes effectuées avec les portefeuilles du gouvernement et avec d'autres clients. L'arrivée à échéance de 172 millions de dollars de «débentures» de la Banque d'expansion industrielle – qui sont devenues des engagements de la Banque fédérale de développement – a fait diminuer d'autant les avoirs de la Banque en titres de la B.E.I. Ces avoirs s'établissaient à la fin de l'année à 858 millions de dollars.

Les avoirs de la Banque en monnaies étrangères ont augmenté au cours de l'année de 288 millions de dollars, par suite des opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. Ces opérations de swap, qui s'effectuent à l'initiative de la Banque du Canada avec l'assentiment du ministère des Finances, visent à la fois à faciliter la politique de gestion des réserves-encaisse et à apporter une plus grande souplesse au calendrier des opérations de la Banque sur titres du gouvernement canadien. Ces swaps sont dénoués lorsque l'occasion se présente pour la Banque d'accroître son portefeuille de titres du gouvernement, par exemple lors des nouvelles émissions d'obligations, des adjudications de bons du Trésor ou de certaines opérations d'open-market.

La gestion de la dette publique

En 1976, les opérations de financement du gouvernement canadien ont causé une augmentation de 3 473 millions de dollars de l'encours,

*Aux termes de la Loi sur les banques, les réserves secondaires d'une banque à charte comprennent ses avoirs en bons du Trésor du gouvernement canadien, ses prêts au jour le jour consentis aux négociants en valeurs mobilières, plus la portion des billets de la Banque du Canada et des dépôts auprès de la Banque du Canada qui excède le montant obligatoire de ses réserves-encaisse. Exprimé en pourcentage du passif-dépôts en dollars canadiens, ce coefficient détermine le montant minimum que chacune des banques à charte est tenue de maintenir en moyenne au cours d'un mois à titre de réserves secondaires.

à la valeur nominale, des titres négociables en dollars canadiens et par un accroissement de 755 millions du montant des Obligations d'Épargne du Canada en circulation. Quant aux dépôts du gouvernement en dollars canadiens, ils ont diminué de 585 millions.

Le gouvernement s'est procuré 1 645 millions de dollars d'argent frais en accroissant l'encours des bons du Trésor. De ce chiffre, 1 420 millions ont été obtenus par voie d'augmentation de l'encours de bons à 3 et à 6 mois à l'occasion des adjudications hebdomadaires; le solde de 225 millions a été également obtenu à l'occasion des adjudications trimestrielles de bons à un an. Il convient de souligner que le montant des bons du Trésor détenus par le secteur non bancaire est passé de 559 à 1 429 millions de dollars.

L'encours, à la valeur nominale, des obligations négociables en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement s'est accru de 1 828 millions. (On trouvera de plus amples renseignements à ce sujet au Tableau IV de l'Annexe.) De l'ensemble des obligations négociables émises par le gouvernement en 1976, 44% étaient des titres à moyen terme et 40% des titres à long terme. La préférence marquée pour ces titres à plus long terme a eu pour effet de prolonger l'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en circulation émises ou garanties par le gouvernement, laquelle a augmenté de 13 mois pour s'établir à six ans et cinq mois; l'échéance de ces titres ne s'était pas prolongée depuis plus de dix ans. Les six emprunts obligataires lancés par le gouvernement en 1976 étaient presque identiques dans leur composition. Chacun d'eux comportait trois tranches: une tranche à court terme, une à moyen terme et une autre à long terme.

Les modalités de l'émission 1976-1977 d'Obligations d'Épargne du Canada furent annoncées le 9 septembre. Le taux de rendement moyen à l'échéance, en 1985, des obligations de cette émission fut fixé à 9.13%: 8 $\frac{1}{2}$ % pour la première année et 9 $\frac{1}{4}$ % pour chacune des huit années restantes. Le montant maximum des

souscriptions autorisées par personne est passé de 25 000 à 15 000 dollars. L'émission suscita beaucoup d'intérêt auprès des épargnants et fut retirée du marché le 22 novembre à la clôture des opérations, après que les objectifs eurent été atteints. Cette émission rapporta un montant brut de 2 171 millions de dollars. En raison des remboursements effectués, l'accroissement de l'encours des Obligations d'épargne s'établit à 1 629 millions pour le dernier trimestre de 1976 et à 755 millions pour l'ensemble de l'année.

Jusqu'au 1^{er} novembre 1976, les détenteurs d'obligations négociables 9 $\frac{1}{4}$ % 1^{er} février 1977 avaient la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 9 $\frac{1}{4}$ % 1^{er} février 1982. Ainsi, 593 millions de dollars de titres ont été échangés, de sorte qu'il ne restait que 7 millions de dollars d'obligations de l'émission originale lorsque celle-ci est arrivée à échéance en février 1977. Quant aux détenteurs d'obligations 7% 1^{er} juillet 1977, ils avaient, pendant la période de six mois comprise entre le 1^{er} juillet et le 31 décembre 1976, la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 7 $\frac{1}{2}$ % 1^{er} juillet 1982. Seulement 1.2 million de dollars d'obligations de cette émission ont été échangées.

En mars 1976, le gouvernement procédait à l'annulation de 5.4 millions de dollars d'obligations 5 $\frac{1}{2}$ % 1^{er} août 1980 et de 5.3 millions de dollars d'obligations 9 $\frac{1}{2}$ % 15 juin 1994. En décembre 1976, le CN procédait à son tour à l'annulation de 9.1 millions de dollars d'obligations garanties par le gouvernement canadien. Toutes ces obligations avaient été acquises en vertu des dispositions des fonds de rachat.

Les opérations sur devises étrangères

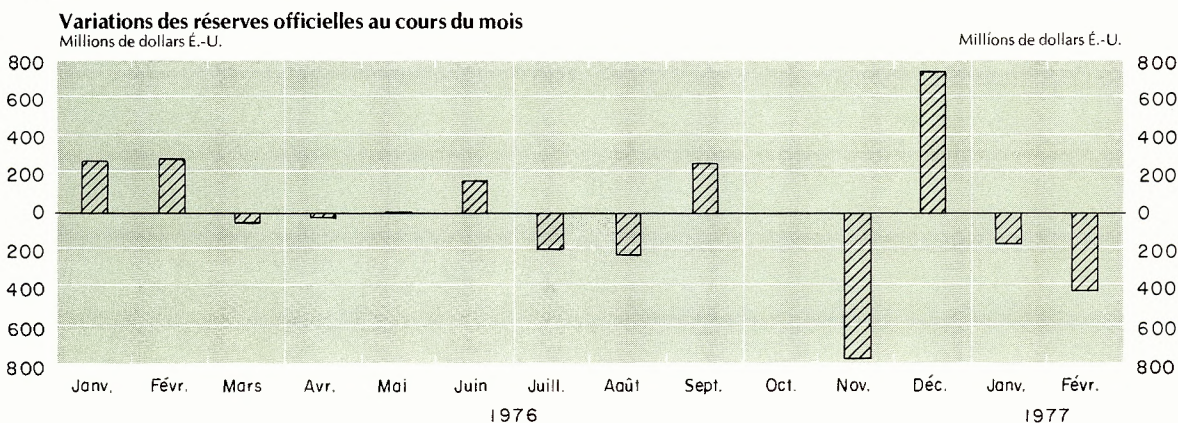
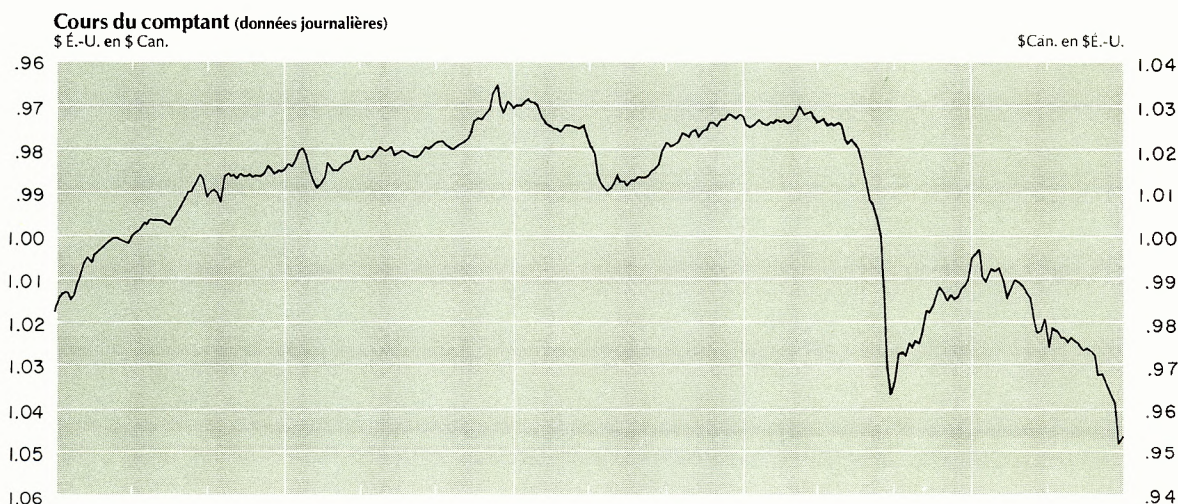
La valeur du dollar canadien sur le marché des changes a été en moyenne de quelque 3% plus élevée en 1976 qu'en 1975, et le taux de change a accusé des fluctuations beaucoup plus considérables qu'au cours des années précédentes. Le dollar canadien a atteint son plus haut niveau de l'année, soit \$É.-U. 1.0389 au mois de juin, et touché son creux à \$É.-U. 0.9588 en novembre.

À la fermeture des marchés à la fin de l'année, le cours du dollar s'établissait à \$É.-U. 0.9913 contre \$É.-U. 0.9843 à la fin de 1975. Le cours élevé du dollar canadien ainsi que les fluctuations plus fréquentes enregistrées au cours de l'année s'expliquent par les entrées massives, mais parfois irrégulières, de capitaux à long terme. Vers la fin de novembre, la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Canada et aux États-Unis ainsi que les incertitudes provoquées par les résultats des élections

au Québec incitèrent le public à penser que le montant des emprunts effectués à l'étranger par les Canadiens diminuerait, tandis que le déficit de la balance des paiements courants demeurerait élevé. Le taux de change enregistra alors un brusque fléchissement. Après avoir temporairement regagné du terrain en décembre, le dollar a de nouveau régressé tout au long des mois de janvier et de février. À la fin de février, il s'établissait à \$É.-U. 0.9563.

En sa qualité d'agent du ministre des Finances,

Cours du change et réserves officielles



chargé 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. Les réserves officielles du Canada se sont accrues de 517.8 millions de dollars en 1976 et s'établissaient à 5 843.4 millions de dollars É.-U. à la fin de l'année. Ces avoirs ont diminué de 572.6 millions de dollars É.-U. au cours des deux premiers mois de 1977.

Coopération monétaire internationale

Au cours de l'année 1976, la Banque du Canada a participé dans le cadre de la coopération monétaire internationale à deux accords financiers internationaux conclus en faveur du Royaume-Uni.

Le premier de ces accords fut conclu le 7 juin 1976 entre les autorités monétaires du Groupe des Dix et de la Suisse ainsi que de la Banque des règlements internationaux. Il portait sur une ligne de crédit «stand-by» à court terme de 5.3 milliards de dollars É.-U. octroyée à la Banque d'Angleterre. La part de la Banque du Canada dans cette ligne de crédit s'élevait à 300 millions de dollars É.-U., dont 90 millions furent effectivement utilisés. Les sommes tirées ont été remboursées à l'échéance de l'accord le 9 décembre 1976.

Le second accord, qui est entré en vigueur le 8 février 1977, instaurait une ligne de crédit à moyen terme de 3 milliards de dollars É.-U. que le Royaume-Uni pourra utiliser à l'occasion des réductions éventuelles d'avoirs officiels en sterling. L'accord prévoit que la Banque des règlements internationaux fournira, dans certaines circonstances, les ressources nécessaires pour financer la diminution des balances sterling officielles et pourra faire appel, au besoin, aux facilités de crédit à court terme renouvelables mises à sa disposition par les autorités monétaires de onze grands pays industrialisés. La Banque du Canada s'est engagée, au nom du gouvernement canadien, à participer jusqu'à concurrence de 100 millions de dollars É.-U. au

financement de ce mécanisme. Le Directeur général du F.M.I. a consenti à aider à la mise en œuvre de l'accord.

Le but de cet accord est de diminuer l'impact d'une réduction du rôle du sterling comme monnaie de réserve sur les réserves officielles du Royaume-Uni. Les avoirs officiels en sterling ont diminué nettement à certaines occasions, ce qui a eu un effet perturbateur sur les politiques économiques du Royaume-Uni et constitué une source d'instabilité pour le système financier international. L'accord permet au Royaume-Uni de se protéger contre ces perturbations et vient suppléer au programme entrepris par le gouvernement britannique, conformément aux dispositions d'un accord de crédit «stand-by» de 3.36 milliards de D.T.S. (3.9 milliards de dollars É.-U.) conclu avec le F.M.I. le 3 janvier 1977. En vertu de cet accord, le Royaume-Uni est disposé à remettre des obligations en devises aux actuels détenteurs officiels de balances sterling.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Évolution des éléments 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.	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens		
						Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1976								
Janvier	-289	-135	- 40	+141	-661	+327	- 6	+17
Février	+217	-308	-	-146	- 12	-219	- 5	-
Mars	+ 66	+ 89	-	+ 21	+ 85	+114	- 9	-13
Avril	- 66	+261	- 42	-135	+ 79	- 90	+12	+18
Mai	- 32	+282	-	+ 43	+207	+ 68	+ 2	+15
Juin	+ 6	+235	-	- 61	+201	+ 4	-15	-10
Juillet	- 7	-112	- 41	+252	+ 73	- 15	+48	-14
Août	+283	-118	-	- 86	- 16	+132	-44	+ 6
Septembre	+135	-115	-	-125	- 44	- 45	- 5	-11
Octobre	+ 24	-208	- 49	+325	+ 11	+ 37	+11	+33
Novembre	+326	+597	-	-708	+162	+ 11	- 1	+43
Décembre	<u>- 86</u>	<u>-131</u>	<u>-</u>	<u>+753</u>	<u>+446</u>	<u>+ 97</u>	<u>+16</u>	<u>-23</u>
Total	<u>+577</u>	<u>+337</u>	<u>-172</u>	<u>+274</u>	<u>+531</u>	<u>+421</u>	<u>+ 4</u>	<u>+61</u>
1977								
Janvier	-340	+375	- 40	-351	-609	+228	+11	+13

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 dans la période
1976						
Janvier	1-15	4 061	1 030	3 031	3 057	10
	16-31				3 049	11
Février	1-15	4 019	1 217	2 802	2 823	10
	16-29				2 824	10
Mars	1-15	3 954	1 039	2 915	2 958	11
	16-31				2 980	12
Avril	1-15	3 899	1 021	2 878	2 939	11
	16-30				2 923	10
Mai	1-15	3 900	993	2 907	2 947	10
	16-31				2 932	10
Juin	1-15	3 968	1 038	2 930	2 955	11
	16-30				2 955	11
Juillet	1-15	3 988	1 060	2 928	2 953	10
	16-31				2 944	11
Août	1-15	4 084	1 058	3 026	3 052	10
	16-31				3 051	12
Septembre	1-15	4 098	1 107	2 991	3 014	10
	16-30				3 014	11
Octobre	1-15	4 109	1 101	3 008	3 032	10
	16-31				3 045	10
Novembre	1-15	4 122	1 103	3 019	3 067	10
	16-30				3 044	11
Décembre	1-15	4 180	1 089	3 091	3 119	11
	16-31				3 111	11
1977						
Janvier*	1-15	4 405	1 102	3 303	3 328	9
	16-31				3 335	11
Février*	1-15	4 445	1 303	3 142	3 163	11

* 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	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Nombre de jours		Encours moyen⁽¹⁾	
		Avances	Pensions	Avances	Pensions
249	.038	1	6	4.0	28.4
196	.027	1	6	3.0	48.1
201	.030	1	6	0.3	52.3
209	.031	4	9	15.2	90.5
477	.066	2	4	0.2	61.7
783	.099	-	1	-	1.6
668	.091	-	1	-	0.7
443	.066	-	2	-	5.2
401	.059	-	2	-	4.0
246	.036	1	5	0.5	25.8
270	.035	1	7	0.3	7.5
275	.036	1	3	0.3	17.8
255	.036	1	4	1.5	14.8
177	.023	1	6	1.4	58.6
262	.037	-	5	-	25.2
301	.036	1	8	1.3	57.0
224	.031	2	6	2.6	47.1
242	.030	2	8	1.0	81.5
244	.033	1	4	0.8	23.8
377	.052	-	6	-	81.6
480	.065	1	6	2.7	74.0
278	.034	1	8	0.5	68.4
301	.037	-	8	-	91.1
220	.027	1	7	2.1	72.9
228	.033	1	9	1.4	111.5
360	.043	1	10	1.4	157.7
229	.027	10	11	9.7	65.6

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								
Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾				Acceptations bancaires ⁽²⁾	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension	
	3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans				
1976								
Janvier	-	-48.4	- 44.4	-	-	- 33.3	-126.1	- 14.4
Février	+ 20.0	-26.9	- 57.4	-	-	- 7.5	- 71.8	+ 89.1
Mars	+219.3	+10.0	-	-	-	+194.3	+423.6	- 89.1
Avril	-176.7	-30.8	- 22.4	-	-	-187.5	-417.4	-
Mai	- 20.0	- 8.3	- 40.8	-	-	- 8.8	- 77.9	+101.5
Juin	-	+ 7.0	- 68.6	-	-	-	- 61.6	-101.5
Juillet	+ 6.5	-	-	-	-	-	+ 6.5	-
Août	+ 64.0	-	-	-	-	-	+ 64.0	+ 0.9
Septembre	+ 20.0	- 5.0	-	-	-	-	+ 15.0	+192.0
Octobre	+ 74.0	- 5.0	-	-	-	-	+ 69.0	-192.9
Novembre	+186.0	-	-	-	-	-	+186.0	+179.8
Décembre	- 66.5	+23.0	-152.3	-	-	+ 88.9	-106.9	- 89.7
Total	<u>+326.6</u>	<u>-84.4</u>	<u>-385.9</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>+ 46.1</u>	<u>- 97.6</u>	<u>+ 75.7</u>
1977								
Janvier	-125.0	-48.3	- 47.1	-	-	- 76.9	-297.3	+158.2

* 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 lors de l'émission moins amortissements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires			
Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Acceptations bancaires	Total
- 11.1	-	- 177.4	-	-193.5	-100.8	- 34.7	-329.0
+103.7	+ 160.0	- 30.7	- 13.5	+135.7	+ 88.3	+ 12.8	+236.8
+ 21.1	-	- 104.7	- 10.3	+ 93.0	- 26.4	+174.0	+240.6
+ 2.6	+ 223.6	- 54.2	- 12.6	-228.3	+157.8	-187.5	-258.0
+ 31.5	-	- 75.8	- 4.0	+ 3.6	- 30.7	+ 2.4	- 24.7
+ 71.7	+ 185.8	- 84.5	- 18.5	- 80.7	+ 83.3	- 11.2	- 8.6
+103.6	-	- 116.2	- 3.5	- 6.1	- 3.5	-	- 9.6
+144.1	+ 208.4	- 108.2	- 22.5	+ 99.9	+185.9	+ 0.9	+286.7
+ 57.6	-	- 116.4	- 0.3	+122.6	+ 13.0	+ 12.3	+147.9
+102.6	+ 237.2	- 189.4	- 22.3	-174.2	+191.6	- 13.2	+ 4.2
+ 92.4	-	- 102.7	- 1.8	+298.2	+ 34.3	+ 21.2	+353.7
+149.6	+ 128.1	- 77.2	- 10.7	- 64.5	- 26.2	+ 84.0	- 6.7
<u>+869.4</u>	<u>+1 143.1</u>	<u>-1 237.4</u>	<u>-120.0</u>	<u>+ 5.7</u>	<u>+566.6</u>	<u>+ 61.0</u>	<u>+633.3</u>
+ 66.8	-	- 326.2	+ 4.0	-294.5	- 51.3	- 48.7	-394.5

ANNEXE TABLEAU IV

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

Date en 1976	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis par le gouvernement					
1 ^{er} févr.	8½% 15 déc. 1978 ⁽¹⁾	2 ans et 10½ mois	8.35	125	
	8½% 1 ^{er} févr. 1981	5 ans	8.50	150	
	10% 1 ^{er} oct. 1995 ⁽²⁾⁽³⁾	19 ans et 8 mois	9.88	275	
				<u>550</u>	150
6 févr.	Bons du Trésor	364 jours		225	150
1 ^{er} mars					11 ⁽⁴⁾
1 ^{er} avril	9% 1 ^{er} févr. 1978 ⁽⁵⁾⁽⁶⁾	1 an et 10 mois	9.00	150	
	9% 1 ^{er} oct. 1980 ⁽⁷⁾⁽⁸⁾	4 ans et 6 mois	9.00	250	
	10% 1 ^{er} oct. 1995 ⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾	19 ans et 6 mois	10.18	250	
				<u>650</u>	436
7 mai	Bons du Trésor	364 jours		250	200
1 ^{er} juin	8½% 15 déc. 1978 ⁽¹¹⁾	2 ans et 6½ mois	8.50	50	
	8¾% 1 ^{er} juin 1981	5 ans	8.75	300	
	9½% 15 juin 1994 ⁽¹²⁾⁽¹³⁾	18 ans et ½ mois	9.80	300	
				<u>650</u>	372
1 ^{er} août	8½% 15 déc. 1978 ⁽¹⁴⁾	2 ans et 4½ mois	8.50	150	
	8¾% 1 ^{er} juin 1981 ⁽¹⁵⁾	4 ans et 10 mois	8.75	400	
	9½% 15 juin 1994 ⁽¹⁶⁾⁽¹⁷⁾	17 ans et 10½ mois	9.80	150	
				<u>700</u>	349
6 août	Bons du Trésor	364 jours		250	200
1 ^{er} oct.	8½% 15 déc. 1978 ⁽¹⁸⁾	2 ans et 2½ mois	8.50	75	
	8½% 1 ^{er} févr. 1981 ⁽¹⁹⁾	4 ans et 4 mois	8.50	325	
	9½% 1 ^{er} oct. 2001 ⁽²⁰⁾	25 ans	9.50	300	
				<u>700</u>	395
19 nov.	Bons du Trésor	364 jours		200	150
1 ^{er} déc.	8¼% 1 ^{er} févr. 1979	2 ans et 2 mois	8.42	100	
	8½% 15 déc. 1981	5 ans et ½ mois	8.62	300	
	9½% 1 ^{er} oct. 2001 ⁽²¹⁾⁽²²⁾	24 ans et 10 mois	9.47	300	
				<u>700</u>	400
	Ensemble des obligations			3,950	2,113
	Ensemble des bons du Trésor*			<u>925</u>	<u>700</u>

Titres en dollars canadiens garantis par le gouvernement

31 déc. 9⁽²³⁾

Titres en monnaies étrangères émis ou garantis par le gouvernement

15 avril 1⁽²⁴⁾

15 oct. 1⁽²⁵⁾

* À l'exclusion des bons du Trésor à 3 et à 6 mois, dont la part dans l'augmentation nette de l'encours total des titres pour l'année est de 1 420 millions de dollars.

- ⁽¹⁾ En plus des \$150 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- ⁽²⁾ En plus des \$325 millions d'obligations 10% 1^{er} octobre 1995 déjà en circulation.
- ⁽³⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1^{er} octobre 1975.
- ⁽⁴⁾ Annulation de \$5.4 millions d'obligations 5½% 1^{er} août 1980 et de \$5.3 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 détenues par le fonds de rachat.
- ⁽⁵⁾ En plus des \$200 millions d'obligations 9% 1^{er} février 1978 déjà en circulation.
- ⁽⁶⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} octobre 1977 en obligations 9%, échéance 1^{er} février 1980; l'exercice de ce droit porte à 9% le taux de rendement sur la période de 3 ans et 10 mois commençant le 1^{er} avril 1976.
- ⁽⁷⁾ En plus des \$200 millions d'obligations 9% 1^{er} octobre 1980 déjà en circulation.
- ⁽⁸⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, entre le 1^{er} janvier 1980 et le 30 juin 1980 en obligations 9½% à 5 ans, jouissance 1^{er} octobre 1980, échéance 1^{er} octobre 1985; l'exercice de ce droit porte à 9.21% le taux de rendement moyen sur la période de 9 ans et 6 mois commençant le 1^{er} avril 1976.
- ⁽⁹⁾ En plus des \$600 millions d'obligations 10% 1^{er} octobre 1995 déjà en circulation.
- ⁽¹⁰⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1^{er} octobre 1975.
- ⁽¹¹⁾ En plus des \$275 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- ⁽¹²⁾ En plus des \$343.6 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- ⁽¹³⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- ⁽¹⁴⁾ En plus des \$325 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- ⁽¹⁵⁾ En plus des \$300 millions d'obligations 8¾% 1^{er} juin 1981 déjà en circulation.
- ⁽¹⁶⁾ En plus des \$643.6 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.
- ⁽¹⁷⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 juin 1974.
- ⁽¹⁸⁾ En plus des \$475 millions d'obligations 8½% 15 décembre 1978 déjà en circulation.
- ⁽¹⁹⁾ En plus des \$150 millions d'obligations 8½% 1^{er} février 1981 déjà en circulation.
- ⁽²⁰⁾ Cette émission donnera lieu à la création d'un fonds de rachat par le gouvernement canadien.
- ⁽²¹⁾ En plus des \$300 millions d'obligations 9½% 1^{er} octobre 2001 déjà en circulation.
- ⁽²²⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1^{er} octobre 1976.
- ⁽²³⁾ Annulation des titres suivants du Canadien National détenus par le fonds de rachat: \$2.1 millions d'obligations 5% 15 mai 1977; \$2.4 millions d'obligations 5¾% 1^{er} janvier 1985; \$4.6 millions d'obligations 5% 1^{er} octobre 1987.
- ⁽²⁴⁾ Rachat partiel effectué au pair par le fonds d'amortissement: obligations en dollars É.-U. 5% 15 octobre 1987.
- ⁽²⁵⁾ Rachat partiel effectué au pair par le fonds d'amortissement: obligations en dollars É.-U. 5% 15 octobre 1987.

BANQUE DU CANADA Etat des revenus et dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1976
(avec chiffres comparatifs pour 1975)

	1976	1975
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus	<u>\$760,389</u>	<u>\$629,411</u>
DÉPENSES		
Traitements ⁽¹⁾	\$ 18,125	\$ 15,974
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,362	3,902
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1,456	1,305
Honoraires des administrateurs	37	31
Honoraires et frais des vérificateurs	155	143
Impôts municipaux et taxes d'affaires	4,540	2,339
Coût des billets de banque	14,948	12,126
Informatique	1,800	1,459
Entretien des immeubles et de l'équipement – montant net	3,153	1,877
Impression des publications	466	429
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	665	536
Postes et messageries	475	320
Télécommunications	650	498
Déplacements et mutations	696	645
Intérêts	3,215	2,508
Autres dépenses	<u>725</u>	<u>561</u>
	54,468	44,653
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>2,681</u>	<u>1,301</u>
	57,149	45,954
REVENU NET VERSE AU COMPTE DU RECEVEUR GENERAL DU CANADA	<u>703,240</u>	<u>583,457</u>
	<u>\$760,389</u>	<u>\$629,411</u>

(1) Le nombre moyen d'employés a été de 1,458 en 1976 et 1,403 en 1975;
le nombre approximatif d'années-hommes utilisées a été de 1,450 en 1976 et de 1,408 en 1975.

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

BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1976
(avec chiffres comparatifs pour 1975)

ACTIF	1976	1975
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères:		
Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique	\$ 62,493	\$ 13,715
Autres devises	623	497
	<u>63,116</u>	<u>14,212</u>
Avances aux banques à charte et banques d'épargne	<u>23,000</u>	<u>—</u>
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie	<u>104,786</u>	<u>44,066</u>
Portefeuille-titres, à la valeur amortie:		
Bons du Trésor du Canada	2,085,613	2,081,381
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans	2,917,069	2,804,058
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans	3,382,813	2,923,088
Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle	858,429	1,029,528
Titres émis par le Royaume-Uni et par les Etats-Unis d'Amérique	1,367,934	1,079,045
Autres titres	2,633	2,633
	<u>10,614,491</u>	<u>9,919,733</u>
Immobilisations:		
Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant, moins amortissement accumulé	<u>61,448</u>	<u>55,002</u>
Chèques tirés sur autres banques	<u>746,154</u>	<u>151,314</u>
Intérêts courus sur placements	<u>160,901</u>	<u>147,627</u>
Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement	<u>65,333</u>	<u>161,295</u>
Autres éléments d'actif	<u>3,993</u>	<u>2,623</u>
	<u>\$11,843,222</u>	<u>\$10,495,872</u>

PASSIF	1976	1975
	(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve	25,000	25,000
Billets en circulation	7,813,050	7,283,052
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	32,536	26,639
Banques à charte	3,169,346	2,748,456
Autres dépôts	123,535	63,342
	<u>3,325,417</u>	<u>2,838,437</u>
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	55,830	7,415
Autres	151	284
	<u>55,981</u>	<u>7,699</u>
Chèques de la Banque du Canada non compensés	551,827	269,147
Autres éléments de passif	66,947	67,537
	<u>\$11,843,222</u>	<u>\$10,495,872</u>

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

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

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1976 ainsi que l'état des revenus et dépenses pour l'exercice clos à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés 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 1976 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice clos à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

PIERRE CHOUINARD, C.A.
de la firme Samson, Bélair & Associés

M. A. MACKENZIE, F.C.A.
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

Ottawa, Canada, le 21 janvier 1977

BANQUE DU CANADA Exercice clos le 31 décembre 1976

Énoncé des principales conventions comptables

a) Forme de présentation

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

b) Revenus et dépenses

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Portefeuille-titres et autres effets

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces titres ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces titres ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères

Les éléments d'actif et de passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux du change en vigueur à la fin de l'année. Les gains et les pertes résultant de cette conversion ont été imputés aux revenus.

e) Amortissement des immobilisations

L'amortissement a été inscrit selon la méthode d'amortissement dégressif aux taux suivants:

Bâtiments	5%
Équipement	20%

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>
R. W. CAMPBELL	CALGARY (ALBERTA)
C. A. DAGENAI	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. W. E. MINGO, C.R.	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)
J. H. POTTS, C.R.	TORONTO (ONTARIO)
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*

A. J. NORTON, *Conseiller*

J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

ALAIN JUBINVILLE, *Sous-Gouverneur*

D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-Gouverneur*

J. N. R. WILSON, *Conseiller*

W. A. MCKAY, *Conseiller*

D. B. BAIN, *Conseiller associé*

SERGE VACHON, *Conseiller associé*

*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur

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

J. M. E. MORIN, *Vérificateur*

Département des Valeurs

D. G. M. BENNETT, *Chef*

J. M. ANDREWS, *Sous-chef*

A. W. NOBLE, *Sous-chef*

Bureau de Toronto

J. T. BAXTER, *Chef*

F. FAURE, *Sous-chef*

V. O'REGAN, *Conseiller en valeurs*

Bureau de Montréal

J. CLÉMENT, *Chef*

W. E. DEANS – *Représentant à Vancouver*

A. G. KEITH – *Représentant à Edmonton*

Département des Recherches

J. W. CROW, *Chef*

D. R. STEPHENSON, *Sous-chef*

C. FREEDMAN, *Conseiller en recherches*

Département des Études bancaires et financières

G. G. THIESSEN, *Chef*

W. R. WHITE, *Sous-chef*

G. W. KING, *Conseiller en recherches*

Département des Relations internationales

EDITH M. WHYTE, *Chef*

J. E. R. CONDER, *Sous-chef*

A. C. LAMB, *Chef du service des Opérations sur devises*

Département des Opérations administratives

R. H. OSBORNE, *Chef*

T. D. MacKAY, *Sous-chef*

L. A. VAUGHAN, *Chef de la section de la Monnaie*

Département de la Dette publique

R. F. PRITCHARD, *Chef*

Secrétariat

J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

G. S. WATTS, *Archiviste*

I. G. L. FREETH, *Chef de la section d'Informatique*

Département de Contrôle

D. A. THOMPSON, *Contrôleur*

A. ROUSSEAU, *Chef de la Comptabilité*

Direction du Personnel

H. A. D. SCOTT, *Chef*

R. L. FLETT, *Sous-chef*

Agences

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

