

Banque du Canada

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

1977

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

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1978

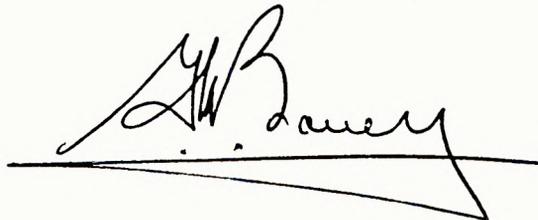
L'honorable Jean Chrétien, C. P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de
la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur
de vous remettre ci-joint mon rapport pour
l'année 1977 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 fluid and cursive.

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur - 1977

Observations d'ordre général	5
L'évolution de la situation économique	11
L'évolution monétaire et financière	19
La politique monétaire	19
L'évolution des taux d'intérêt	20
Les tendances des agrégats monétaires	23
Les flux de crédit	24
Le marché des changes	27
La gestion de la dette publique	29
Tableaux en annexe	31
États financiers	41
Conseil d'administration	45
Direction et cadres	46
Agences	47

Observations d'ordre général

En 1977, le Canada a marqué de nouveaux progrès sur la voie du redressement de son économie, qui avait été considérablement perturbée par les fortes pressions inflationnistes des premières années de la présente décennie. Vers le milieu de la décennie, l'inflation – d'origine aussi bien intérieure qu'extérieure – avait à ce point miné le dynamisme de l'économie canadienne que celle-ci était pratiquement incapable de bien fonctionner. Depuis, les secteurs privé et public ont adopté, face aux difficultés de l'économie, des comportements plus pondérés, ce qui a contribué, en dépit de certaines déceptions, à améliorer d'autant nos perspectives économiques.

L'incidence très inégale de l'inflation sur les revenus des différents groupes de la société a fait naître chez bien des gens le sentiment d'être lésés, et c'est là peut-être la plus lourde séquelle de la période d'inflation croissante que nous avons connue. Le lien normal entre les revenus et le rendement de l'effort s'étant grandement relâché, chacun a senti le besoin de se montrer de plus en plus agressif dans la course aux augmentations de revenu afin de reprendre ou de défendre sa place. Mais quelque justifiable qu'ait été ce type de comportement du point de

vue des intéressés, il était préjudiciable aux intérêts de la collectivité. Ce comportement a continué d'alimenter le processus inflationniste bien longtemps après que la demande eut cessé de surchauffer l'économie et a entravé la croissance de l'emploi et de la productivité dont dépend en définitive le revenu réel de la collectivité.

Il était devenu impérieux pour l'économie de ralentir la progression inflationniste du revenu nominal par rapport à la production, c'est-à-dire de rétablir l'équilibre entre la croissance du revenu et celle de la production. Il s'agit là d'une transition difficile à réaliser, et extrêmement pénible si elle doit se faire rapidement. Au Canada, nous essayons de l'étaler sur plusieurs années, persuadés qu'à la longue une telle approche sera plus efficace, car elle suscitera la compréhension et le soutien indispensables au succès de l'entreprise. Il y a maintenant plus de deux ans que la transition a commencé, et toute évaluation en profondeur de la situation actuelle et des perspectives de l'économie canadienne doit comporter nécessairement une évaluation des progrès accomplis dans le cadre de ce processus de transition.

Je crois que nous avons réalisé de solides

progrès au cours des deux dernières années. Certes, nous avons encore du chemin à faire, mais j'estime que nous pouvons tirer une certaine satisfaction des étapes franchies et que nous devons aller de l'avant. Le rythme d'accroissement des salaires et des traitements a considérablement fléchi en comparaison des augmentations très élevées qui étaient accordées il y a deux ou trois ans, et l'on constate maintenant que dans de nombreux milieux la question des augmentations de revenu est abordée avec plus de réalisme. Il semble à l'heure actuelle que, pour la première fois depuis de nombreuses années, nous soyons parvenus à réaligner le taux de croissance des coûts en main-d'œuvre du Canada sur celui des États-Unis. Pour assurer le bien-être économique d'un pays qui compte autant sur le commerce international que le nôtre, il est essentiel d'être compétitif.

Au sujet de notre position concurrentielle sur les marchés internationaux, j'ajouterais qu'il faut évidemment tenir compte de la valeur extérieure du dollar canadien. Etant donné la détérioration – qui s'est produite ces dernières années – de la tenue des coûts de production canadiens comparativement aux coûts américains, il était presque inévitable que, tôt ou tard, le dollar canadien se déprécie sensiblement par rapport au dollar américain. Un tel ajustement était en fait devenu nécessaire pour atténuer l'incidence sur nos marchés extérieurs de l'accroissement relatif de nos coûts. L'ajustement du taux de change a commencé vers la fin de 1976 et s'est poursuivi en 1977. Comme le dollar américain s'est de son côté fortement déprécié depuis quelques mois par rapport à plusieurs importantes monnaies d'outre-mer, la dépréciation du dollar canadien par rapport à ces dernières a été vraiment considérable.

Il aurait mieux valu pour le Canada que nous évitions la détérioration des coûts relatifs qui a nécessité cet ajustement important du taux de change. Mais puisque nous n'y sommes pas parvenus, nous devons maintenant, pour être en

mesure de concurrencer les autres pays, faire face aux conséquences de cet ajustement. Ainsi les produits importés nous coûtent désormais plus cher, non seulement en termes de dollars canadiens, mais aussi en termes de volume de biens et de services que nous devons exporter pour les payer. Il y a peut-être des Canadiens qui sont portés à penser qu'ils devraient être protégés par des augmentations additionnelles de revenu contre le renchérissement des produits importés. Une telle politique ne réglerait pas nos problèmes économiques, elle les aggraverait. Par contre, si nous acceptons les conséquences de la baisse du taux de change sans essayer de les compenser par de vaines pratiques inflationnistes, nous créerons les conditions propices à une augmentation opportune de la demande à la fois des produits canadiens à l'étranger et des biens et services canadiens qui concurrencent les importations sur le marché intérieur.

Nous pouvons déjà observer les signes d'une sensible amélioration de notre balance commerciale. Le déficit de notre balance courante demeure toutefois considérable et le dollar canadien a été vulnérable à la moindre diminution des entrées de capitaux. A cet égard, le gouvernement a annoncé récemment son intention d'emprunter à l'étranger des fonds qui, en s'ajoutant au montant net de capitaux qui entrent au Canada par d'autres voies, faciliteront le financement ordonné du déficit.

Pour résumer mon point de vue sur la question du taux de change, je dirais que depuis un an environ nous récoltons ce que nous avons semé; que la situation comporte de pénibles ajustements de toutes sortes s'échelonnant sur des périodes plus ou moins longues; que jusqu'à maintenant les choses se sont déroulées aussi bien qu'on pouvait l'espérer; que notre économie ne pourra aller de l'avant que dans la mesure où nous réussirons à protéger nos coûts de l'incidence de la baisse du taux de change et, enfin, que pour éviter à l'avenir les problèmes liés à la valeur du dollar canadien sur les

marchés extérieurs, il importe avant tout de préserver la valeur de notre monnaie à l'intérieur de nos frontières.

D'autres éléments de la conjoncture de 1977 me portent à croire que le Canada est en train de résoudre ses problèmes économiques. En 1977, tous les paliers de gouvernement ont de nouveau essayé de mieux contenir la croissance de leurs dépenses et, à ce chapitre, ils semblent avoir reçu l'appui de larges secteurs de la population. L'attitude des gens à l'égard des dépenses publiques a beaucoup changé, après avoir été, il y a quelques années, plutôt complaisante eu égard au développement rapide du secteur public au Canada. Le changement observé va au-delà de l'attitude de la population face à l'ampleur des dépenses gouvernementales; il s'étend aussi à l'attitude des gouvernements eux-mêmes qui se montrent désormais disposés à évaluer en toute objectivité les répercussions de leurs actions, y compris les effets qui n'avaient pas été délibérément recherchés. On comprend beaucoup mieux maintenant que les politiques de gestion de la demande globale ne puissent à elles seules assurer une croissance satisfaisante de l'emploi et de la production et qu'à cet égard les autres politiques ont un rôle important à jouer. On saisit également mieux la nécessité de concevoir et de coordonner soigneusement l'ensemble de ces politiques.

Je traiterai plus loin de la politique monétaire, mais j'aimerais dès maintenant mentionner que je trouve très encourageant l'appui qu'à reçu la Banque du Canada depuis qu'elle a adopté une approche à moyen terme dans la mise en œuvre de sa politique monétaire. Je connais bien sûr la thèse selon laquelle la politique monétaire doit se fixer des objectifs à court terme, mais l'histoire économique récente abonde en exemples qui tendent à démontrer qu'une telle approche n'est pas des plus efficaces. Il est encourageant de constater, que dans l'esprit de beaucoup de gens, la flambée inflationniste mondiale des premières années de la présente décennie est venue souligner la nécessité d'user

de modération et de clairvoyance dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

Certains exposés sur la situation économique canadienne de 1977 n'insistent pas autant que celui-ci sur les aspects positifs de la conjoncture. Certes, la tenue de notre économie a été à maints égards décevante. La tenue de l'emploi et de la production, par exemple, constitue une déception majeure. Bien sûr, l'emploi a progressé à un rythme appréciable au cours de l'année, mais pas autant que la population active, de sorte que le taux de chômage a augmenté de façon plus ou moins soutenue, se chiffrant à 8½% à la fin de l'année. Je partage le sentiment d'inquiétude qu'inspire cette situation qui, à mon avis, met notamment en lumière la nécessité de mener à bien la transition vers une meilleure tenue des coûts et des prix.

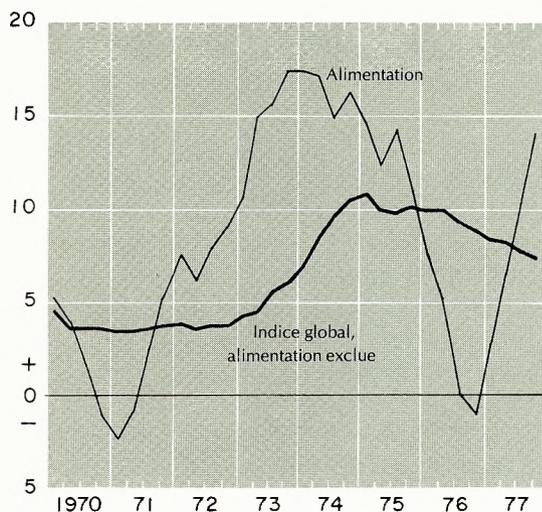
Un autre motif de déception en 1977 a été la tenue des prix et, dans ce domaine, l'évolution du taux de change a joué un rôle important. Comme je l'ai déjà mentionné, il était inévitable qu'à un moment ou l'autre notre monnaie subisse un ajustement; mais il faut reconnaître qu'un ajustement aussi considérable que celui que nous avons connu comporte des conséquences de caractère définitif, auxquelles nous ne pouvons nous soustraire. Ce serait donc une grave erreur que de conclure, à partir des incidences inopportunes que cet ajustement du taux de change a eues sur les prix, que notre programme de lutte contre l'inflation est inefficace.

L'alignement graduel du prix de l'énergie au Canada sur les cours mondiaux a lui aussi contribué à la piètre tenue des prix. Bien qu'il se fasse par étapes, cet alignement entraîne lui aussi des conséquences définitives auxquelles nous ne pouvons nous soustraire.

Dans le contexte de la mauvaise tenue des prix enregistrée au Canada ces derniers mois, le renchérissement des produits alimentaires a été l'élément le plus inopportun. Les prix des aliments varient habituellement beaucoup plus que les autres prix à la consommation et sont influencés par bon nombre de facteurs spéciaux

Prix à la consommation

Pourcentage de variation par rapport au trimestre correspondant de l'année antérieure



et passagers, comme les cycles de production et les conditions atmosphériques. Ainsi, l'indice des prix à la consommation a souvent connu au cours des dernières années une évolution assez différente de celle de l'indice des prix à la consommation des biens et services autres que l'alimentation. L'ajustement du taux de change a bien sûr contribué à la brusque hausse du prix de certaines denrées observée récemment, mais ce renchérissement s'explique surtout par l'action des facteurs qui influent traditionnellement sur le prix des aliments. L'indice des prix des biens et services autres que l'alimentation traduit beaucoup mieux que l'indice global la tendance sous-jacente des prix au Canada, et il est très important que le public s'en rende compte. Il est encourageant de constater qu'en dépit de l'ajustement du taux de change les prix des biens et services autres que l'alimentation ont augmenté de seulement 7% sur les douze derniers mois, contre près de 8½% sur les douze mois précédents.

* * * *

En 1977, la politique monétaire a continué d'être menée conformément à l'approche que j'ai décrite dans mes deux précédents Rapports. Dans les circonstances actuelles, cette approche vise en priorité à orienter l'expansion monétaire dans une perspective à moyen terme, de façon à favoriser au Canada le retour graduel à une conjoncture économique où les niveaux d'activité seraient satisfaisants et où il n'y aurait pas d'inflation. Je reconnais bien sûr qu'une politique monétaire de ce genre ne saurait à elle seule garantir la réalisation de cet objectif; un grand nombre de décisions prises à tous les niveaux doivent aller dans le même sens. Mais si la politique monétaire n'est pas compatible avec l'objectif visé, les autres politiques orientées vers ce même but seront vouées à l'échec, même si elles sont bien conçues et bien appliquées. Ainsi, on ne peut croire que la collectivité est capable, dans le cadre d'une économie de marché, de réaliser et de préserver une bonne tenue des prix si l'on n'est pas d'abord convaincu que la politique monétaire est menée avec intégrité.

Etant donné que les décisions qui se prennent dans l'économie sont fortement influencées par les anticipations concernant le taux d'inflation et que celles-ci sont elles-mêmes influencées par les anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire, je pense qu'en adoptant la pratique d'informer le public sur ses objectifs en matière d'expansion monétaire, la Banque du Canada a posé un geste constructif. Ces objectifs sont présentés sous la forme d'une fourchette à l'intérieur de laquelle la Banque va chercher à maintenir la croissance de la masse monétaire* au cours des quelque douze mois à venir. Avec le temps, les taux limites de cette fourchette sont appelés à être réduits à des niveaux compatibles avec un rythme d'activité économique satisfai-

*Définie dans ce contexte comme l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte, ou M1.

sant dans une conjoncture de stabilité des prix. En s'engageant ainsi publiquement, la Banque veut encourager les divers groupes de la société à fonder leurs décisions économiques sur la perspective d'une diminution de l'inflation.

La Banque a adopté, dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, une approche qui lui permet de réagir de façon opportune quand la tendance de la dépense globale se modifie. Le cas s'est produit vers la fin de 1976, lorsque la tendance de la dépense globale a fléchi sous l'effet d'un ralentissement de la croissance réelle de l'économie. La Banque a alors réduit son taux d'escompte à quatre reprises, le faisant passer de 9½% en novembre 1976 à 7½% en mai 1977, ce qui a entraîné des diminutions semblables des taux à court terme ainsi que des taux créditeurs et débiteurs des institutions financières. On pouvait croire alors que ces mesures étaient fondées sur des motifs autres que la tendance de la masse monétaire – et de fait elles ont été ainsi perçues – mais elles étaient aussi clairement indiquées par la tendance qu'affichait la masse monétaire par rapport à la fourchette visée.

A partir de mai 1977, la croissance de la dépense globale a été telle qu'aucune modification du taux d'escompte n'a été nécessaire pour maintenir l'expansion monétaire à un rythme modéré, et les taux d'intérêt à court terme ne se sont pas beaucoup éloignés des niveaux atteints après la réduction du mois de mai. Le crédit a continué d'être facile à obtenir, et le niveau du loyer de l'argent au Canada n'a pas été élevé comparativement au taux d'inflation des prix. Les taux d'intérêt à long terme se sont redressés au cours des derniers mois par rapport aux bas niveaux pratiqués vers le milieu de 1977, mais ce redressement est dû principalement à une hausse analogue des taux à long terme aux États-Unis.

* * * *

Nous sommes maintenant engagés dans la troisième année du redressement qui fait suite à une flambée inflationniste qui a grandement

perturbé notre économie. Comme je l'ai déjà dit, je crois que nous avons fait – et que nous faisons encore – de solides progrès sur la voie de l'assainissement de notre climat économique et que nous avons d'excellentes raisons de nous sentir encouragés à persévérer dans cette voie. J'ai mentionné précédemment que, depuis quelque temps, nous affrontons deux vents contraires: les retombées inflationnistes de l'ajustement considérable du taux de change et l'escalade récente des prix de l'alimentation. Il ne faut pas que ces vents nous fassent dévier de notre route. Je reconnais également que nos problèmes économiques ont été compliqués par les questions soulevées au sujet de la place du Québec dans la Confédération.

D'ici peu, nous aurons à passer une autre épreuve, celle de la levée graduelle des contrôles imposés aux revenus par la Commission de lutte contre l'inflation. Pour la première fois depuis quelque temps, les décisions relatives aux revenus et aux prix dans de larges secteurs de l'économie seront prises par les seules parties directement concernées, qui en assumeront l'entière responsabilité, et ce, dans une conjoncture telle que toute augmentation plus que modeste des revenus et des prix se traduira par une diminution des possibilités d'emploi et de production. Il est donc très important que le processus de détermination des salaires et des prix ne soit pas perturbé par une recrudescence des attentes inflationnistes. Comme la politique monétaire exerce une certaine influence sur ces attentes, je me suis évertué à faire comprendre que personne ne devrait s'attendre à ce que la politique monétaire cautionne, par le biais d'une expansion monétaire excessive, des hausses de coûts et de prix inflationnistes.

Pour passer avec succès l'épreuve des prochains mois, il faudra que les Canadiens prennent des décisions empreintes de réalisme et de sens des responsabilités: d'un réalisme qui les engagera à bien tenir compte de la conjoncture économique du moment, et d'un sens des responsabilités qui leur inspirera la modéra-

tion et les amènera à envisager les choses avec un œil sur l'avenir. J'ai dit plus tôt que la récente flambée inflationniste avait ébranlé la confiance des individus et des groupes et affaibli leur volonté d'agir de cette façon. Il est essentiel, dans l'intérêt de la collectivité, de retrouver cette confiance et cette volonté.

En persévérant dans la voie d'une amélioration de la tenue des prix et des coûts, nous bénéficierons d'un relèvement du niveau de l'emploi et de la production qui n'aurait pas été possible autrement. Une meilleure tenue des prix renforcera la confiance des entreprises et des consommateurs et assurera une progression rapide et soutenue de la demande intérieure. Une meilleure tenue des prix permettra aux produits canadiens de mieux concurrencer les

produits étrangers sur les marchés internationaux et les produits importés sur le marché intérieur. Il y a de bonnes chances que s'accélère considérablement la croissance économique chez nos principaux partenaires commerciaux, de sorte que nous pourrions accroître nos exportations si nous sommes compétitifs. La solution à une grande partie de nos problèmes économiques et la clé de notre prospérité future résident dans ce qui rend un pays concurrentiel: l'esprit d'initiative, l'efficacité et la rémunération de l'effort en fonction de la production réelle. Depuis plus de deux ans déjà, nous sommes sur la bonne voie et nos perspectives resteront bonnes si nous persévérons.

L'évolution de la situation économique

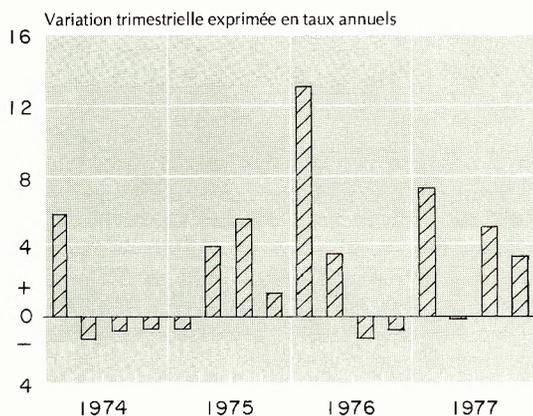
Le comportement hésitant affiché par l'activité économique à partir du milieu de l'année 1976 a persisté pendant tout le premier semestre de 1977, le redressement de la production amorcé au début de l'année ayant été de courte durée. Cependant, la demande et la production se sont renforcées au second semestre. La balance commerciale, en particulier, s'est raffermie à la faveur d'une diminution encore plus marquée des importations et de la progression continue

Au cours de l'année, la progression de l'emploi a été plus soutenue que celle de la production, s'établissant à environ 2½% sur les quatre trimestres. Ce taux de croissance est nettement plus élevé que celui de chacune des deux années précédentes, mais il est inférieur à celui de la main-d'œuvre, qui a fortement augmenté sous l'effet d'une affluence encore plus marquée des femmes sur le marché du travail. C'est ainsi que le taux de chômage révélé par les statistiques a grimpé et atteint, à la fin de l'année, un taux désaisonnalisé de 8½%. La croissance de l'emploi s'est avérée très inégale selon les régions du pays, atteignant presque les 3½% en Ontario et dans les Prairies, contre un peu plus de 1½% dans les trois autres régions. Il en a été de même du taux de chômage, qui a augmenté relativement peu en Ontario et dans les Prairies, mais assez fortement au Québec et dans les Maritimes. Aussi les disparités régionales au chapitre de l'emploi ont-elles eu tendance à s'accroître plutôt qu'à s'atténuer.

La progression relativement forte de l'emploi par rapport à celle de la production indique qu'en 1977 la productivité du travail – autrement dit, la production par travailleur – n'a augmenté en moyenne que de ¾ de 1% par rapport à l'année précédente. La productivité s'était quelque peu redressée en 1976, après avoir été très faible au cours des deux années précédentes, mais en 1977 l'accroissement a été une fois de plus de loin inférieur au taux moyen de croissance sur longue période. Il est évident que des facteurs cycliques ont grandement contribué ces dernières années à limiter l'amélioration de la productivité, mais il est possible que des facteurs non cycliques aient également joué un rôle en ce sens.

Dépense nationale brute

En dollars de 1971



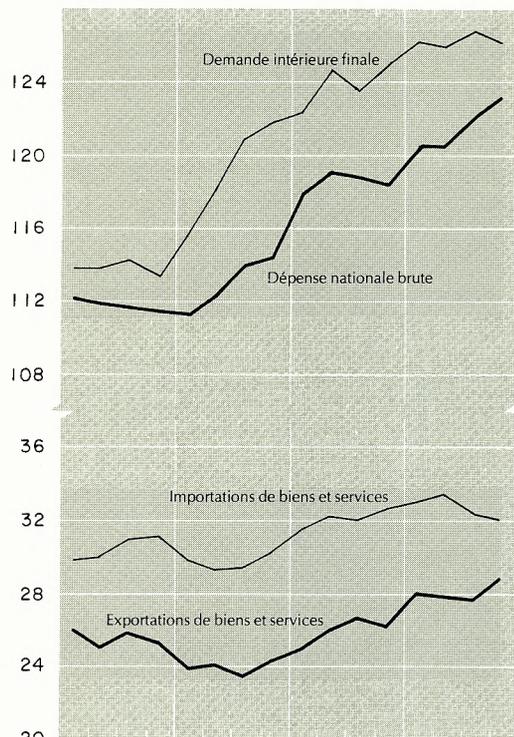
des exportations. Pour l'ensemble de l'année, la dépense nationale brute (D.N.B.) en termes réels a augmenté en moyenne de 2½% seulement par rapport à 1976, mais l'accroissement sur les quatre trimestres de l'année a été de l'ordre de 4%.

Principaux indicateurs économiques

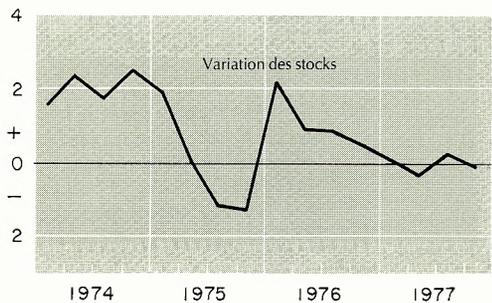
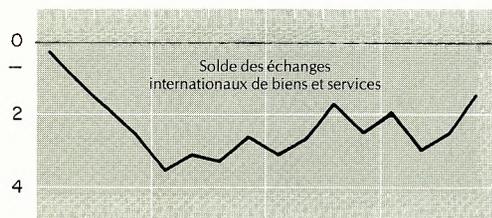
Données désaisonnalisées

Demande intérieure et extérieure

Milliards de dollars de 1971

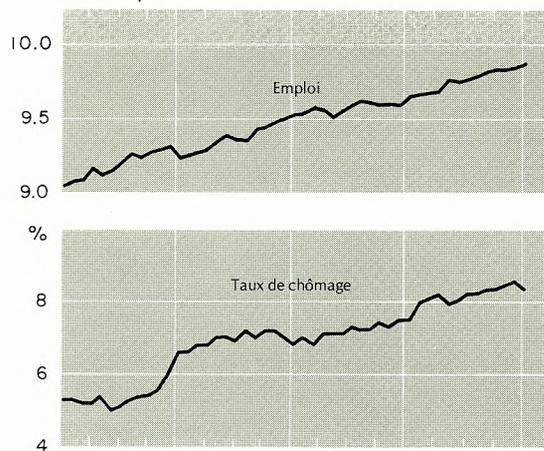


% de la D.N.B. (en dollars courants)



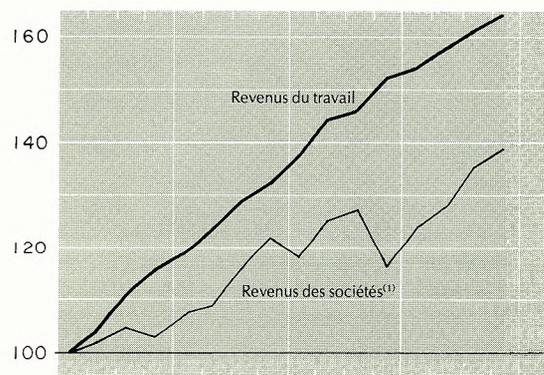
Marché du travail

Millions de personnes



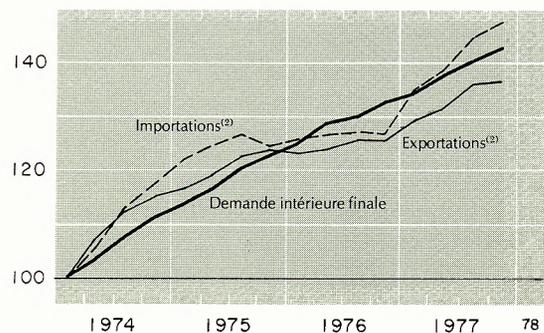
Revenus

1^{er} trim. 1974 = 100



Indices de déflation des prix

1^{er} trim. 1974 = 100



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

⁽²⁾ Biens et services.

Sur les quatre trimestres de 1977, la croissance de l'ensemble de la dépense et des revenus en termes nominaux (D.N.B.) a continué à se ralentir pour tomber à un peu moins de 10%, après avoir été de 12½% pour les quatre trimestres de l'année précédente. Cette décélération est imputable au ralentissement de la hausse générale des prix (mesurée par l'indice de déflation de la D.N.B.) et des coûts unitaires de production, lesquels constituent un élément fondamental de la formation des prix. Durant cette période, l'indice de déflation de la D.N.B. a augmenté d'environ 5½%, soit moins que la moitié du taux record enregistré en 1974.

Les principales composantes de la demande réelle se sont accrues en 1977 à un rythme très inégal. Cependant, le fait saillant à ce chapitre a été la nette amélioration, en termes réels, du solde de la balance commerciale, c'est-à-dire de la différence entre le volume des exportations et des importations de biens et services. L'accroissement de la demande intérieure a été par contre très modéré sur les quatre trimestres de l'année.

Au premier semestre, le comportement de la demande intérieure a été fortement influencé par la faiblesse des dépenses réelles de consommation, elle-même liée au ralentissement de la croissance des revenus nominaux et à une nouvelle flambée des prix à la consommation. De plus, le taux d'épargne des ménages s'est redressé après avoir diminué légèrement à la fin de 1976 par rapport aux très hauts niveaux atteints auparavant. La faiblesse manifestée par la demande au premier semestre de 1977 a été accentuée par la diminution des stocks de produits agricoles et de produits non agricoles. Dans le cas de ces derniers, la diminution observée est liée, au niveau de la distribution, au manque de vigueur des dépenses de consommation. Tandis que les dépenses publiques en biens et services et les investissements des entreprises en immobilisations et équipements se sont accrues au premier semestre, la construction de logements a diminué, reflétant avec un certain retard la tendance des mises en chantier à

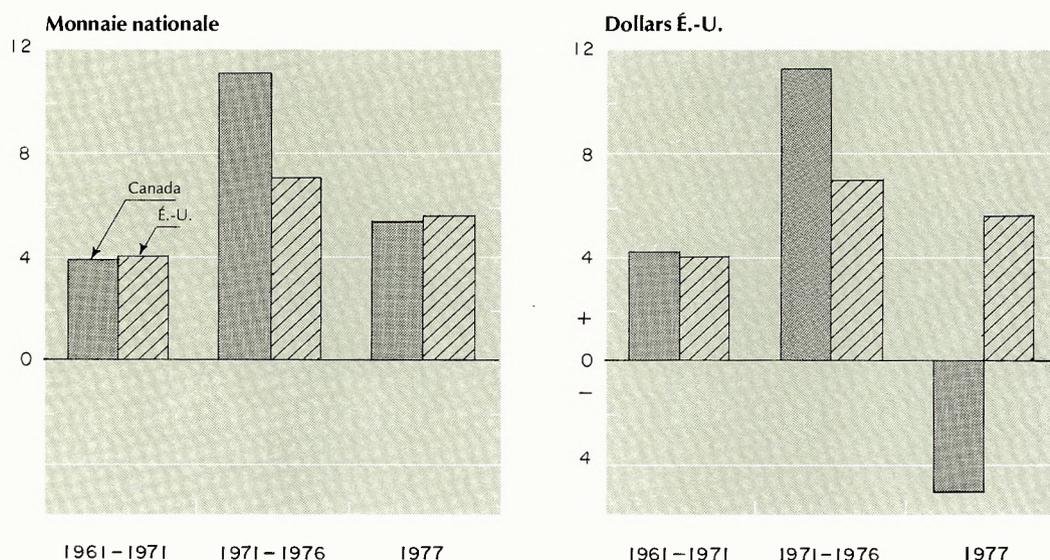
s'atténuer après avoir atteint un sommet vers la fin de 1975 et le début de 1976.

A la faveur de l'amélioration des ventes au détail amorcée vers le milieu de l'année, les dépenses de consommation en termes réels se sont considérablement relevées au troisième trimestre. Elles n'ont toutefois pu maintenir leur progression au cours des derniers mois de l'année, étant donné la croissance modeste du revenu disponible réel des ménages et l'augmentation relativement forte de l'épargne des particuliers. Cependant, les stocks de produits non agricoles ont, tout au long du second semestre, fait preuve d'un regain de vigueur qui semble imputable en partie au désir accru des entreprises de distribution de regarnir leurs stocks en raison de l'augmentation des ventes. Par contre, le comportement de certaines autres composantes de la dépense intérieure a en général été assez terne. Les investissements fixes des entreprises ont fléchi sous l'effet du recul causé dans la construction non résidentielle par la stabilisation des investissements survenue dans le secteur énergétique après quelques années de très forte croissance. Le niveau des investissements a tout de même été suffisant pour engendrer une certaine augmentation de la capacité de production, laquelle a été sensiblement plus lente qu'au cours des années précédentes, de sorte que le degré d'utilisation des capacités de production semble avoir progressé quelque peu.

L'évolution du commerce extérieur canadien présente un contraste marqué par rapport à la croissance modérée de la demande intérieure. Le volume des exportations a affiché une nette tendance à la hausse tandis que celui des importations a en fait diminué au second semestre. L'amélioration de la position concurrentielle des producteurs canadiens par rapport aux fournisseurs étrangers a favorisé cette évolution du commerce extérieur. Comme l'indique le graphique de la page suivante le taux d'accroissement, en monnaie nationale, des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est ralenti au

Coûts unitaires de main-d'œuvre⁽¹⁾

Taux moyen de variation annuelle, calculé au dernier trimestre de chaque année



⁽¹⁾ Salaires, traitements et revenus complémentaires du travail (paiements rétroactifs exclus dans le cas du Canada) par unité de P.N.B. réel.

Canada en 1977 pour se rapprocher du taux américain, dont il s'était considérablement éloigné depuis quelques années. De plus, la diminution du taux de change a eu pour effet de rendre plus compétitifs les coûts de production des entreprises canadiennes.

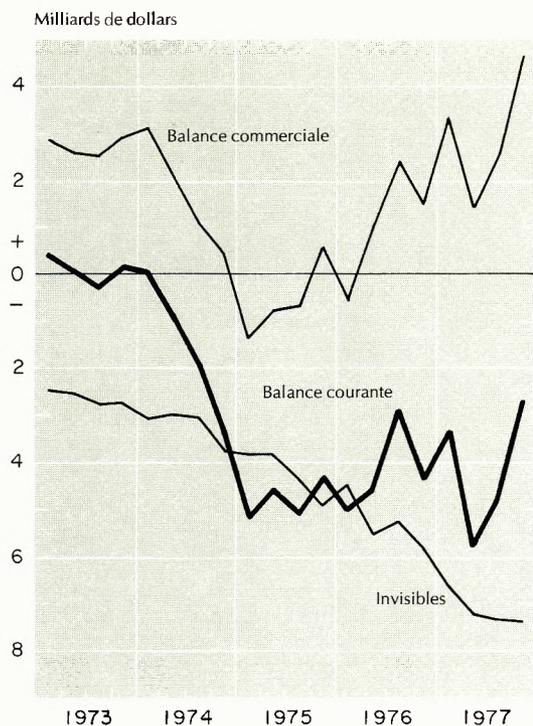
Un autre élément qui a eu une incidence importante en 1977 sur la balance commerciale et sur le revenu intérieur réel a été le ralentissement marqué de la hausse des prix canadiens à l'exportation par rapport à celle des prix des produits importés. En dépit de cette détérioration des termes de l'échange, qui s'est produite après plusieurs années exceptionnellement favorables au Canada et qui semble s'expliquer aussi bien par l'évolution des prix sur les marchés internationaux que par celle du taux de change, le solde de la balance commerciale en termes nominaux s'est constamment amélioré au cours

de l'année, l'excédent dégagé s'établissant à environ 3 milliards de dollars en 1977 contre 1 milliard en 1976. Toutefois, cette amélioration a été absorbée par un accroissement continu du déficit au titre des intérêts et des voyages, de sorte que le déficit global de la balance courante est demeuré aux alentours de 4 milliards de dollars.

Le ralentissement de la croissance du revenu nominal global en 1977 est dû presque exclusivement à la très nette modération de la progression des revenus du travail. Les importants paiements rétroactifs de salaires qui sont venus s'ajouter aux revenus du travail en 1976 ont contribué à exagérer l'importance de cette modération. Toutefois, même si l'on tient compte de ce facteur, la décélération demeure importante. D'autre part, les profits se sont considérablement redressés en 1977 après avoir

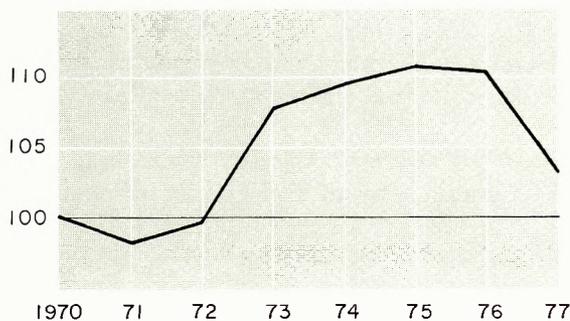
Balance des paiements courants

Dollars courants, données trimestrielles désaisonnalisées et exprimées en taux annuels



Termes de l'échange⁽¹⁾

Calculés au dernier trimestre de chaque année, 4^e trim. de 1970 = 100



⁽¹⁾ Rapport de l'indice de déflation des prix à l'exportation à l'indice de déflation des prix à l'importation.

accusé une baisse sensible au cours de l'année précédente. L'une des principales causes de cette remontée des profits réside dans l'incidence de la baisse du taux de change sur les industries d'exportation et sur celles qui doivent concurrencer sur place les fournisseurs étrangers, l'évolution du taux de change ayant accru la rentabilité des industries d'exportation et encouragé la substitution de la production locale aux importations. La baisse du taux de change a eu également une incidence favorable sur les revenus agricoles, mais les revenus nets des agriculteurs, en termes de comptabilité d'exercice, ont été en moyenne beaucoup moins élevés qu'en 1976. Cette diminution s'explique en grande partie par le fléchissement de la production agricole – notamment de la récolte de blé par rapport à celle exceptionnellement bonne de 1976 – et par l'augmentation soutenue des coûts d'exploitation dans le secteur agricole.

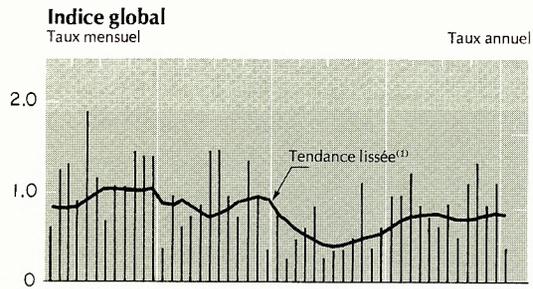
Par suite du ralentissement de la hausse de la masse salariale, il s'est produit une atténuation sensible de l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre, lesquels constituent de loin la plus importante composante des coûts de production au Canada. Vu que l'accroissement de la productivité de la main-d'œuvre s'est ralenti en 1977, cette amélioration de la tenue des coûts est entièrement attribuable à un ralentissement encore plus marqué de la croissance du salaire nominal moyen. Les gains hebdomadaires moyens, qui sont moins affectés par les paiements rétroactifs que ne le sont les estimations de la masse salariale, ont augmenté d'environ 9% sur les quatre trimestres de 1977, après avoir grimpé de 11% en 1976. Au cours des derniers mois de 1977, la croissance des gains s'est encore atténuée et s'établissait, en taux annuels, à près de 8%.

Les nouveaux accords salariaux conclus dans le cadre des conventions collectives importantes constituent en général un indicateur précurseur des variations des gains moyens; là aussi, il s'est de nouveau produit en 1977 un ralentissement appréciable, d'ailleurs conforme au profil qui

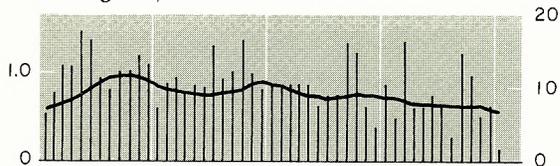
Évolution des prix et des coûts

Taux de variation des prix à la consommation

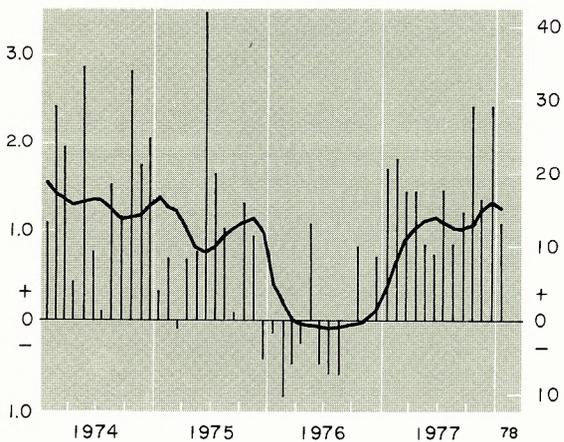
Données désaisonnalisées, variation mensuelle exprimée en taux annuels



Indice global, alimentation exclue

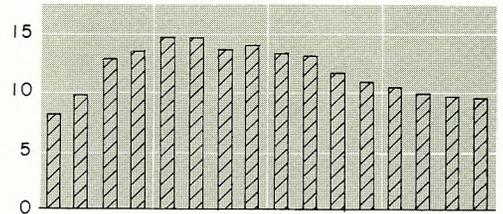


Alimentation



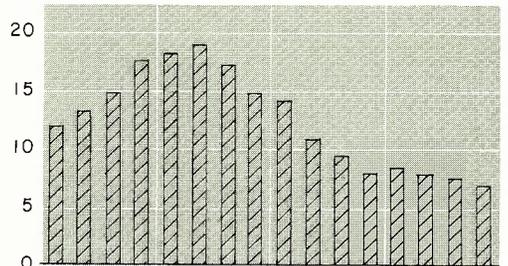
Gains hebdomadaires moyens dans l'industrie

Taux de variation par rapport à l'année précédente, données trimestrielles



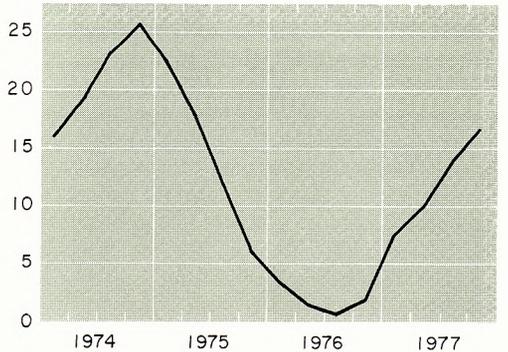
Accords salariaux

Taux moyen de variation annuelle sur la durée des contrats, données trimestrielles



Indice implicite des prix à l'importation dérivé des comptes nationaux(2)

Taux de variation par rapport à l'année précédente, données trimestrielles



(1) Variation semestrielle d'une moyenne mobile sur trois mois

(2) Biens et services.

s'est dessiné depuis l'adoption du programme de lutte contre l'inflation. L'amélioration enregistrée en 1977 n'a pas été aussi spectaculaire que celle de 1976; néanmoins, au dernier trimestre de l'année, le taux moyen d'augmentation des salaires sur la durée des contrats est tombé à 7% l'an, tandis que le taux d'augmentation pour la première année d'application des contrats s'établissait en moyenne à 7½%. La modération qui a caractérisé les augmentations octroyées dans le cadre des nouveaux accords salariaux s'est manifestée tant dans le secteur commercial que dans le secteur non commercial.

En dépit du ralentissement de la hausse des coûts intérieurs de production, les pressions à la hausse sur les prix intérieurs se sont intensifiées en 1977 par suite de la progression rapide des prix à l'importation. En raison surtout de l'importance de la baisse du taux de change, les prix des produits importés ont grimpé de près de 17% sur les quatre trimestres de 1977, contre moins de 2% en 1976 et 6% en 1975. Cette hausse s'est répercutée de façon particulièrement visible sur les prix des produits alimentaires.

Les pressions sur les prix se sont manifestées au niveau des ventes de gros. Sur les quatre trimestres de 1977, les prix de vente au niveau du fabricant ont augmenté de 8%, soit presque deux fois plus qu'en 1976. Les prix de vente dans le secteur de l'alimentation ont grimpé de plus de 9% pendant cette période, après avoir fléchi en 1976. Il faut toutefois mentionner qu'en général l'accélération des prix enregistrée au niveau du fabricant a été relativement faible en 1977, compte tenu de l'ampleur du glissement du taux de change. Cette augmentation modeste témoigne du remarquable effet modérateur qu'a eu le ralentissement de la hausse des coûts intérieurs.

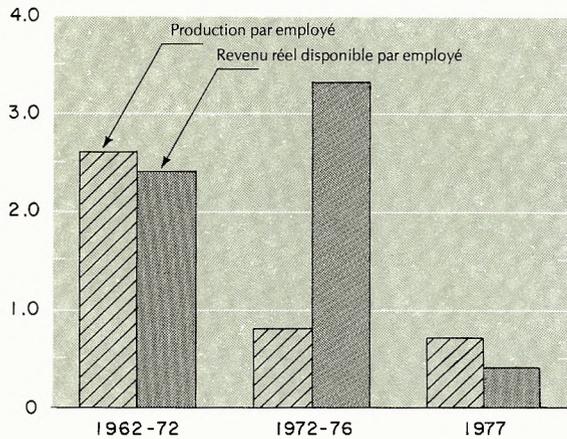
Les mêmes facteurs qui ont influencé les prix de gros ont également joué au niveau des prix de détail, sauf que le renversement de la tendance à la baisse des prix des produits alimentaires a eu ici des incidences encore plus spectaculaires. Dans le calcul de l'indice des prix à la

consommation, l'alimentation compte pour plus du quart et, au cours des douze mois de 1977, cette composante de l'I.P.C. a enregistré une augmentation de plus de 15% alors qu'elle avait légèrement diminué en 1976. Cette évolution du coût de l'alimentation s'explique, semble-t-il, par le jeu d'un certain nombre de facteurs. Outre l'incidence qu'a eue la dépréciation du dollar canadien sur le prix des denrées alimentaires importées, il convient de mentionner ici certains phénomènes qui ont affecté le marché nord-américain des produits agricoles, notamment le vif renchérissement de la viande de bœuf, des fruits et des légumes. Dans le cas du bœuf, l'une des principales causes de la hausse des prix a été la fin de la période d'abattage intensif effectué pour des motifs de rentabilité. En ce qui concerne les fruits et légumes, les approvisionnements ont été réduits au début de l'année par suite des gelées survenues en Floride et, plus récemment, par les conditions difficiles dans lesquelles se sont effectuées les récoltes au Canada et dans le sud-ouest des États-Unis. Le renchérissement des produits alimentaires s'est poursuivi en janvier 1978, mais à un rythme moins rapide que celui des mois précédents.

La tendance des prix à la consommation autres que ceux de l'alimentation a continué de s'améliorer en 1977, malgré la hausse du coût des produits importés. A la fin de l'année, le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation, alimentation exclue, sur les douze derniers mois était de moins de 7½%, soit un point de moins que pour la période correspondante de 1976. En janvier 1978, la croissance sur douze mois de cet indice a été de moins de 7%. Comme dans le cas des prix de vente au niveau du fabricant, cette tenue des prix s'explique par la modération des coûts intérieurs, qui a grandement contenu la pression à la hausse exercée par la baisse du taux de change. Cette modération des prix intérieurs est particulièrement manifeste lorsque l'on examine l'indice des prix des services autres que le logement et l'énergie. Cette composante de

Tendance de la productivité et du revenu réel

Taux moyen de variation annuelle



l'I.P.C., qui reflète principalement l'évolution des coûts intérieurs et n'est influencée que très indirectement par les facteurs internationaux, n'a augmenté pour la période de douze mois se terminant en décembre 1977 que de $5\frac{3}{4}\%$, soit environ la moitié du taux observé en 1976.

Les variations exceptionnellement fortes du revenu réel disponible des ménages, c'est-à-dire net d'impôts et dégonflé à l'aide de l'indice des

prix à la consommation, constituent l'un des traits saillants de l'évolution économique des dernières années. Habituellement, l'augmentation du revenu réel moyen par travailleur correspond assez étroitement à l'accroissement de la productivité de la main-d'œuvre, lequel constitue en longue période le principal facteur de l'amélioration du niveau de vie. Comme l'indique le graphique ci-contre, ce rapport étroit s'est maintenu assez fidèlement pendant la période allant de 1962 à 1972. Cependant, sur la période de quatre ans comprise entre 1972 et 1976, les tendances respectives du revenu réel et de la productivité se sont écartées de façon remarquable l'une de l'autre; le revenu réel disponible par travailleur a grimpé à un rythme exceptionnellement rapide tandis que l'accroissement de la productivité se situait bien au-dessous du taux tendanciel moyen, qui est d'environ 2% l'an. Cette évolution divergente est due à l'interaction d'un certain nombre de facteurs inhabituels et passagers, dont notamment la poussée que l'extraordinaire amélioration des termes de l'échange a exercée sur le revenu réel pendant la majeure partie de cette période. Depuis, cette tendance s'est renversée en grande partie, et l'accroissement de la productivité est demeuré modeste. Dans cette conjoncture, les gains au chapitre du revenu personnel disponible en termes réels ont été minimes en 1977.

L'évolution monétaire et financière

On trouvera dans la présente section du Rapport une revue assez détaillée des objectifs de la politique monétaire et des méthodes employées par la Banque du Canada pour les réaliser. Cette section comprend aussi un aperçu de l'évolution des agrégats monétaires et des flux de crédit en 1977, ainsi qu'un compte rendu des opérations que la Banque a effectuées à titre d'agent du gouvernement canadien chargé de la gestion du Fonds des changes et de celle de la dette publique.

La politique monétaire

La Banque du Canada a continué d'appliquer durant l'année une politique visant à réduire progressivement le rythme de l'expansion monétaire. C'est dans le cadre de cette politique que s'inscrit la seconde réduction – annoncée en octobre – de la fourchette de croissance de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte (M1).

A l'automne 1975, lorsque la Banque annonça pour la première fois son objectif en matière d'expansion monétaire, le taux visé de croissance tendancielle de M1, mesuré par rapport au niveau moyen atteint par cet agrégat au deuxième trimestre de 1975, se situait entre un minimum de 10% l'an et un maximum qui devait rester en deçà de 15%. En août 1976, les limites de la fourchette visée furent réduites respectivement à 8% et à 12% l'an et l'on adopta comme période de base le trimestre centré sur mars 1976. En octobre 1977, ces limites furent réduites à 7% et à 11% l'an, et le mois de juin 1977 fut choisi comme période de base. De la

période de base précédente à juin 1977, l'accroissement de M1 a été d'environ 9%, de sorte que la nouvelle base se situe au-dessous du point central de l'ancienne fourchette.

A toutes fins pratiques, la fourchette-cible de M1 peut être considérée comme un ruban de largeur uniforme, dont les limites se situeraient à 2% au-dessus et à 2% au-dessous du point central, plutôt que comme un cône délimité par les taux minimum et maximum de croissance. Alors que le taux de croissance de M1 peut varier considérablement d'un mois à l'autre, l'objectif fixé par la Banque s'applique au taux de croissance moyen de la masse monétaire sur des périodes beaucoup plus longues. La présentation de la fourchette-cible sous forme de ruban permet de situer les fluctuations passagères de même envergure de façon uniforme par rapport aux limites visées, peu importe le moment où elles surviennent.

La Banque choisit des taux-cibles d'expansion monétaire susceptibles d'assurer une croissance de la dépense globale en termes nominaux qui permette une progression raisonnable de la production et de l'emploi, en même temps qu'une réduction continue du taux d'inflation. La fourchette actuelle de 7% à 11% l'an devrait, si l'on en juge par les comportements observés dans le passé, permettre un accroissement de la dépense nationale en termes nominaux pouvant aller en 1978 jusqu'aux environs de 12% l'an sans qu'il soit nécessaire de modifier de beaucoup les taux d'intérêt à court terme. Une telle progression de la dépense nationale serait elle-même compatible avec une croissance

réelle de l'économie canadienne de plus de 5%, pourvu que le rythme de l'inflation continue de s'atténuer.

Il est néanmoins important de souligner qu'à court terme la politique monétaire n'est qu'un des facteurs qui déterminent le rythme de progression de la dépense globale; elle ne peut guère influencer directement la mesure dans laquelle une augmentation de la dépense se traduira par un accroissement de la production et de l'emploi ou par une hausse des prix. Le comportement des prix est fonction du degré de sensibilité des agents économiques aux conditions du marché. Dans ce contexte, la politique monétaire est menée d'une façon qui lui donne, en ce qui concerne le niveau de la dépense, quelques-unes des propriétés d'un stabilisateur automatique. Ainsi, lorsque la croissance de la dépense nominale s'écarte considérablement d'un profil acceptable, le taux d'expansion de la masse monétaire a tendance à s'établir au delà ou en deçà des limites de la fourchette-cible. En général, la Banque du Canada essaie de faire obstacle à ces déviations en exerçant des pressions à la hausse ou à la baisse sur les taux d'intérêt à court terme. Une telle action a pour effet non seulement de ramener le taux d'expansion monétaire à l'intérieur de la fourchette visée, mais aussi d'infléchir la croissance de la dépense nominale dans le sens voulu.

La Banque ne pense pas que l'emploi d'objectifs en matière d'expansion monétaire puisse être abordé de façon mécanique et elle continue d'analyser un vaste éventail de données économiques et financières. Il est évident que ces travaux d'analyse lui sont nécessaires non seulement pour établir ou modifier les limites de la fourchette de croissance de la masse monétaire mais aussi pour choisir le moment, déterminer l'ampleur et évaluer l'incidence économique des mesures concernant les taux d'intérêt à court terme qu'elle envisage de temps à autre. Pour interpréter les variations de la masse monétaire par rapport à l'objectif visé, la Banque analyse continuellement les influences

économiques auxquelles M1 est soumis, notamment les variations de la dépense nationale, les variations des taux d'intérêt et les modifications du cadre institutionnel susceptibles d'affecter la relation existant entre M1 et les autres variables économiques.

L'évolution des taux d'intérêt

L'analyse de l'évolution des taux d'intérêt au cours des quelques douze derniers mois peut être divisée en deux périodes. Au cours de la première, qui va de la fin de 1976 au mois de mai 1977, la Banque du Canada a créé des conditions favorables à une baisse des taux d'intérêt à court terme, étant donné l'affaiblissement de la tendance de la dépense globale qui avait amené le taux de croissance de M1 à évoluer en deçà de la fourchette visée. Au cours de cette période, le taux d'escompte a fait l'objet de quatre réductions successives totalisant deux points de pourcentage. La première, qui est entrée en vigueur le 22 novembre, a fait passer le taux d'escompte de 9½% à 9%. Après que se fut atténuée l'instabilité relative qu'avaient connue pendant quelque temps les marchés de change et le marché financier intérieur, une deuxième réduction abaissait le taux d'escompte à 8½% le 22 décembre. Une troisième réduction de ½ point de pourcentage abaissait le taux d'escompte à 8%* le 1^{er} février 1977. Aucune autre mesure n'a été prise avant le mois de mai. Entre temps, l'évolution de M1 de même que celle d'autres indicateurs de la croissance de la dépense globale portait à croire que les taux d'intérêt pouvaient encore baisser. Le taux d'escompte fut abaissé une quatrième fois, pour s'établir le 9 mai à 7½%.

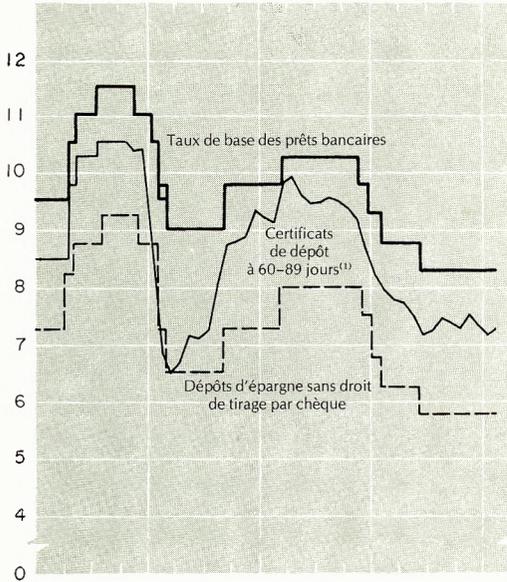
En général, les taux du marché à court terme et la plupart des taux administrés des institutions financières ont enregistré des baisses proportionnelles aux réductions successives du taux d'escompte. Ainsi, le taux de rendement du

*Par la même occasion, le coefficient minimum obligatoire des réserves secondaires des banques à charte a été abaissé de 5½% à 5%.

Taux d'intérêt

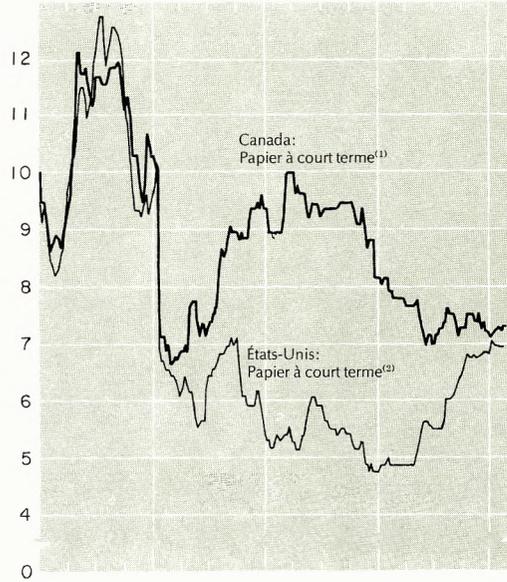
À court terme

Quelques taux bancaires représentatifs



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

Taux à 3 mois

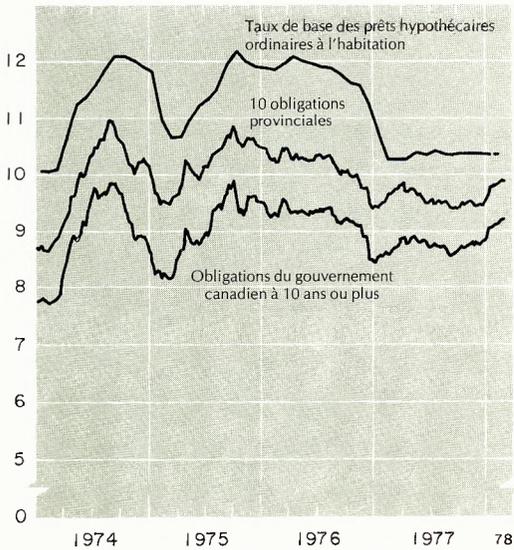


(1) Papier des sociétés de financement.

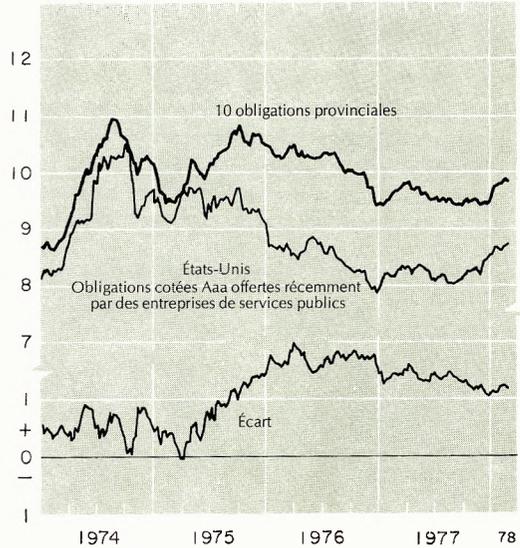
(2) Papier commercial vendu par des négociants en valeurs mobilières.

À long terme

Canada



Comparaison des taux pratiqués au Canada et aux États-Unis



papier à court terme est tombé de $9\frac{1}{4}\%$ à environ $7\frac{1}{4}\%$ et le taux préférentiel des banques à charte de $10\frac{1}{4}\%$ à $8\frac{1}{4}\%$. Les taux offerts par les banques sur les dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque ont diminué de $2\frac{1}{4}$ points de pourcentage, ce qui a eu pour effet de rétablir l'écart qui avait existé avant mars 1976 entre le taux de ces dépôts et le taux préférentiel des prêts bancaires. Les taux des prêts hypothécaires ordinaires ont en général fléchi de $1\frac{1}{2}$ point de pourcentage et se sont établis à $10\frac{1}{4}\%$. Bien qu'influencés par le recul des taux à court terme, les taux d'intérêt à plus long terme ont connu une évolution différente et leur fléchissement durant la période a été moins prononcé.

Au cours de la seconde période, soit depuis le mois de mai, la croissance de la dépense nationale s'est quelque peu accélérée, le taux d'augmentation de M1 s'est de nouveau établi à l'intérieur des limites de la fourchette visée et la Banque a empêché les taux d'intérêt à court

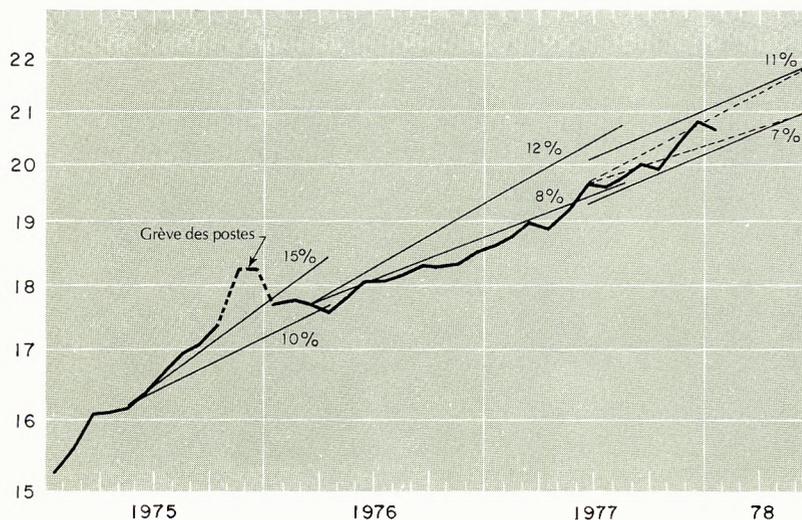
terme de s'écarter sensiblement, dans un sens ou dans l'autre, des niveaux atteints peu après la réduction du taux d'escompte effectuée en mai. Aux États-Unis par contre, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté de près de 2 points de pourcentage depuis le début du printemps de 1977. Par suite de l'évolution divergente du loyer de l'argent dans les deux pays, l'écart entre les taux à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis a été réduit de près de 4 points de pourcentage depuis novembre 1976. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme des deux pays s'est également amenuisé depuis environ un an, mais dans une proportion beaucoup moindre. Ces taux ont connu une évolution assez semblable au Canada et aux États-Unis, diminuant graduellement jusqu'au milieu de l'été. Depuis, ils se sont relevés sensiblement dans les deux pays, mais au Canada la hausse a été un peu plus tardive et un peu moins marquée.

Masse monétaire et fourchette de croissance visée

Données désaisonnalisées

Monnaie et dépôts à vue

Milliards de dollars, données mensuelles - Échelle semi-logarithmique



Au premier semestre, le marché a été enclin, à l'occasion, à accélérer la baisse des taux à court terme au Canada et dans l'ensemble la Banque du Canada a donné à sa politique de gestion des réserves-encaisse des banques à charte une orientation quelque peu restrictive. Au second semestre, les anticipations ont joué tantôt dans un sens tantôt dans l'autre, la Banque intervenant, parfois de façon énergique, pour modérer les variations des taux d'intérêt à court terme qui en résultaient. Comme le montrent les Tableaux II et III de l'Annexe, ces interventions se sont accompagnées de modifications plutôt importantes des réserves-encaisse des banques à charte, du montant des crédits octroyés par la banque centrale et des avoirs de la Banque en titres du gouvernement*.

Les tendances des agrégats monétaires

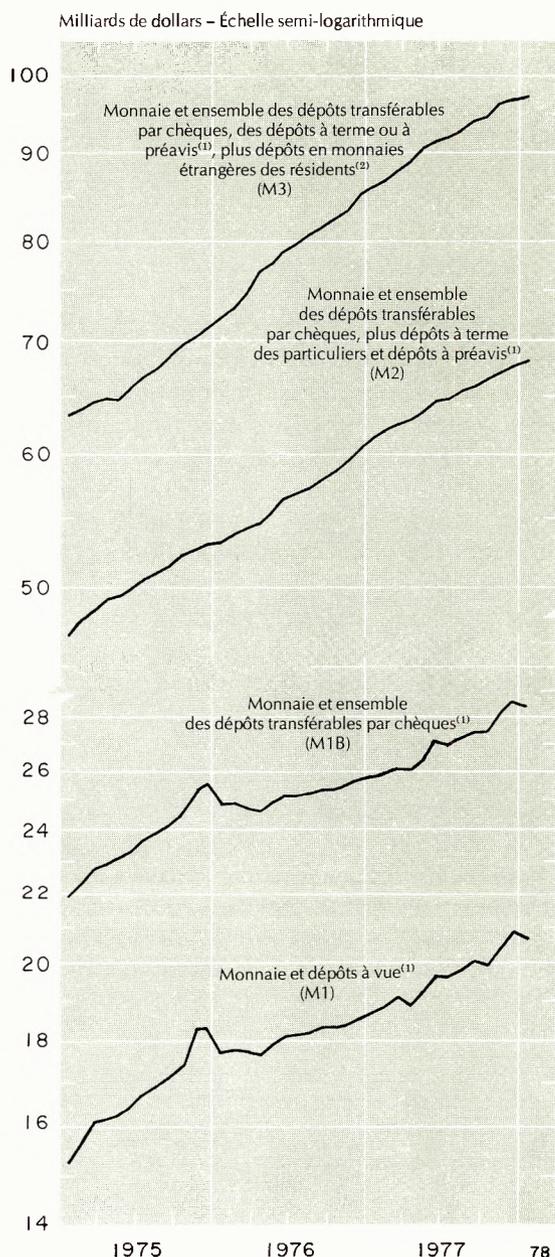
Durant la plus grande partie de 1976 et les premiers mois de 1977, le taux d'accroissement de M1 au Canada a eu continuellement tendance à s'établir quelque peu en deçà de la limite inférieure de la fourchette visée, qui était à ce moment-là de 8% l'an. Cette tendance s'explique principalement par la croissance relativement lente qu'a enregistrée la dépense nominale du deuxième trimestre de 1976 au deuxième trimestre de 1977. Devant une telle situation, la Banque a déclenché la série de réductions des taux d'intérêt à court terme dont il a été question précédemment.

Par ailleurs, il semble que se soit confirmée durant cette période la tendance - mentionnée

*Le Tableau II de l'Annexe indique également le montant de l'encours des prêts octroyés par la banque centrale au cours de chacune des périodes de réserve de l'année 1977. De février à avril, il y a eu continuellement au poste des avances un montant correspondant à des avances consenties à l'Unité, Banque du Canada (les relevés mensuels de l'actif et du passif de l'Unité, publiés dans la Gazette du Canada, font état de sommes dues à la fin des mois de février et de mars). C'est en sa qualité de prêteur de dernier ressort que la Banque du Canada a effectué ces avances à caractère plutôt, exceptionnel, compte tenu de leur durée, de leur montant par rapport à la taille de la banque, et du fait qu'il y avait parmi les garanties fournies des billets à ordre et des titres négociables émis par des emprunteurs autres que le gouvernement canadien. Ces avances ont été remboursées intégralement en avril.

Agrégats monétaires

Moyenne des mercredis - données désaisonnalisées



(1) Dépôts bancaires en dollars canadiens (effets du secteur privé en cours de compensation exclus), moins dépôts du gouvernement canadien. Les effets du secteur privé en compensation ne comprennent pas les effets en compensation liés aux opérations du gouvernement canadien ou de la Banque du Canada.

(2) Dépôts bancaires en monnaies étrangères des résidents dans les banques à charte au Canada.

dans le Rapport de l'an dernier – des détenteurs de gros dépôts à vue à se prévaloir de la possibilité que leur offraient volontiers les banques à charte de réduire au minimum le montant moyen de leurs dépôts à vue. Bien que ce changement d'habitudes du public semble avoir contribué à affaiblir la croissance de M1, il ne paraît pas avoir eu, dans l'ensemble, une ampleur considérable. La Banque a tenu compte de cet élément dans l'interprétation de l'évolution de M1 et dans le choix de la période de base par rapport à laquelle sont calculées les limites de la nouvelle cible.

En juin 1977, le taux de croissance de M1 était revenu à l'intérieur de la fourchette de 8% à 12%; en effet, par rapport à la période de base comprise entre février et avril 1976, il était d'environ 9% l'an. C'est ce niveau atteint par M1 en juin qui a été choisi par la suite comme base à partir de laquelle sont calculées les limites de 7% et de 11% l'an de la nouvelle fourchette-cible. Entre juin et les trois derniers mois écoulés, le taux tendanciel de croissance de M1 s'est maintenu en moyenne un peu au-dessus du point central de la fourchette visée.

La croissance tendancielle des agrégats monétaires pris au sens large a été assez différente de celle de M1. Pendant la plus grande partie de 1976 et au début de 1977, ces agrégats ont accusé une hausse très rapide, mais leur rythme de croissance a fléchi considérablement à partir du milieu de 1977. Ce ralentissement contraste avec le récent profil de croissance de la dépense nationale en termes nominaux. De fait, depuis le milieu de 1977, la croissance de la dépense nominale s'est quelque peu accélérée par rapport aux quatre trimestres précédents. L'explication du comportement récent de ces agrégats monétaires réside dans le fait que la proportion des fonds qui ont emprunté les circuits du système bancaire a diminué. La croissance des prêts bancaires octroyés aux particuliers et aux entreprises s'est ralentie en 1977 par rapport à l'année précédente, ce qui a amené les banques à solliciter moins activement

les dépôts. On voit d'ailleurs clairement le résultat de ce comportement lorsqu'on examine le taux de croissance des dépôts à terme qui constituent habituellement une source de fonds complémentaire pour les banques. Le ralentissement de la croissance du crédit bancaire semble provenir surtout de ce que les entreprises ont réaménagé la composition de leur passif, faisant un usage beaucoup plus intensif des autres sources de financement. L'accroissement considérable du montant de titres négociables émis par les entreprises a servi en partie à rembourser des prêts bancaires à court terme.

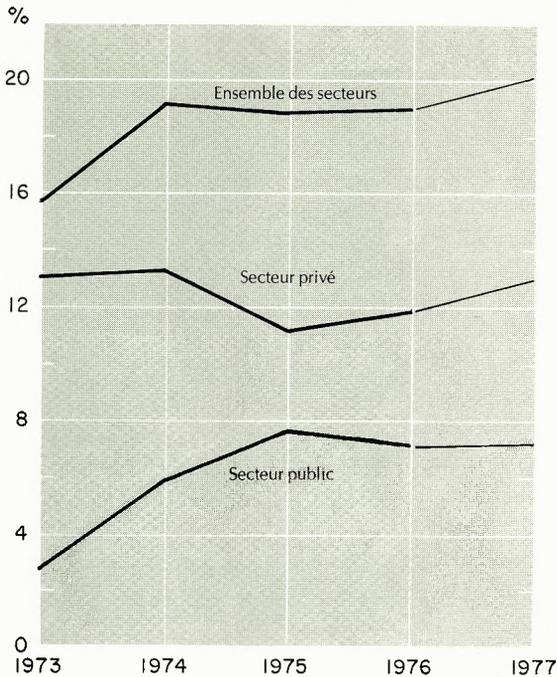
Les flux de crédit

Même si le désir des emprunteurs de réorganiser leur structure financière a entraîné un ralentissement de la croissance du système bancaire en 1977, il a néanmoins contribué à faire augmenter de façon appréciable le montant des crédits demandés par les principaux emprunteurs canadiens. De fait, comme l'indique le graphique (ci-contre), le rapport de l'ensemble du financement obtenu à la D.N.B. nominale a de nouveau progressé en 1977, même s'il se situait déjà à un niveau très élevé au cours des années précédentes. Cet accroissement traduit en grande partie la forte demande de financement du secteur privé, particulièrement des entreprises non financières et des emprunteurs hypothécaires. Quant au rapport de l'ensemble des emprunts des divers paliers de gouvernement à la D.N.B., il est demeuré stationnaire. La répartition sectorielle de la demande de crédit observée en 1977 est assez surprenante, puisqu'elle correspond davantage à celle qu'on retrouve en période de forte croissance cyclique qu'à celle des périodes où l'activité économique est hésitante, comme ce fut le cas l'an dernier.

Ainsi, la forte progression des emprunts contractés par les entreprises non financières paraît avoir dépassé le montant des concours nécessaires au financement des investissements fixes et des stocks. En 1977, les ressources d'auto-financement ont marqué une avance relative-

Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

En % de la D.N.B.



thécaires s'est produite en 1977 et ce, en dépit du ralentissement de la construction domiciliaire par rapport aux hauts niveaux atteints l'année précédente. Cette progression du crédit hypothécaire est due en partie au fait que les emprunteurs avaient décidé, en prévision de la baisse des taux qui s'est produite sur ce marché à la fin de 1976 et au début de 1977, de ne pas se prévaloir immédiatement des promesses de financement obtenues. De plus le marché des logements existants a connu une activité extraordinaire, qui a grandement contribué à faire augmenter la demande de crédit hypothécaire. L'écart considérable qui s'est maintenu durant la plus grande partie de l'année entre les taux hypothécaires et les taux des prêts aux particuliers par les banques et par les autres institutions financières a incité les débiteurs hypothécaires à accroître le montant de leurs emprunts à l'occasion du renouvellement de leurs hypothèques et à utiliser les fonds ainsi obtenus pour acheter des biens durables ou pour rembourser d'autres dettes. Cependant, même en tenant compte de cette modification des sources de financement, le volume du crédit à la consommation semble avoir progressé plus lentement en 1977, en raison de la croissance modérée des dépenses en biens durables.

ment forte, tandis que l'augmentation modérée des dépenses au titre des investissements fixes a été dans une large mesure compensée par un fléchissement du rythme d'accumulation des stocks. Il semble donc qu'en intensifiant leurs opérations de financement sur les marchés obligataires et boursiers, les entreprises canadiennes aient voulu renforcer leur situation comptable par le biais de remboursements d'engagements à court terme et d'une accumulation d'avoirs financiers. Etant donné l'ampleur de ces opérations, on peut penser que les entreprises non financières ont réussi, au cours de l'année dernière, à améliorer leur situation financière.

Une forte expansion des emprunts hypo-

Dans le secteur public, la forte croissance des besoins de financement du gouvernement fédéral a été grandement compensée par la diminution des besoins des administrations provinciales et municipales. Le montant du financement obtenu par ces administrations avait été très élevé en 1976, certaines d'entre elles ayant placé des emprunts à l'étranger à la fois en prévision de besoins futurs et pour financer les besoins du moment. La situation budgétaire des provinces et des municipalités, en termes de comptabilité nationale, s'est également améliorée de façon substantielle, à la faveur notamment de l'excellente situation financière des provinces de l'Ouest riches en ressources naturelles et des transferts effectués par le gouvernement fédéral en vertu d'un

Financement obtenu par les principaux emprunteurs non financiers

	En milliards de dollars			
	1974	1975	1976	1977
Emprunteurs				
Entreprises non financières				
emprunts	6.4	4.0	6.3	5.7
papier à court terme	1.4	0.2	0.3	0.0
obligations	1.2	2.2	2.3	3.5
actions	0.4	0.9	1.0	2.0
investissements directs des non-résidents	0.7	0.7	- 0.3	0.3 ^e
Emprunteurs hypothécaires ⁽¹⁾	6.2	7.2	9.0	11.9 ^e
Consommateurs	2.9	3.3	4.0	3.4 ^e
Ensemble du secteur privé	19.3	18.4	22.5	26.8 ^e
Provinces et municipalités ⁽²⁾				
emprunts	0.3	0.4	0.1	- 0.2 ^e
papier à court terme et bons du Trésor	- 0.1	0.3	- 0.2	- 0.1
obligations — achetées avec des fonds du Régime de pensions du Canada	1.2	1.4	1.5	1.6
— autres	3.1	6.5	7.9	5.7
Gouvernement canadien				
bons du Trésor	0.9	0.6	1.6	2.4
obligations négociables	0.8	0.7	1.8	3.8
Obligations d'épargne du Canada	2.4	2.7	0.8	1.7
Ensemble du secteur public	8.7	12.6	13.4	14.9 ^e
Ensemble du financement obtenu	28.0	31.0	36.0	41.7 ^e
Sources de financement				
Institutions financières				
prêts — banques	8.0	7.7	9.8	9.4
— autres institutions	7.3	6.7	9.2	11.1 ^e
achats de titres — banques	1.4	- 0.0	1.5	3.0
— autres institutions	2.2	4.5	4.7	6.9 ^e
Ensemble des institutions financières	18.9	18.9	25.2	30.4 ^e
Titres achetés directement par les investisseurs canadiens				
— non négociables	2.4	2.9	0.9	1.6
— autres	1.1	0.8	- 1.1	0.9 ^e
Titres achetés par les non-résidents ⁽³⁾	1.8	4.3	8.2	4.6 ^e
Investissements directs des non-résidents	0.7	0.7	- 0.3	0.3 ^e
Secteur public	2.1	2.6	2.5	2.0
Banque du Canada	1.0	0.8	0.6	1.9
Ensemble du financement accordé	28.0	31.0	36.0	41.7 ^e

e: estimations.

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

⁽³⁾ Comprend les émissions nettes placées sur les marchés étrangers par les emprunteurs autres que les institutions financières, les émissions nettes placées au Canada et achetées par les non-résidents ainsi que les achats (ou les ventes) nets de titres canadiens déjà en circulation effectués par les non-résidents.

certain nombre de programmes et d'accords fiscaux.

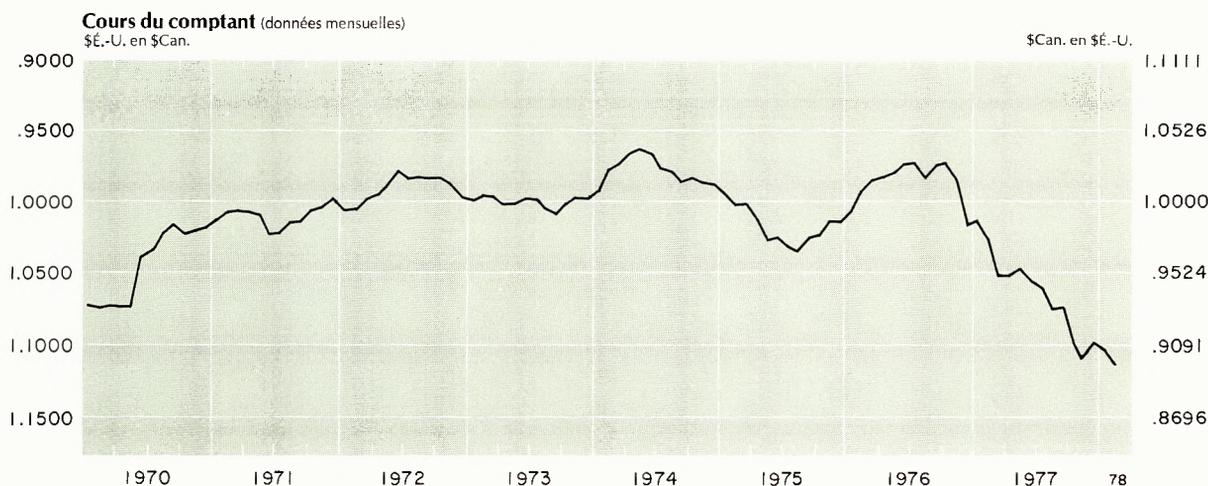
Un autre phénomène important qui s'est produit en 1977 au chapitre des flux de crédit réside dans la diminution marquée des fonds obtenus par les emprunteurs canadiens sur les marchés étrangers, comparativement aux montants exceptionnellement élevés empruntés en 1976. En effet, la proportion des concours financiers obtenus à l'étranger par rapport au financement total est tombée d'un sommet de 22% en 1976 à 12% en 1977. La diminution de ces entrées de capitaux au Canada a joué un rôle important dans l'évolution du marché des changes au cours de l'année qui vient de s'écouler.

Le marché des changes

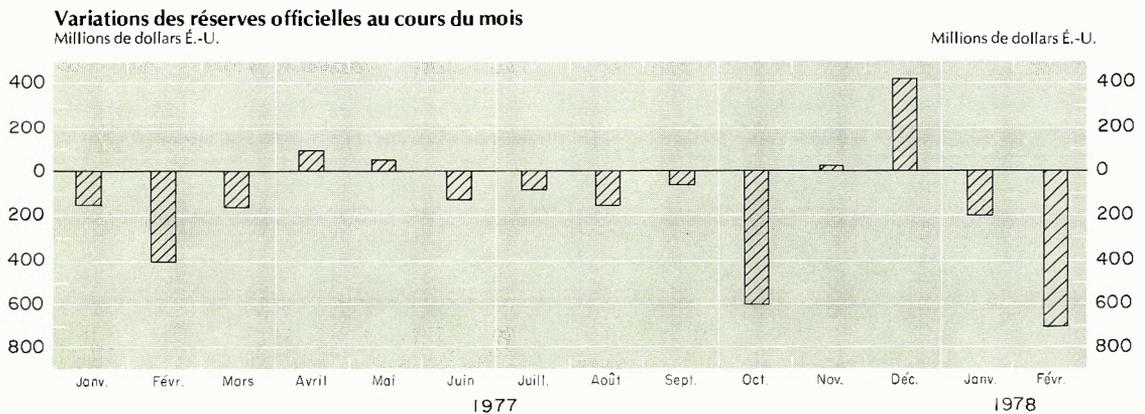
La valeur du dollar canadien sur le marché des changes a diminué par étapes, passant d'environ \$É.-U. 1.03 en octobre à environ \$É.-U. 0.90 à l'automne 1977; à la fin de février 1978, elle était de \$É.-U. 0.8967.

Il fallait s'attendre à ce que le taux de change enregistre tôt ou tard une certaine baisse par rapport au niveau atteint vers le milieu de 1976, vu la détérioration de la position concurrentielle du Canada survenue ces dernières années. En 1976, les paiements courants du Canada en étaient venus à se solder par un déficit considérable qui était jusque-là assez facilement financé par des entrées de capitaux. Mais depuis octobre 1976, un certain nombre d'éléments nouveaux influent sur le financement du déficit et, par voie de conséquence, sur le cours du change. L'évolution de la situation politique du Québec et son incidence sur les perspectives économiques de l'ensemble du Canada ont donné lieu à de nouvelles incertitudes. De plus, le montant des emprunts nets à long terme contractés à l'étranger par les provinces et les municipalités a diminué par rapport au niveau record atteint en 1976 et ce, en raison de la réduction des besoins de trésorerie de l'ensemble de ces gouvernements en 1977 et de l'amenuisement de l'écart entre les taux à long

Cours du change



Cours du change et réserves officielles



terme pratiqués au Canada et aux États-Unis. Le rapprochement, mentionné précédemment, des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés monétaires canadien et américain a joué dans le même sens. Dans ces circonstances, les entrées nettes de capitaux n'ont pas toujours pu résorber

le déficit de la balance courante, ce qui a entraîné une baisse du taux de change.

A titre d'agent financier du gouvernement chargé de gérer le Fonds des changes du ministre des Finances, la Banque du Canada a effectué tout au long de l'année 1977 des opérations

d'achat et de vente de dollars É.-U. visant à assurer un fonctionnement ordonné du marché de la devise américaine au Canada. Vu le fléchissement du dollar canadien qui s'est produit au cours de l'année – parfois sous de fortes pressions – ces opérations se sont soldées par une ponction considérable sur les réserves officielles du Canada. Celles-ci ont diminué de 1 235.9 millions de dollars É.-U. en 1977 et, à la fin de l'année, elles se chiffraient à 4 607.5 millions. A la fin de février 1978, elles étaient de l'ordre de 3 698.8 millions.

C'est également à titre d'agent financier du gouvernement canadien que la Banque du Canada a négocié auprès des banques à charte canadiennes la ligne de crédit renouvelable en dollars É.-U. dont le ministre des Finances faisait état dans son communiqué du 27 octobre 1977. Cette ligne de crédit a pour but de permettre au Fonds des changes de reconstituer en temps voulu ses avoirs en dollars É.-U.. Contractée pour une période de sept ans, elle permettra au gouvernement d'emprunter à son gré, pour des périodes de un, deux, trois ou six mois, jusqu'à 1.5 milliard de dollars É.-U. et de réemprunter tous les montants remboursés. Le gouvernement paiera une commission d'engagement de $\frac{3}{8}$ de 1% l'an sur la tranche non utilisée du crédit; il pourra à tout moment et sans pénalité annuler la totalité ou une partie de la tranche non utilisée. Le taux d'intérêt applicable aux tirages sera le taux auquel les banques du marché interbancaire des euro-dollars à Londres offrent des dépôts en dollars É.-U. d'échéance comparable, majoré de $\frac{3}{8}$ de 1% l'an au cours des trois premières années de la convention et de $\frac{3}{4}$ de 1% au cours des quatre années suivantes. Les fonds seront recueillis sur le marché international.

Le 21 février 1978, le ministre des Finances annonçait l'intention du gouvernement canadien de lancer un emprunt à l'étranger dans le but d'aider à financer le déficit de la balance courante. Le ministre a annoncé par la même occasion que le gouvernement procéderait, à

titre de mesure intérimaire, à un tirage sur la ligne de crédit renouvelable obtenue auprès des banques à charte. Le premier d'une série de tirages a été annoncé le 27 février.

La gestion de la dette publique

Dans le cadre de la gestion de la dette publique la Banque du Canada, à titre d'agent financier du gouvernement canadien, a effectué en 1977 des opérations de financement qui ont eu pour effet d'augmenter de 6 340 millions de dollars l'encours (à la valeur nominale) des titres négociables et de 1 668 millions celui des obligations d'épargne du Canada.

Le gouvernement s'est procuré, grâce à l'accroissement de l'encours des bons du Trésor, 2 470 millions de dollars d'argent frais, dont 470 millions par voie d'adjudications nettes de bons à un an. En juillet, le ministre des Finances annonçait que le calendrier des adjudications de bons du Trésor à un an serait modifié et qu'à partir du 4 août 1977, celles-ci auraient lieu toutes les quatre semaines plutôt qu'une fois par trimestre. Le montant de bons du Trésor détenus hors du secteur bancaire s'est accru de 1 279 millions et a atteint 2 708 millions de dollars; il représente maintenant plus du quart de l'encours total de ces titres.

L'encours (à la valeur nominale) des obligations négociables en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement fédéral s'est accru de 3 870 millions de dollars. (Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le Tableau IV de l'Annexe.) En 1977, le gouvernement a mis sur le marché sept émissions d'obligations de ce type, dont trois étaient en partie destinées à rembourser d'importants emprunts arrivant à échéance. Chacune de ces émissions comportait une tranche d'obligations à court terme, une tranche d'obligations à moyen terme et une autre d'obligations à long terme. Une quatrième tranche d'obligations à environ 10 ans a été ajoutée à quatre de ces émissions. Deux des emprunts lancés en 1977 portaient sur un montant brut de 1 milliard de

dollars; l'emprunt le plus important, en termes nets, a été celui de 500 millions lancé en décembre. De l'ensemble des obligations négociables émises en 1977, 16% étaient des titres à court terme (3 ans ou moins), 47% des titres à moyen terme (à plus de 3 ans mais à moins de 10 ans) et les 37% restant étaient des titres à long terme (à 10 ans ou plus). L'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en circulation émises ou garanties par le gouvernement a été prolongée de douze mois pour s'établir à sept ans et cinq mois.

Des modifications importantes ont été apportées en 1977 aux obligations d'épargne du Canada. Ainsi, l'obligation à coupons bien connue a été remplacée par une obligation à intérêt composé, c'est-à-dire dont les intérêts sont capitalisés automatiquement pour produire eux aussi des intérêts jusqu'à l'échéance. Par ailleurs, l'obligation à intérêt régulier, dont les intérêts sont payés par chèque une fois l'an, a été modifiée de façon à ce que les intérêts produits puissent désormais être versés directement à un compte de dépôt désigné par le titulaire. Les obligations d'épargne du Canada de l'émission 1977-1978 sont des titres à 9 ans, assortis d'un taux d'intérêt de 7% pour la première année et de 8¹/₄% pour chacune des huit autres années, ce qui donne aux épargnants un taux de rendement annuel moyen à l'échéance de 8.06%. Compte tenu des remboursements effectués, l'encours des obligations d'épargne du Canada s'est accru

de 2 338 millions de dollars au dernier trimestre de 1977 et de 1 668 millions sur l'ensemble de l'année. L'émission de 1977-1978 n'a pas été retirée du marché; à la fin de janvier 1978, elle avait rapporté un montant brut de 2 771 millions de dollars.

Les dates limites prévues pour l'exercice du droit d'échange dont étaient assorties deux émissions d'obligations négociables en circulation tombaient en 1977. Jusqu'au 31 octobre 1977, les détenteurs d'obligations 9% 1^{er} février 1978 avaient la faculté de convertir ces titres au pair contre des obligations 9% 1^{er} février 1980. Les échanges de ces titres se sont chiffrés à 344 millions de dollars, de sorte qu'il ne restait que 6 millions de dollars de l'émission originale lorsque celle-ci est arrivée à échéance en février 1978. Quant aux détenteurs de titres de l'émission 9¹/₄% 1^{er} avril 1978, ils avaient jusqu'au 1^{er} janvier 1978 pour les convertir au pair contre des obligations 9¹/₄% 1^{er} avril 1984. Un total de 322 millions de dollars de titres de cette émission a été échangé, et le solde actuel s'élève à 3 millions de dollars.

En mars 1977, le gouvernement a annulé 23.3 millions de dollars d'obligations acquises en vertu des dispositions des fonds de rachat. Il a ainsi annulé 7.9 millions de dollars d'obligations 5¹/₂% 1^{er} août 1980, 10.9 millions d'obligations 9¹/₂% 15 juin 1994, 1.5 million d'obligations 9¹/₂% 1^{er} octobre 2001 et 3 millions d'obligations 8³/₄% 1^{er} février 2002.

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
1977								
Janvier	- 340	+375	- 40	-351	-609	+228	+11	+ 13
Février	+ 755	-955	-	- 52	- 22	-182	-22	- 25
Mars	- 200	+477	-	- 85	+ 37	+129	-12	+ 38
Avril	+ 91	- 65	- 40	+326	+163	+168	+ 1	- 20
Mai	+ 400	+ 34	-	-268	+234	- 70	+ 7	- 5
Juin	- 354	+ 66	-	+449	+130	- 34	+ 6	+ 59
Juillet	+ 435	-185	- 41	- 59	+148	+ 9	-13	+ 5
Août	+ 442	- 70	-	-349	- 1	+ 42	- 2	- 16
Septembre	- 143	-462	-	+470	- 78	- 52	+ 1	- 6
Octobre	+ 925	-307	- 49	-250	+ 99	+ 92	+ 4	+124
Novembre	+ 9	+246	-	-293	+136	+ 18	- 4	-188
Décembre	- 180	+676	-	+326	+589	+188	+17	+ 28
Total	<u>+1 840</u>	<u>-170*</u>	<u>-170</u>	<u>-136</u>	<u>+826</u>	<u>+536</u>	<u>- 6</u>	<u>+ 7</u>
1978								
Janvier	- 366	- 10	- 41	-116	-623	+136	-23	- 23

* Y compris une diminution de 209 millions de dollars au titre des opérations temporaires de swap avec le Fonds des changes. Au 31 décembre 1977, le montant de ces swaps était de 1 159 millions.

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	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables dans la période
1977						
Janvier	1-15					9
	16-31	4 405	1 102	3 303	3 335	11
Février	1-15	4 445	1 303	3 142	3 163	11
	16-28				3 181	9
Mars	1-15	4 435	1 107	3 328	3 355	11
	16-31				3 343	12
Avril	1-15	4 496	1 080	3 416	3 431	10
	16-30				3 451	10
Mai	1-15	4 464	1 086	3 378	3 402	10
	16-31				3 394	11
Juin	1-15	4 473	1 173	3 300	3 330	11
	16-30				3 323	11
Juillet	1-15	4 497	1 133	3 364	3 387	10
	16-31				3 394	10
Août	1-15	4 587	1 164	3 423	3 468	11
	16-31				3 473	12
Septembre	1-15	4 533	1 203	3 330	3 366	10
	16-30				3 358	11
Octobre	1-15	4 615	1 193	3 422	3 466	9
	16-31				3 504	11
Novembre	1-15	4 685	1 199	3 486	3 527	10
	16-30				3 522	11
Décembre	1-15	4 809	1 183	3 626	3 674	11
	16-31				3 682	9
1978						
Janvier*	1-15				3 874	9
	16-31	5 005	1 186	3 819	3 844	12
Février*	1-15	5 095	1 423	3 672	3 691	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

Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Encours des avances aux banques à charte et des pensions			
		Nombre de jours		Encours moyen ⁽¹⁾	
		Avances	Pensions	Avances	Pensions
230	.033	1	9	1.4	111.5
362	.043	1	10	1.4	157.7
229	.027	10	11	9.7	65.6
348	.050	9	7	21.9	152.3
298	.035	11	8	33.2	96.7
177	.019	12	4	32.5	23.9
149	.019	8	5	15.2	58.2
351	.044	-	8	-	104.6
237	.030	-	7	-	34.8
175	.021	1	7	1.8	48.7
321	.036	1	8	1.2	106.3
241	.027	1	6	5.3	95.9
220	.028	1	8	5.8	109.0
294	.037	-	8	-	176.2
501	.056	-	10	-	156.4
606	.062	3	8	21.3	46.8
359	.044	1	3	2.4	22.5
305	.034	2	4	5.5	37.1
394	.052	1	7	6.8	147.4
898	.098	7	10	51.6	165.0
409	.049	1	9	0.5	133.3
399	.043	-	7	-	88.2
523	.056	-	4	-	47.8
503	.066	3	4	22.3	11.8
493	.064	1	5	6.7	32.6
300	.029	1	10	-	64.6
217	.023	1	9	0.5	108.1

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			
1977								
Janvier	- 125.0	-48.3	- 47.1	-	-	-76.9	- 297.3	+158.2
Février	+ 239.7	-	-	-	-	- 3.5	+ 236.2	- 33.3
Mars	- 12.3	-	-	-	-	- 8.5	- 20.8	-154.0
Avril	+ 120.9	-	-	-	-	-	+ 120.9	- 61.1
Mai	+ 111.3	-	-	-	-	-	+ 111.3	+200.1
Juin	- 9.3	+30.0	- 30.0	-	-	-	- 9.3	-200.1
Juillet	+ 325.4	+50.5	- 50.5	-	-	-	+ 325.4	-
Août	+ 440.7	-	-	-	-	+ 0.5	+ 441.2	+ 87.5
Septembre	- 36.0	-	-	-	-	- 0.5	- 36.5	- 87.5
Octobre	+ 517.4	-	-	-	-	+ 8.0	+ 525.4	+116.5
Novembre	+ 105.2	-	-	-	-	- 8.0	+ 97.2	+ 37.3
Décembre	- 80.0	+ 3.9	-	-	-	+13.7	- 62.4	-153.8
Total	+1 598.0	+36.1	-127.6	-	-	-75.2	+1 431.3	- 90.2
1978								
Janvier	+ 22.5	+30.5	-	-	-	-13.7	+ 39.3	+101.2

* 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 ou d'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
+ 66.8	-	- 326.2	+ 4.0	-294.5	- 51.3	-48.7	- 394.5
+ 179.1	+ 500.0	- 133.8	- 1.3	+290.4	+ 480.1	-23.6	+ 746.9
+ 76.1	-	- 143.6	- 1.5	-194.8	- 17.6	-31.4	- 243.8
+ 112.4	+ 125.6	- 183.2	- 23.5	+ 17.7	+ 74.9	- 1.5	+ 91.1
+ 73.4	+ 292.1	- 229.1	- 18.7	+ 71.0	+ 343.2	+14.9	+ 429.1
+ 74.6	-	- 232.7	- 8.8	-282.8	- 78.6	-14.9	- 376.3
+ 164.6	+ 178.4	- 208.8	- 22.7	+281.2	+ 155.7	-	+ 436.9
+ 167.3	-	- 245.5	-	+439.6	+ 7.3	+ 3.6	+ 450.5
+ 39.9	+ 223.4	- 240.7	- 47.3	-313.9	+ 168.8	- 3.6	- 148.7
+ 197.4	+ 250.0	- 81.5	- 40.2	+708.5	+ 228.5	+30.6	+ 967.6
- 25.2	-	- 131.0	-	+ 5.7	- 1.5	-25.9	- 21.7
+ 70.4	+ 250.0	- 245.3	- 35.0	-386.8	+ 201.7	+ 9.0	- 176.1
<u>+1 196.8</u>	<u>+1 819.5</u>	<u>-2 401.4</u>	<u>-195.0</u>	<u>+341.3</u>	<u>+1 511.2</u>	<u>-91.5</u>	<u>+1 761.0</u>
+ 60.0	- 37.1	- 520.9	- 12.2	-359.3	- 10.2	- 0.2	- 369.7

ANNEXE TABLEAU IV

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

Date en 1977	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.	7½% 1 ^{er} févr. 1980	3 ans	7.69	250	
	7¾% 1 ^{er} avril 1982	5 ans et 2 mois	7.87	300	
	8¾% 1 ^{er} févr. 2002 ⁽¹⁾	25 ans	8.82	300	
				850	7
4 févr.	Bons du Trésor	364 jours		275	225
21 mars					23 ⁽²⁾
1 ^{er} avril	7½% 1 ^{er} févr. 1980 ⁽³⁾	2 ans et 10 mois	7.63	225	
	7¾% 1 ^{er} avril 1982 ⁽⁴⁾	5 ans	7.93	375	
	8% 1 ^{er} oct. 1986 ⁽⁵⁾	9 ans et 6 mois	8.23	175	
	9½% 15 juin 1994 ⁽⁶⁾⁽⁷⁾	17 ans et 2½ mois	9.29	175	
				950	675
6 mai	Bons du Trésor	364 jours		325	250
15 mai	7½% 1 ^{er} févr. 1980 ⁽⁸⁾	2 ans et 8½ mois	7.74	125	
	8% 1 ^{er} juillet 1982	5 ans et 1½ mois	8.12	275	
	9¼% 15 mai 1997 ⁽⁹⁾	20 ans	9.31	200	
				600	69
1 ^{er} juill.	7½% 1 ^{er} juin 1980	2 ans et 11 mois	7.55	125	
	8% 1 ^{er} juillet 1982 ⁽¹⁰⁾	5 ans	8.00	325	
	8¼% 1 ^{er} juillet 1987	10 ans	8.36	225	
	9¼% 15 mai 1997 ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	19 ans et 10½ mois	9.19	325	
				1 000	649
5 août	Bons du Trésor	364 jours		115	250
1 ^{er} sept.	7½% 1 ^{er} juin 1980 ⁽¹³⁾	2 ans et 9 mois	7.62	125	
	8% 1 ^{er} juillet 1982 ⁽¹⁴⁾	4 ans et 10 mois	8.12	300	
	8¾% 1 ^{er} juillet 1987 ⁽¹⁵⁾	9 ans et 10 mois	8.44	200	
	9¼% 15 mai 1997 ⁽¹⁶⁾⁽¹⁷⁾	19 ans et 8½ mois	9.16	375	
				1 000	500
2 sept.	Bons du Trésor	364 jours		115	
30 sept.	Bons du Trésor	364 jours		115	
15 oct.	7½% 1 ^{er} juin 1980 ⁽¹⁸⁾	2 ans et 7½ mois	7.62	50	
	8% 15 oct. 1982	5 ans	8.06	250	
	9% 15 oct. 1999 ⁽¹⁹⁾	22 ans	9.00	350	
				650	
28 oct.	Bons du Trésor	364 jours		150	
18 nov.	Bons du Trésor	364 jours			200
25 nov.	Bons du Trésor	364 jours		150	

(Suite)

Date en 1977	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
15 déc.	7½% 1 ^{er} juin 1980 ⁽²⁰⁾	2 ans et 5½ mois	7.77	50	
	8% 15 oct. 1982 ⁽²¹⁾	4 ans et 10 mois	8.19	225	
	8¼% 1 ^{er} juillet 1987 ⁽²²⁾	9 ans et 6½ mois	8.44	100	
	9% 15 oct. 1999 ⁽²³⁾⁽²⁴⁾	21 ans et 10 mois	9.05	375	
				750	
23 déc.	Bons du Trésor	364 jours		150	
31 déc.					7 ⁽²⁵⁾
	Ensemble des obligations			5 800	1 930
	Ensemble des bons du Trésor*			1 395	925

Titres en monnaies étrangères émis ou garantis par le gouvernement

15 avril					1 ⁽²⁶⁾
15 oct.					1 ⁽²⁶⁾

* A 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 2 000 millions de dollars.

⁽¹⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 1^{er} février 1977.

⁽²⁾ Annulation de 7.9 millions d'obligations 5½% 1^{er} août 1980, de 10.9 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994, de 1.5 million d'obligations 9½% 1^{er} octobre 2001 et de 3.0 millions d'obligations 8¾% 1^{er} février 2002 détenues par le fonds de rachat.

⁽³⁾ En plus des 250 millions d'obligations 7½% 1^{er} février 1980 déjà en circulation.

⁽⁴⁾ En plus des 300 millions d'obligations 7¾% 1^{er} avril 1982 déjà en circulation.

⁽⁵⁾ En plus des 235 millions d'obligations 8% 1^{er} octobre 1986 déjà en circulation.

⁽⁶⁾ En plus des 794 millions d'obligations 9½% 15 juin 1994 déjà en circulation.

⁽⁷⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 juin 1974.

⁽⁸⁾ En plus des 475 millions d'obligations 7½% 1^{er} février 1980 déjà en circulation.

⁽⁹⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.

⁽¹⁰⁾ En plus des 275 millions d'obligations 8% 1^{er} juillet 1982 déjà en circulation.

⁽¹¹⁾ En plus des 200 millions d'obligations 9¼% 15 mai 1997 déjà en circulation.

⁽¹²⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.

⁽¹³⁾ En plus des 125 millions d'obligations 7½% 1^{er} juin 1980 déjà en circulation.

⁽¹⁴⁾ En plus des 600 millions d'obligations 8% 1^{er} juillet 1982 déjà en circulation.

⁽¹⁵⁾ En plus des 225 millions d'obligations 8¾% 1^{er} juillet 1987 déjà en circulation.

⁽¹⁶⁾ En plus des 525 millions d'obligations 9¼% 15 mai 1997 déjà en circulation.

⁽¹⁷⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 mai 1977.

⁽¹⁸⁾ En plus des 250 millions d'obligations 7½% 1^{er} juin 1980 déjà en circulation.

⁽¹⁹⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 octobre 1977.

⁽²⁰⁾ En plus des 300 millions d'obligations 7½% 1^{er} juin 1980 déjà en circulation.

⁽²¹⁾ En plus des 250 millions d'obligations 8% 15 octobre 1982 déjà en circulation.

⁽²²⁾ En plus des 425 millions d'obligations 8¾% 1^{er} juillet 1987 déjà en circulation.

⁽²³⁾ En plus des 350 millions d'obligations 9% 15 octobre 1999 déjà en circulation.

⁽²⁴⁾ Ces obligations sont admissibles au fonds de rachat créé le 15 octobre 1977.

⁽²⁵⁾ Annulation de titres garantis détenus par les fonds de rachat.

⁽²⁶⁾ Rachat partiel d'obligations en dollars É.-U. 5% 15 octobre 1987 effectué au pair par le fonds d'amortissement.

BANQUE DU CANADA Etat des revenus et dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1977
(avec chiffres comparatifs pour 1976)

	1977	1976
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus après déduction des intérêts de \$5,442 (\$3,215 en 1976) payés sur les autres dépôts	<u>\$844,199</u>	<u>\$757,174</u>
DÉPENSES		
Traitements ⁽¹⁾	\$ 20,903	\$ 18,125
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ..	3,199	3,362
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1,588	1,456
Honoraires des administrateurs	38	37
Honoraires et frais des vérificateurs	175	155
Impôts municipaux et taxes d'affaires	4,023	4,540
Coût des billets de banque	14,043	14,948
Informatique	2,233	1,800
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net	3,987	3,153
Impression des publications	503	466
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	791	665
Postes et messageries	552	475
Télécommunications	701	650
Déplacements et mutations	859	696
Autres dépenses	<u>724</u>	<u>725</u>
	54,319	51,253
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>3,677</u>	<u>2,681</u>
	57,996	53,934
REVENU NET VERSE AU COMPTE DU RECEVEUR GENERAL DU CANADA	<u><u>786,203</u></u>	<u><u>703,240</u></u>
	<u><u>\$844,199</u></u>	<u><u>\$757,174</u></u>

(1) Le nombre moyen d'employés a été de 1,578 en 1977 et 1,458 en 1976;
le nombre approximatif d'années-hommes utilisées a été de 1,589 en 1977 et de 1,450 en 1976.

(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 1977
(avec chiffres comparatifs pour 1976)

ACTIF	1977	1976
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères:		
Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique	\$ 118,761	\$ 62,493
Autres devises	<u>1,346</u>	<u>623</u>
	<u>120,107</u>	<u>63,116</u>
Avances aux banques à charte et banques d'épargne	<u>40,500</u>	<u>23,000</u>
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie	<u>13,669</u>	<u>104,786</u>
Portefeuille-titres, à la valeur amortie:		
Bons du Trésor du Canada	2,418,345	2,085,613
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans	3,467,585	2,917,069
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans	4,339,219	3,382,813
Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle ..	686,914	858,429
Titres émis par le Royaume-Uni et par les Etats-Unis d'Amérique	1,141,034	1,367,934
Autres titres	<u>2,633</u>	<u>2,633</u>
	<u>12,055,730</u>	<u>10,614,491</u>
Immobilisations:		
Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant, moins amortissement accumulé	<u>65,041</u>	<u>61,448</u>
Chèques tirés sur autres banques	<u>744,613</u>	<u>746,154</u>
Intérêts courus sur placements	<u>192,049</u>	<u>160,901</u>
Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement	<u>176,225</u>	<u>65,333</u>
Autres éléments d'actif	<u>8,486</u>	<u>3,993</u>
	<u>\$13,416,420</u>	<u>\$11,843,222</u>

PASSIF	1977	1976
	(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5,000	\$ 5,000
Fonds de réserve	25,000	25,000
Billets en circulation	8,638,550	7,813,050
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	26,002	32,536
Banques à charte	3,704,549	3,169,346
Autres dépôts	130,924	123,535
	<u>3,861,475</u>	<u>3,325,417</u>
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	99,744	55,830
Autres	153	151
	<u>99,897</u>	<u>55,981</u>
Chèques de la Banque du Canada non compensés	780,447	551,827
Autres éléments de passif	6,051	66,947
	<u>\$13,416,420</u>	<u>\$11,843,222</u>

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

Le Comptable en Chef Suppléant, **C. J. GODDING**

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1977 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 1977 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 20 janvier 1978

BANQUE DU CANADA Exercice clos le 31 décembre 1977

Enoncé 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.

e) Amortissement des immobilisations

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

Bâtiments	5%
Equipement	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)
Mme Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTRÉAL (QUÉBEC)
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN) <i>Membre du Comité de direction</i>
J. TASCHEREAU	QUÉBEC (QUÉBEC) <i>Membre du Comité de direction</i>
A. WALTON	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
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*
J. N. R. WILSON, *Conseiller*
A. J. NORTON, *Conseiller*
D. B. BAIN, *Conseiller associé*
J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

ALAIN JUBINVILLE, *Sous-gouverneur*
D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-gouverneur*
JACQUES A. BUSSIÈRES, *Conseiller*
W. A. MCKAY, *Conseiller*
SERGE VACHON, *Conseiller associé*

*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur

J. M. E. MORIN, *Vérificateur*

Département des Valeurs

D. G. M. BENNETT, *Chef*

F. FAURE, *Sous-chef*
V. O'REGAN, *Conseiller en valeurs*

A. W. NOBLE, *Sous-chef*

Bureau de Toronto

J. T. BAXTER, *Chef*

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

J. E. H. CONDER, *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

J. M. ANDREWS, *Chef*

J. M. MCCORMACK, *Conseiller à la dette publique*

Département d'Informatique

EDITH M. WHYTE, *Chef*

E. W. CHINN, *Sous-chef*

Secrétariat

J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

Département de Contrôle

D. A. THOMPSON, *Contrôleur*

A. ROUSSEAU, *Chef de la Comptabilité*

Direction du Personnel

R. L. FLETT, *Chef*

H. A. D. SCOTT, *Conseiller en personnel*

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>

