

Banque du Canada

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

1979

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

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 29 février 1980

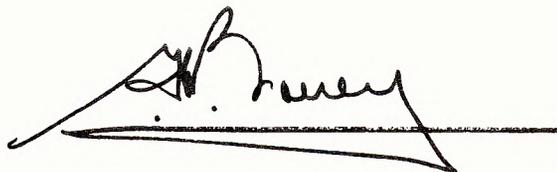
L'honorable John C. Crosbie, C. P.
Ministre des Finances
Ottawa

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre ci-joint mon rapport pour l'année 1979 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

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

Le Gouverneur,

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

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur - 1979

Observations d'ordre général	5
La politique monétaire	5
Considérations sur la lutte contre l'inflation	7
La production, les capacités et l'inflation	11
La croissance de la production	11
Les contraintes de capacité	13
Les coûts et les prix	16
La balance des paiements internationaux du Canada	19
L'utilisation des objectifs monétaires au cours des dernières années	23
Les opérations de la Banque du Canada	27
Les taux d'intérêt et la gestion des réserves-encaisse	27
La gestion de la dette publique	29
Les opérations de change	31
Tableaux en annexe	35
Etats financiers	45
Conseil d'administration	49
Cadres supérieurs	50
Représentants régionaux et Agences	51

Observations d'ordre général

Le niveau de l'activité économique s'est de nouveau élevé au Canada en 1979, quatrième année consécutive de croissance de l'emploi et de la production. En effet, le nombre de Canadiens détenant un emploi a augmenté de 4% et le volume de biens et de services produits, d'environ 3%. Bien que le solde du compte courant de la balance des paiements internationaux soit demeuré largement déficitaire, certains indices encourageants donnaient à penser que l'amélioration sensible de la position concurrentielle du Canada survenue ces dernières années était en train de renforcer la situation de nos paiements internationaux. En même temps, de fortes pressions inflationnistes sont réapparues sur la scène économique canadienne, et le taux d'inflation, qui était à la baisse, s'est remis à grimper.

L'intensification des pressions sur les coûts et les prix est due en partie à des facteurs externes, notamment à la recrudescence de l'inflation aux Etats-Unis, où la phase d'expansion tirait à sa fin. A cet égard, l'évolution du taux de change n'a guère offert de protection contre ces pressions sur les prix venues de l'étranger, sans compter qu'une nouvelle baisse du cours de notre monnaie risquait fort d'amplifier au Canada les retombées de cette inflation d'origine étrangère. Parallèlement, on pouvait constater que les pressions de la demande intérieure donnaient une impulsion considérable à l'inflation au pays. Bon nombre des industries de biens produisaient pour ainsi dire autant que le leur permettaient l'équipement et la main-d'œuvre spécialisée dont elles disposaient et, si elles avaient été en

mesure de produire davantage, elles auraient augmenté considérablement leurs chiffres de vente. Tant la tendance de nos coûts et de nos prix que la tenue de notre commerce extérieur en 1979 ont été symptomatiques d'une économie fonctionnant presque au maximum de son potentiel.

La politique monétaire

La politique monétaire canadienne a fait face en 1979 à un défi de taille en voulant contrer la recrudescence des pressions inflationnistes. De nouveau, elle a visé à contenir la croissance de la masse monétaire conformément aux objectifs fixés par la Banque et, dans le cadre de cette orientation, à établir entre les taux d'intérêt canadiens et américains des rapports qui ne contribueraient pas à accélérer l'inflation au Canada par le biais d'une nouvelle baisse considérable du cours du dollar canadien.

Pendant les dernières années, la Banque s'est employée de façon particulière à faire baisser graduellement le taux tendanciel d'expansion monétaire au pays, consacrant surtout son attention à cette mesure de la masse monétaire qui comprend la monnaie hors banques et les dépôts à vue dans les banques à charte, en l'occurrence M1. On trouvera dans une autre section du Rapport un commentaire sur l'utilisation par la Banque d'objectifs de croissance monétaire centrés sur M1. Bien sûr, le ralentissement graduel de la croissance de la masse monétaire ne constitue pas une fin en soi; l'objectif fondamental est de ralentir l'inflation, et ce, afin de poser les bases d'une économie stable et prospère.

Sans sortir du cadre général de cette stratégie monétaire, la Banque continue de tenir compte dans ses opérations de tout ce qui, sur la scène économique et financière, pourrait compromettre directement la tenue des prix et des coûts intérieurs. La Banque ne croit pas qu'il y ait nécessairement une contradiction fondamentale entre l'action qu'elle mène sur ce plan et la poursuite d'un taux tendanciel de croissance de M1 compatible avec une diminution graduelle de l'inflation. Ce que la Banque a fait l'année dernière démontre qu'elle peut concilier l'attention qu'elle porte à la tendance fondamentale de M1 avec d'autres préoccupations.

Après avoir marqué le pas au début de l'année, la croissance de M1 a été vigoureuse pendant la majeure partie de 1979 malgré la hausse continue des taux d'intérêt. Cela indiquait que la dépense nominale augmentait fortement. Cette augmentation s'est accompagnée d'un accroissement prononcé des demandes de crédits du public auprès des banques et autres sources de financement et d'une accélération exceptionnellement marquée du rythme d'expansion des agrégats monétaires comportant plus d'éléments que M1.

Cette vigueur de la demande de monnaie et de crédit est allée de pair avec d'autres phénomènes dont la Banque a tenu compte dans la mise en œuvre de sa politique monétaire en 1979. Ainsi, certains indices révélaient que, dans de nombreux secteurs, l'appareil de production en était venu à fonctionner presque à la limite de ses capacités. Cette question est traitée à la section suivante du Rapport. En fait, un grand nombre d'industries canadiennes semblaient avoir presque atteint les limites de leur potentiel, bien que le taux de croissance global de l'économie eût été ces dernières années en deçà de ce qui était autrefois considéré comme les taux de croissance soutenables de l'économie canadienne. Cette situation s'est traduite sur le plan intérieur par des pressions à la hausse sur les coûts et les prix.

Il y avait également lieu de croire que la mentalité inflationniste – qui se caractérise par la conviction que l'inflation va s'accélérer – était en train de refaire surface. L'évolution de la conjoncture inflationniste dans d'autres pays, en particulier aux Etats-Unis, était troublante. Au fil des mois, il était devenu de plus en plus manifeste que les marchés internationaux de matières premières faisaient l'objet de pressions spéculatives croissantes, ce qui traduisait une perte de confiance très répandue dans la valeur future de la monnaie.

Les secteurs de notre commerce international qui ont pu réagir assez rapidement ont enregistré des gains notables (comme on le verra à la troisième section du Rapport) à la faveur de l'amélioration importante de notre position concurrentielle qu'ont entraîné, après 1976, la dépréciation de notre monnaie et le ralentissement du taux tendanciel de croissance des coûts intérieurs. Il semble aussi que les gains aient été limités dans un bon nombre de secteurs par des contraintes de capacité qui empêchaient la production de biens pour lesquels il y avait pourtant une demande tant au pays qu'à l'étranger. Dans ces circonstances, une amélioration significative de notre balance commerciale ne pouvait se réaliser sans que les entreprises canadiennes ne mettent en place les nouvelles capacités de production nécessaires.

C'est là le contexte dans lequel la Banque du Canada a pris des mesures précises à la fin de l'été et à l'automne de 1979 pour faire augmenter les taux d'intérêt à court terme au pays. Le taux d'escompte officiel avait été majoré au tout début de 1979 et, au premier semestre, les taux d'intérêt avaient eu tendance à fluctuer autour des niveaux établis à ce moment. A partir du milieu de l'année, les taux d'intérêt ont commencé à grimper en flèche aux Etats-Unis sous la poussée des pressions inflationnistes internes de plus en plus fortes et par suite d'une orientation plus restrictive de la politique monétaire. A la lumière de la conjoncture

économique et financière qui existait au Canada, la Banque a jugé qu'une nouvelle majoration de taux d'intérêt s'imposait. Etant donné les influences qui se manifestaient au chapitre de notre balance des paiements, il semblait qu'on ne gagnerait guère à laisser se produire une situation monétaire qui engendrerait une nouvelle dépréciation importante du dollar canadien. L'inflation ayant visiblement commencé à s'intensifier, de nouvelles pressions à la hausse qui s'exerceraient sur les prix et les coûts par le biais d'une dépréciation du taux de change aggraveraient, au lieu de les atténuer, les problèmes économiques du Canada. La hausse des taux à court terme a cependant été moins forte qu'aux Etats-Unis. Alors que les taux à court terme sont en général un peu plus élevés au Canada qu'aux Etats-Unis, l'an dernier l'écart entre eux n'a pas été considérable pendant plusieurs mois et a même été négatif à quelques reprises.

Les taux d'intérêt n'en ont pas moins augmenté très fortement au Canada. Une variation d'une telle ampleur n'est pas souhaitable et devrait être évitée dans la mesure du possible, car elle porte un rude coup aux emprunteurs. Il est vrai aussi que les taux d'intérêt canadiens atteignent présentement des niveaux sans précédent, mais il s'agit là de taux exprimés en termes nominaux. Pour déterminer le coût réel du crédit et le rendement réel de l'épargne, il faut ajuster ces taux d'intérêt nominaux pour tenir compte de la dépréciation que subit la monnaie à mesure que les prix augmentent. En fait, ce sont les taux d'intérêt nominaux, non pas les taux réels, qui sont élevés par rapport aux niveaux habituels; et s'ils sont élevés, c'est parce que le taux d'inflation l'est aussi. Au cours de la dernière décennie, les taux d'intérêt nominaux ont souvent été inférieurs au taux d'inflation de sorte qu'ils ne procuraient aucun gain réel aux épargnants. Les emprunteurs ont ainsi bénéficié d'un avantage inattendu aux dépens de ceux dont l'épargne sert à accorder des prêts. Des taux d'intérêt qui produisent un

rendement réel, comme ceux qui sont pratiqués à l'heure actuelle, sont tout à fait normaux et ils sont nécessaires pour assurer la stabilité de la valeur d'une monnaie.

Considérations sur la lutte contre l'inflation

J'ai déjà fait mention de la recrudescence de l'inflation et des anticipations inflationnistes observée au Canada en 1979. Il s'agit là d'un aspect décevant de la conjoncture et qui, bien sûr, fait peser certaines incertitudes sur l'issue de la lutte engagée au Canada contre l'inflation.

Il importe de souligner à cet égard que, malgré des revers essuyés en 1979, on décèle quelques progrès si l'on examine la situation avec un certain recul. La hausse des coûts et des prix a été beaucoup moins prononcée au Canada en 1979 qu'en 1974, année qui a marqué la fin de la dernière phase d'expansion conjoncturelle. De plus, ces progrès ont été réalisés en dépit de l'intervention de facteurs défavorables, contre lesquels les Canadiens ne pouvaient pratiquement rien. L'important ajustement à la baisse qu'a connu le taux de change du dollar canadien à partir de la fin de 1976 a été une conséquence tardive du fait que, pendant les années précédentes, le taux d'inflation avait été plus élevé au Canada qu'aux Etats-Unis. Cet ajustement du taux de change constituait un facteur important de la montée des coûts et des prix au Canada. Par ailleurs, l'économie a eu à s'ajuster aux tensions attribuables tant à la hausse des prix des aliments et des produits énergétiques par rapport à ceux des autres biens et services qu'à l'incidence du vif renchérissement à l'étranger des biens que nous importons ou exportons. Il ne faudrait pas perdre de vue non plus que, la plupart du temps entre 1975 et 1979, l'économie fonctionnait à un rythme tel que la marge de manœuvre qui lui restait avant d'atteindre le niveau où les pressions inflationnistes s'intensifient était la plupart du temps très réduite. Ces derniers temps, la marge qui donnerait quelque assurance d'une atténuation des pressions des coûts et des prix sur

le marché des biens et sur celui du travail a presque disparu.

Bien que les efforts déployés pour faire fléchir le taux d'inflation n'aient pas jusqu'à présent été aussi fructueux que nous l'aurions souhaité à la Banque du Canada, je n'estime pas qu'il faille conclure que la Banque a eu tort d'appliquer une politique monétaire gradualiste. C'est à dessein qu'elle a pratiqué une politique monétaire modérée, car elle voulait réduire au minimum les tensions que comporte le processus d'ajustement à un contexte moins inflationniste. Certes, l'approche gradualiste n'élimine pas la possibilité que des imprévus donnent lieu de temps à autre à des perturbations de nature à éloigner plutôt qu'à rapprocher de l'objectif, qui est de ralentir l'inflation. Citons comme exemple de circonstances de cette nature la lenteur avec laquelle la capacité de production a progressé. Ce qu'il importe de retenir c'est que, dans une économie qui fonctionnait sans grande marge de ressources inemployées et qui au surplus était aux prises avec des perturbations importantes et inhabituelles au chapitre des prix, il s'est opéré une amélioration fondamentale. Ainsi l'évolution économique récente fournit d'assez bonnes raisons de croire que les politiques modérées axées sur le ralentissement de l'inflation peuvent porter fruit. La politique visant à abaisser graduellement le taux d'expansion monétaire a été appliquée dans un esprit de persévérance et continuera de l'être.

On affiche parfois un certain pessimisme quant à la possibilité de ralentir l'inflation dans le monde actuel, sous prétexte que les économies sont de plus en plus exposées à des «chocs de prix». A cet égard, l'exemple le plus souvent évoqué est celui du pétrole. De tels chocs sont bien sûr perturbateurs; toutefois, ce n'est pas avec des hausses générales de prix qu'il faut les encaisser, mais plutôt en acceptant les modifications des prix relatifs qu'ils comportent. Les modifications des prix relatifs peuvent et devraient se produire sans que ne s'ensuivent

de répercussions durables sur le taux global d'inflation; mais il faudrait pour cela que les prix des biens et services dont on dispose en quantité suffisante augmentent plus lentement que ceux des biens et services qui sont plus rares. Les modifications des prix relatifs changent la répartition des revenus et du pouvoir d'achat à l'intérieur d'une économie et même à l'échelle internationale, mais on ne peut éviter ce changement en tolérant une augmentation générale du taux d'inflation. Plus une économie est exposée aux chocs causés par des hausses de prix, plus elle a besoin d'un arsenal efficace pour se défendre contre les risques d'une inflation généralisée.

Le pessimisme affiché par certains quant à la capacité des sociétés comme la nôtre d'en arriver à ralentir de façon soutenue le rythme de l'inflation repose aussi parfois sur l'argument selon lequel le coût économique d'une telle opération serait élevé au point d'être inacceptable. Ce raisonnement suppose que nos sociétés peuvent, tout en renonçant à la lutte contre l'inflation, réaliser facilement un accroissement satisfaisant de la production et de l'emploi ainsi qu'une excellente situation des paiements extérieurs. Cette proposition a été à ce point contredite par l'évolution économique de la dernière décennie qu'on ne trouve presque plus personne pour la défendre ouvertement. Pendant cette période, les pays qui se sont de loin le mieux classés au chapitre de la tenue de leur économie sont ceux qui ont combattu l'inflation avec le plus d'acharnement.

Dans cet ordre d'idées, il est intéressant de noter que certains pays ont eu plus de succès que leurs partenaires commerciaux dans la lutte contre l'inflation, ce qui montre bien que les résultats qu'un pays obtient dans cette lutte ne dépendent pas de ceux qu'obtiennent ses partenaires. Les différences de taux d'inflation entre pays ont été compensées par l'évolution des taux de change; ainsi, les pays qui ont le mieux réussi à combattre l'inflation ont connu les taux les plus faibles d'accroissement des coûts de

production en même temps qu'une appréciation de leur devise. Et à cause de la lenteur relative du taux de croissance de leurs coûts de production, ces pays sont demeurés compétitifs sur les marchés internationaux.

Si la nécessité de combattre l'inflation pour assurer la bonne marche de l'économie n'est pas davantage acceptée ni soutenue, c'est qu'à court terme les politiques anti-inflationnistes ont la fâcheuse tendance de restreindre la production plus que les prix. C'est là un fait observé, un fait que les prévisions économiques à court terme tendent à confirmer, somme toute un fait bien connu de tous. Toutefois, le fait que l'économie se porte mieux à long terme dans un contexte non inflationniste est beaucoup plus important, mais beaucoup moins reconnu.

Voilà quelques-unes des raisons pour lesquelles les Canadiens sont si convaincus que les taux d'inflation seront élevés à l'avenir. Ces attentes constituent actuellement le nœud du problème inflationniste. Plus elles sont fortes, plus il devient difficile de contrer l'inflation, car les gens s'opposent alors avec plus de vigueur à ce que ralentisse l'accroissement des salaires et des prix, dont ils croient tirer avantage. Si de fortes anticipations inflationnistes persistent, alors que le contexte économique présente les conditions susceptibles d'assurer une meilleure tenue des prix, elles ont pour effet d'entraver l'évolution de la production et de l'emploi. Par conséquent, la transition à un ralentissement de l'inflation s'opère beaucoup plus facilement si les agents économiques ont confiance dans les politiques adoptées. Mais comment peut-on faire naître cette confiance?

L'engagement ferme qu'a pris la Banque du Canada de persévérer dans sa politique de modération graduelle du rythme de l'expansion monétaire vise justement à convaincre les gens que l'inflation va se ralentir au cours des années à venir et à ne pas décevoir leur attente. La dernière mesure prise par la Banque à cet égard a été de réduire à 5 et à 9% les limites

de la fourchette-cible de $M1$, ces taux étant calculés par rapport au niveau moyen de $M1$ au deuxième trimestre de 1979. Cette orientation de la politique monétaire ne doit pas être prise à la légère; si dans la pratique les Canadiens ont un comportement qui fait obstacle à un ralentissement graduel du taux d'accroissement des prix et des salaires, ils provoqueront un ralentissement de la croissance de l'emploi et de la production.

Il ne fait aucun doute que si l'on persévère dans l'application d'une politique monétaire axée sur un ralentissement progressif de l'expansion monétaire, il en résultera à la longue une stabilisation de la valeur de la monnaie; toutefois, une telle politique ne peut d'elle-même assurer une bonne tenue de l'économie sur les autres plans. Le degré de prospérité et de dynamisme que peut connaître une économie dépend de l'usage qu'elle fait de ses ressources.

La plupart des Canadiens veulent que l'économie assure à la population un niveau d'emploi élevé en même temps qu'une progression du revenu réel; mais l'économie doit pour cela pouvoir compter sur une croissance soutenue et assez rapide des investissements en usines, outillage et équipement. Dans notre société, ces investissements relèvent de l'initiative privée et ils ne sont effectués que si le contexte économique s'y prête.

La politique budgétaire est un aspect de la politique financière du secteur public qui, à la longue, influence considérablement le désir et la possibilité qu'a la collectivité d'investir dans des usines et de l'outillage. L'ampleur de ces investissements dépend dans une large mesure de la politique fiscale, ce qui est évident, et des besoins de financement des gouvernements, ce qui ne l'est pas. La création d'importants déficits budgétaires en vue de transférer des revenus à certaines catégories d'individus et d'accroître ainsi la consommation à des moments où la marge inutilisée de ressources dans l'économie serait sinon

considérable ont pour effet de stimuler les investissements des entreprises dans des usines et de l'outillage. Mais si ces importants déficits budgétaires persistent lorsque l'économie ne peut guère accroître sa production, ils ont pour effet de décourager les investissements. Ces effets de freinage se manifestent de diverses manières. Par exemple, les déficits budgétaires utilisent l'épargne qui autrement pourrait être canalisée par les marchés financiers vers le financement d'immobilisations. Le déficit budgétaire peut donc entraver l'accroissement de la productivité et du revenu que rend possible la formation de capital.

Cette question du déficit budgétaire comporte aussi une dimension internationale. La balance des paiements internationaux est un relevé à deux volets: le solde de la balance courante doit être équilibré par un solde équivalent, mais de signe contraire, de la balance des capitaux. Si l'on veut réduire au Canada le déficit de la balance courante et par conséquent le recours à l'épargne d'origine étrangère, on doit se préoccuper du rythme auquel le déficit budgétaire des divers paliers de gouvernement absorbe l'épargne intérieure.

Les ressources humaines et matérielles du Canada sont immenses. Elles constituent les moyens de réaliser une prospérité durable, mais ne garantissent rien. Je suis heureux de constater que l'on admet de plus en plus que le meilleur moyen d'exploiter pleinement notre potentiel consiste à faire renaître la confiance dans la valeur de notre monnaie et à créer la possibilité de financer avec profit des investissements importants à même l'épargne des Canadiens. Une telle approche ne produira pas immédiatement des résultats spectaculaires,

mais les avantages qu'elle nous procurera augmenteront à la longue. C'est là le meilleur moyen de construire une économie solide au cours des années à venir.

* * *

Au moment où nous mettons la dernière main à ce Rapport, les taux d'intérêt ont de nouveau augmenté considérablement aux Etats-Unis. Les espoirs de maîtriser bientôt l'inflation dans ce pays ont été assombris par des éléments nouveaux, notamment le relèvement marqué des prix du pétrole, le vif renchérissement de certains autres biens et certains événements survenus sur la scène politique internationale. Le taux de rendement des obligations a connu sur les marchés financiers américains une augmentation importante, qui s'est propagée au Canada, si bien que les taux des titres canadiens comparables se sont élevés presque autant. Les taux d'intérêt du marché monétaire se sont accrus considérablement aux Etats-Unis; ils ont même dépassé ceux du marché canadien, qui étaient demeurés relativement stables au cours des derniers mois. Les taux débiteurs préférentiels des banques ont grimpé jusqu'à 16³/₄% aux Etats-Unis, tandis qu'ils sont restés à 15% au Canada, soit le niveau qu'ils avaient atteint en octobre dernier. En février, le dollar canadien a été relativement fort sur les marchés de change grâce à des entrées de fonds apparemment attribuables en grande partie aux perspectives favorables en matière énergétique.

L'évolution récente à l'étranger montre à quel point l'économie mondiale peut être ébranlée par une intensification des pressions inflationnistes et souligne la nécessité pour le Canada de lutter avec acharnement contre l'inflation.

La production, les capacités et l'inflation

Depuis le creux cyclique du début de 1975, la dépense nominale s'est accrue au Canada à un rythme appréciable. Toutefois, le taux de croissance de la production réelle a été en moyenne moins élevé que pendant les reprises cycliques précédentes. Certaines contraintes d'offre touchant la production et les approvisionnements, lesquelles semblent limiter maintenant la possibilité qu'a l'économie d'égaliser les taux typiques de croissance de la production atteints depuis la fin de la guerre, ont joué à ce chapitre un rôle plus grand qu'on est porté à le croire. D'importants secteurs de l'économie canadienne, en particulier ceux dont la compétitivité s'est améliorée par suite de la dépréciation du dollar canadien en 1977 et en 1978, fonctionnent depuis quelque temps presque au maximum de leur capacité. C'est notamment pour cette raison qu'après avoir bien engagé la lutte contre la hausse des coûts et des prix entre 1975 et le début de 1978, nous avons perdu du terrain par la suite.

La croissance de la production

La reprise de l'activité économique qui a suivi la récession de 1974-1975 a d'abord été plutôt irrégulière. Du milieu de 1975 au milieu de 1976, la dépense nationale brute (DNB) en dollars constants s'est en effet accrue au rythme

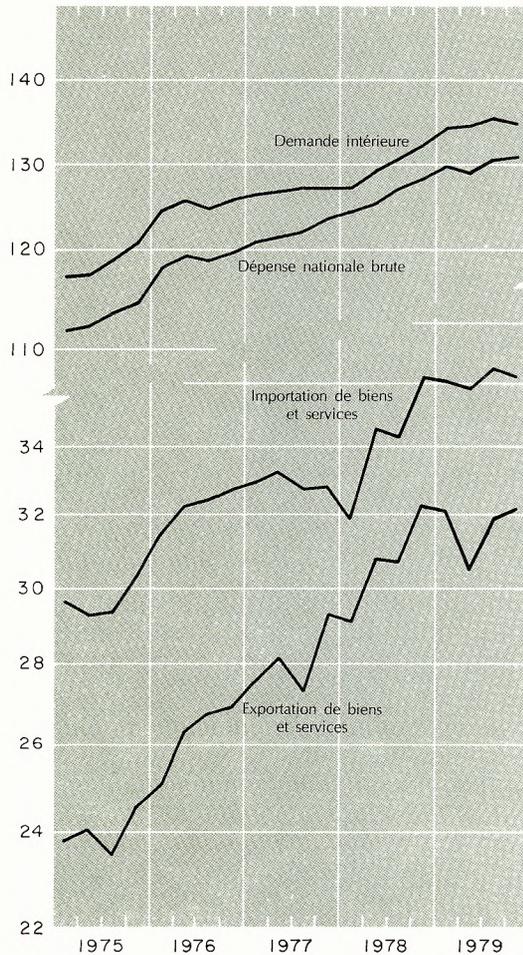
très rapide de plus de 6¹/₂%, à la faveur d'une impulsion venue principalement de la demande intérieure. Sous l'influence de certains programmes du secteur public, les mises en chantier de logements ont atteint des niveaux exceptionnellement élevés, tandis que les dépenses réelles des ménages, dont beaucoup sont liées au logement, augmentaient aussi à un rythme rapide. Au cours du second semestre de 1976 et du premier de 1977, l'activité économique s'est ralentie, et la DNB réelle a augmenté de 1¹/₂% pendant que les mises en chantier chutaient et que les dépenses de consommation plafonnaient. La croissance économique n'a vraiment repris qu'au milieu de 1977, mais cette fois elle a été déclenchée surtout par des facteurs externes. La vigueur croissante de l'économie américaine avait déjà commencé à stimuler le volume des exportations canadiennes lorsque s'est manifesté l'impact qu'a eu sur le volume des exportations et des importations l'amélioration sensible de la position concurrentielle survenue au Canada en 1977 et en 1978. L'impulsion ainsi donnée à la demande a été particulièrement marquée dans le secteur manufacturier. Entre le milieu de l'année 1977 et la fin de 1978, la production s'est accrue en termes réels de 8% l'an, et la DNB, de moins de 4%. Les pressions de la demande

Demande, production et emploi

Données désaisonnalisées

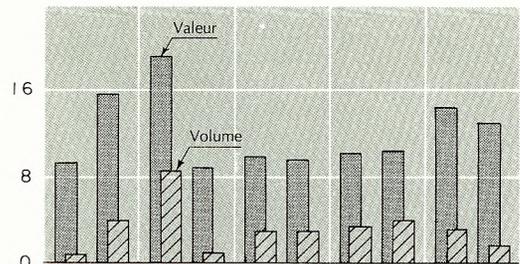
Demande intérieure et extérieure

Milliards de dollars constants (1971) - Echelle semi-logarithmique



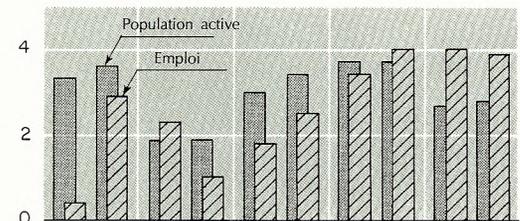
Dépense nationale brute

Variations semestrielles exprimées en taux annuels



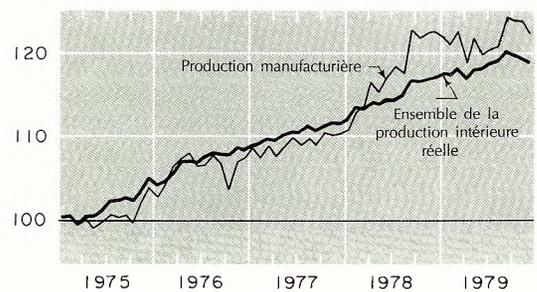
Population active et emploi

Variations semestrielles exprimées en taux annuels (4 fois l'échelle ci-dessus)



Production

1^{er} trim. 1975 = 100



sur bon nombre d'industries à vocation exportatrice et d'industries dont la production concurrence les importations sont demeurées très fortes en 1979. Sous l'effet d'un accroissement des bénéfices combiné aux pressions qu'exerçaient les contraintes aiguës de capacité, les dépenses d'investissement des entre-

prises se sont nettement accrues au second semestre de 1978. Sur l'ensemble de l'année 1979, leur accroissement a été d'environ 10%, soit un taux beaucoup plus élevé que celui de la production globale. En 1979, la DNB réelle a augmenté en moyenne de 3% par rapport à l'année précédente.

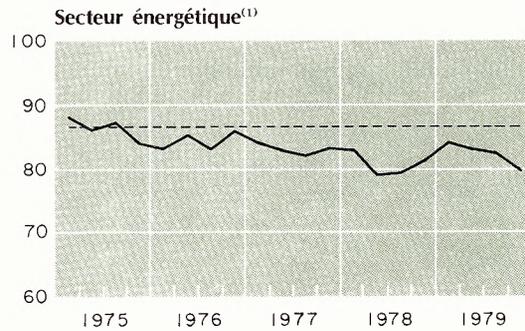
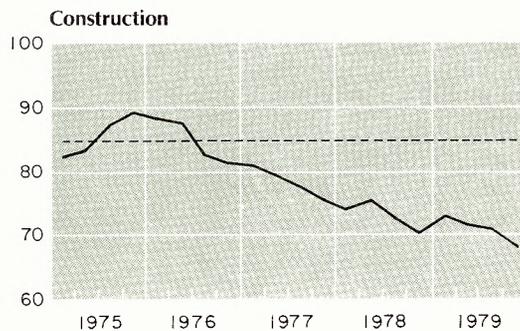
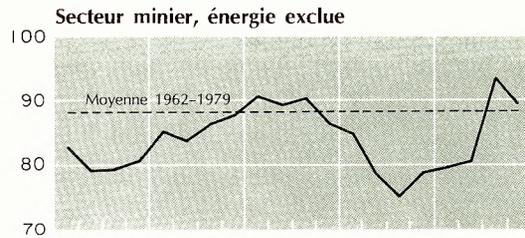
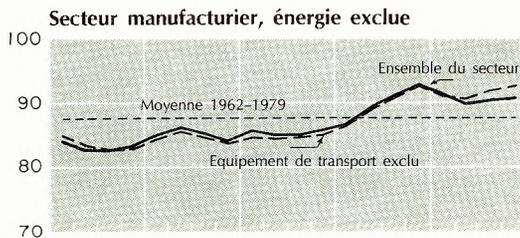
Les contraintes de capacité

Bien que comparativement aux reprises antérieures, le taux d'accroissement de la production n'ait pas été très élevé depuis le creux cyclique de 1975, d'importants secteurs de l'économie en étaient rendus en 1979 à fonctionner à la limite de leurs capacités de production pour satisfaire efficacement la demande. Si ce fait n'est généralement pas reconnu, c'est en partie parce que certains indicateurs couramment employés pour mesurer les taux d'utilisation des capacités peuvent facilement donner lieu à de mauvaises interprétations, en particulier lorsque des transformations importantes se produisent au niveau de la demande. Une analyse plus approfondie s'impose si l'on veut mieux comprendre la situation.

Depuis plus d'un an, on observe dans le secteur manufacturier un resserrement de la capacité excédentaire de production. Depuis le milieu de 1978, les taux d'utilisation des capacités sont restés bien supérieurs à la moyenne des dix-huit dernières années, et on constate des taux d'exploitation élevés dans un grand nombre d'industries de ce secteur. Par exemple, dans les produits alimentaires et les boissons, la bonneterie, les textiles, le papier et les produits connexes et la métallurgie, les taux d'utilisation des capacités ont atteint les niveaux records enregistrés dans le passé ou s'en sont approchés. Des sondages confirment que ces industries et beaucoup d'autres ont fréquemment dépassé les taux-seuils d'utilisation de l'équipement considérés comme soutenables.

Taux d'utilisation des capacités dans les principales industries productrices de biens

Données désaisonnalisées



⁽¹⁾ Comprend l'extraction du pétrole et du gaz naturel, la production et la distribution d'électricité et de gaz, la fabrication de produits pétroliers et charbonniers et le transport par pipeline

Dans un certain nombre d'industries manufacturières, les statistiques des taux d'utilisation des capacités ont indiqué en 1979 l'existence d'un certain potentiel inemployé. Dans la plupart des cas cependant, on se rend compte que le jeu de certains facteurs particuliers a rendu ces indicateurs moins utiles. Ainsi, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie chimique a été sous-estimé en raison de l'acquisition récente de nouveaux biens d'équipement qui, sans être pleinement opérationnels, sont compris dans les calculs du stock de capital. Dans les industries de la préparation des viandes et du poisson par contre, le stock de capital était déjà en place, mais n'a pu être pleinement exploité, en raison d'une insuffisance de matières premières. En aval de l'industrie des métaux primaires, il s'est produit des problèmes d'approvisionnement en acier; ainsi, dès le deuxième trimestre de 1978, certains acheteurs canadiens d'acier ont été astreints à des quotas. Enfin et surtout, la diminution de la production par rapport aux capacités dans le secteur du matériel de transport s'explique par des modifications soudaines du profil de la demande d'automobiles. Devant l'escalade des prix déclenchée par l'OPEP et l'insécurité croissante des approvisionnements en pétrole, la demande de voitures neuves aux Etats-Unis a fléchi et s'est nettement tournée vers les petites voitures. L'industrie automobile canadienne, dont les installations sont orientées surtout vers la production de certaines catégories de grosses voitures, a été particulièrement touchée par cette modification de la demande. Sous l'effet de cette contrainte – qui n'est pas mesurée par les statistiques mais qui n'en est pas moins réelle – la production a chuté. Pour l'ensemble du secteur manufacturier, matériel de transport exclu, le taux d'utilisation des capacités a été plus élevé en 1979 qu'il ne l'a été en moyenne par les années passées et il s'est en outre accru.

Parmi les autres industries productrices de biens, seul le secteur de la construction a en

fait fonctionné bien en deçà de son potentiel. A première vue, le secteur énergétique semble avoir lui aussi fonctionné à un taux assez peu élevé au cours des dernières années, mais il n'en est rien. Comme dans l'industrie chimique, une bonne partie des investissements a été consacrée à des installations d'envergure, qui dans bien des cas ne peuvent encore être pleinement exploitées. Ces investissements sont néanmoins compris dans les statistiques relatives au stock de capital, ce qui à l'heure actuelle fait baisser considérablement les taux servant à mesurer l'utilisation des capacités du secteur énergétique. Quant au secteur minier, dont la production a été entravée en 1978 et en 1979 par des grèves, il a retrouvé dès le second semestre de 1979 une vigueur de plus en plus manifeste.

Ce que révèle ce survol des divers secteurs de l'économie, c'est qu'en 1979 un grand nombre d'industries canadiennes productrices de biens fonctionnaient sans grande marge effective de potentiel inemployé. De façon générale, la demande a été forte, surtout dans les industries qui produisent pour l'exportation ou doivent concurrencer les importations. Dans certains cas, la production a été entravée par des goulots d'étranglement liés à une pénurie de matières premières; dans d'autres, là où il y avait une marge considérable de capacité inutilisée, telles la construction et la fabrication de grosses voitures, il n'a pas été possible d'orienter rapidement les ressources disponibles vers la production des catégories de biens pour lesquelles la demande à l'intérieur du pays et à l'étranger était vive.

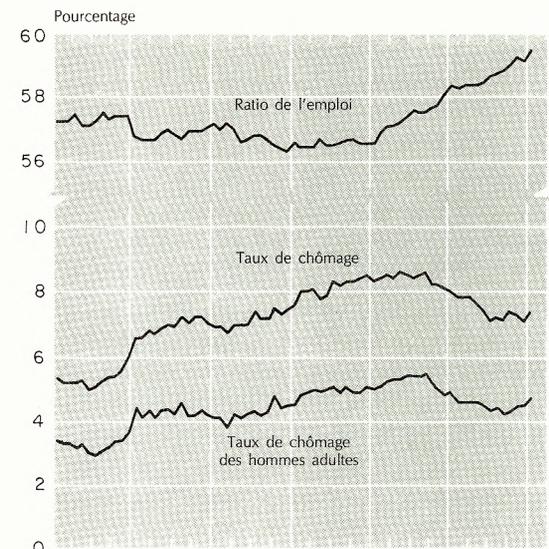
Les statistiques du marché du travail donnent lieu à des difficultés d'interprétation du même ordre. Depuis déjà quelque temps, le taux global de chômage ne semble pas donner une bonne idée de l'ampleur du potentiel inutilisé ni des possibilités de croissance de la production au Canada. Le degré de pression sur le marché du travail varie considérablement d'une région à l'autre du Canada, et un grand nombre de données indiquent que, depuis le début des années

soixante-dix, le taux global de chômage au pays a été influencé par des facteurs liés à la démographie et aux politiques de main-d'œuvre, lesquels l'ont fait monter à un niveau qui donne une perception peu réaliste du degré de pression ou de détente que présente la conjoncture. Diverses études ont démontré l'importance de l'accroissement très rapide ces derniers temps de la portion de la main-d'œuvre active constituée de femmes adultes et de jeunes, qui en raison d'un certain manque d'expérience connaissent une rotation plus élevée et de plus longues périodes de chômage. En ce qui concerne les politiques de main-d'œuvre, mentionnons que la révision apportée en 1971 à la Loi sur l'assurance-chômage a diminué le coût du chômage pour l'individu, ce qui a entraîné notamment les conséquences suivantes: la période moyenne consacrée à la recherche d'un emploi s'est prolongée, un plus grand nombre de personnes se sont intégrées à la population active et les employeurs se sont montrés moins disposés à retenir comme permanents des employés dont le travail est en grande partie saisonnier. Ainsi les seuils de chômage que l'économie ne peut dépasser sans que ne s'avivent les pressions inflationnistes sont maintenant beaucoup plus élevés que dans les années cinquante ou soixante. Pour faire baisser le chômage de façon durable, il faudra adopter des politiques qui s'attaqueront directement à ces déséquilibres d'ordre structurel.

D'autres indicateurs du marché du travail font état d'une situation qui diffère sensiblement de celle qui ressort du taux de chômage global, tel que défini d'habitude. Le taux de chômage chez les hommes adultes est monté jusqu'à 5,4% au milieu de 1978, mais contrairement au taux global, il est demeuré bien en-dessous du sommet atteint depuis la fin de la guerre, encore que les facteurs institutionnels mentionnés précédemment aient aussi probablement contribué à le faire grimper. De plus, il a diminué considérablement en 1979. Une impression similaire de pressions croissantes

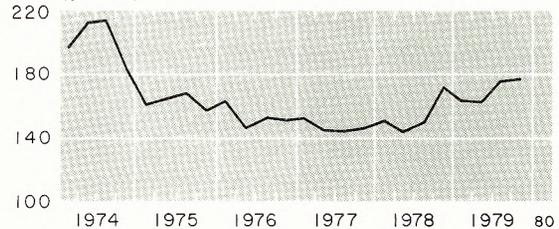
Marché du travail

Données désaisonnalisées



Indice de l'offre d'emploi (corrige pour tenir compte de la croissance de l'emploi)

1971 = 100



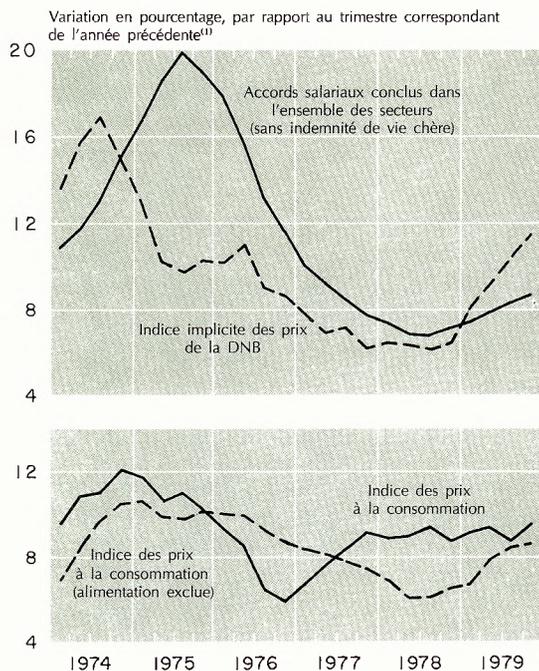
sur les marchés du travail se dégage de l'évolution du ratio de l'emploi, qui mesure la proportion des personnes en âge de travailler qui détiennent un emploi. Cette proportion a diminué lentement entre le milieu de 1975 et le début de 1978, mais elle s'est accrue depuis de façon spectaculaire, car les employeurs ont augmenté de beaucoup leurs effectifs. Les hausses récentes de l'indice de l'offre d'emploi, de même que les nombreux cas de pénurie de main-d'œuvre spécialisée, sont aussi symptomatiques de l'intensification des pressions subies par le marché du travail.

L'évolution récente de la productivité est une autre dimension de l'affaiblissement de la capacité de croissance de l'économie. La croissance de la productivité semble s'être ralentie au cours des années soixante-dix, particulièrement durant la seconde partie de la décennie. Il est difficile d'isoler les causes de ce ralentissement, qui n'a d'ailleurs pas seulement touché notre pays mais la plupart des principaux pays industrialisés. Les travaux menés au Canada sur le sujet ont permis quand même de dégager un certain nombre d'explications possibles: la diminution des ressources naturelles facilement exploitables, la faiblesse relative des investissements dans des secteurs autres que l'énergie, une obsolescence accélérée de l'outillage et de l'équipement causée par l'escalade des coûts de l'énergie depuis 1973, les changements survenus dans la composition de la population active. En tout état de cause, le caractère général et durable de ce ralentissement de la productivité permet de penser que ce phénomène n'est pas seulement de nature conjoncturelle.

Les coûts et les prix

De 1974 à 1978, le taux d'inflation a diminué de façon appréciable. L'indice implicite des prix de la DNB, dont le taux d'augmentation avait dépassé les 15% en 1974, s'est accru de moins de 7% au second semestre de 1977. Durant la même période, l'indice des prix à la consommation a enregistré un ralentissement moins marqué mais néanmoins considérable, tandis que l'accroissement des salaires négociés dans le cadre des nouvelles conventions collectives s'est continuellement ralenti. Alors qu'en 1975 bon nombre de nouveaux accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère prévoyaient des augmentations annuelles moyennes de plus de 20%, à la fin de 1977 les hausses se situaient entre 7 et 8%. Il ne fait guère de doute que la Commission de la lutte contre l'inflation a contribué pendant cette période à améliorer sensiblement cet aspect de

Mesures de l'inflation



¹⁾ Sauf dans le cas des accords salariaux, pour lesquels on a porté au dernier trimestre une moyenne mobile sur quatre trimestres

la tenue de l'économie, mais il est peu probable, à en juger par ce qui s'est produit au Canada – et dans d'autres pays – que pareil succès aurait été obtenu si l'économie canadienne n'avait présenté à ce moment-là un cadre conjoncturel suffisamment compétitif. Il est intéressant de constater que le ralentissement du rythme de l'inflation observé en 1977 s'est produit en dépit d'une dépréciation considérable du dollar canadien, laquelle a eu pour effet d'augmenter directement, et de façon significative, les prix en dollars canadiens d'un grand nombre de produits d'importation et de produits d'exportation.

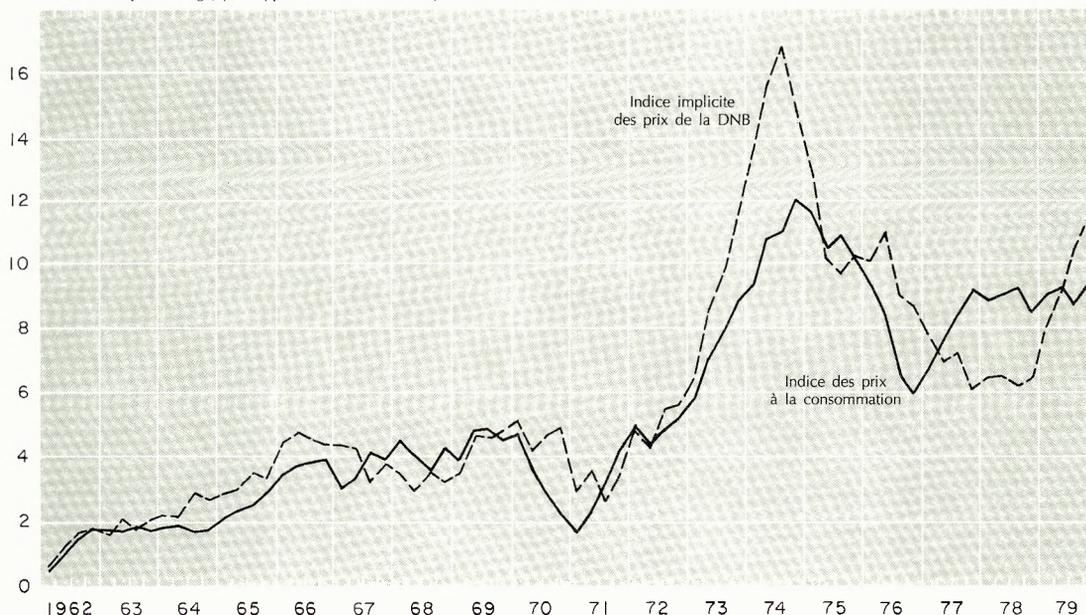
Depuis le second semestre de 1978, les signes d'une recrudescence des pressions inflationnistes s'accroissent. En effet, l'indice implicite des prix de la DNB, qui avait augmenté de

6½% au premier semestre de 1978, a marqué une avance d'environ 10% au second semestre de 1979. D'après l'indice des prix à la consommation, le taux d'inflation ne s'est pas ralenti par rapport au niveau atteint pendant la période d'escalade des prix des produits alimentaires. De fait, la hausse des prix à la consommation, abstraction faite de l'alimentation, s'est considérablement accélérée tout au long de 1979 même si l'ajustement à la hausse des prix intérieurs de l'énergie a été relativement modeste. Par ailleurs les taux d'augmentation de salaires prévus dans les accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère conclus dans le secteur commercial se sont élevés aux environs de 10% au second semestre de l'année. La remontée des salaires a été moins marquée dans le secteur non commercial.

L'évolution récente des prix reflète en partie l'incidence des pressions inflationnistes d'origine étrangère qui se sont transmises au Canada en l'absence d'une appréciation du taux de change du dollar canadien. Les prix des importations et des exportations canadiennes ont grimpé en flèche en 1978 et en 1979. En 1978, ce renchérissement était dû en grande partie à la baisse de 7% du taux de change du dollar canadien, mais en 1979 la pression est venue principalement de l'accroissement très rapide des prix aux Etats-Unis et dans les pays d'outre-mer. Cette évolution du secteur extérieur a eu sur le taux d'inflation enregistré au Canada des effets qui ont été aggravés par la tenue récente des prix des produits alimentaires en Amérique du Nord. En raison de la chute cyclique des approvisionnements en viande de bœuf et des

Evolution de l'inflation au cours des deux dernières décennies

Variation en pourcentage, par rapport au trimestre correspondant de l'année antérieure



mauvaises conditions météorologiques qui ont entraîné une diminution de nombreuses récoltes, les produits alimentaires ont renchéri au Canada en 1978 et 1979 beaucoup plus que les autres produits. Par contre, les prix intérieurs de l'énergie ont augmenté à peu près au même rythme que l'indice des prix à la consommation.

Cependant, la récente recrudescence des pressions inflationnistes au Canada a aussi été alimentée par des facteurs internes. Comme il ressort des paragraphes précédents, l'économie a fonctionné ces quelque douze derniers mois à un rythme qui exigeait que de nombreux secteurs de l'économie tournent presque au maximum de leur capacité. Une telle conjoncture n'incitait guère les travailleurs désireux de maintenir leur niveau de vie en dépit de chocs externes sur les prix, à modérer leurs revendications salariales, de sorte que les augmentations prévues par les accords salariaux ont commencé à se répercuter à leur tour sur les coûts de production et sur les prix. L'effet de ces pressions a été aggravé par la piètre évolution de la productivité. Parallèlement, le

dynamisme de la demande a, dans l'ensemble, permis au secteur des entreprises d'accroître sa marge bénéficiaire. En résumé, les pressions considérables qui se sont fait sentir en 1979 dans de nombreux secteurs de l'économie canadienne sont venues s'ajouter à l'impact des facteurs d'origine externe en plus de contribuer directement à l'inflation.

La tenue de nos prix et de nos coûts a été décevante au cours de l'expansion cyclique des derniers trimestres, mais elle n'a annulé que partiellement les progrès accomplis dans la lutte contre l'inflation sur une plus longue période, soit depuis la crête de la précédente reprise économique. Tandis qu'en 1974 le taux de progression annuel de l'indice implicite des prix de la DNB avait atteint un maximum de plus de 15%, en 1979 il a été d'environ 10%. De plus, les prix à la consommation se sont accrus à un taux beaucoup moins élevé que celui de 1974. A chacune des trois reprises économiques antérieures, le taux d'inflation avait atteint un niveau record; dans cette optique, l'atténuation de l'inflation au cours des dernières années est d'autant plus significative.

La balance des paiements internationaux du Canada

Dans le domaine de la balance des paiements, l'une des grandes interrogations des dernières années a été de savoir comment la balance des paiements courants allait réagir à l'amélioration considérable qu'a connue depuis 1976 la position des entreprises canadiennes productrices de biens et de services par rapport aux fournisseurs étrangers qu'elles doivent concurrencer tant sur le marché intérieur que sur les marchés étrangers.

Depuis 1976, les coûts de production mesurés en monnaies nationales semblent avoir évolué à un rythme assez semblable au Canada et aux Etats-Unis, de sorte que la dépréciation importante de notre devise par rapport à celle des Etats-Unis a grandement amélioré la position concurrentielle des entreprises canadiennes vis-à-vis des entreprises américaines. La situation concurrentielle du Canada s'est améliorée encore davantage à l'égard de celle de plusieurs autres grands pays commerçants puisque le dollar américain a lui aussi considérablement baissé comparativement aux devises de ces pays.

L'impact considérable de cette amélioration de la position concurrentielle du Canada sur les marchés internationaux se manifeste dans de nombreux secteurs de notre commerce extérieur. Jusqu'à présent toutefois, l'incidence de l'amélioration de notre compétitivité sur l'ensemble de la balance courante a été largement masquée par d'autres facteurs, dont certains étaient transitoires; de fait, la situation fondamentale de nos paiements internationaux est plus solide qu'elle ne le paraît de prime abord. Les perspectives actuelles de nos

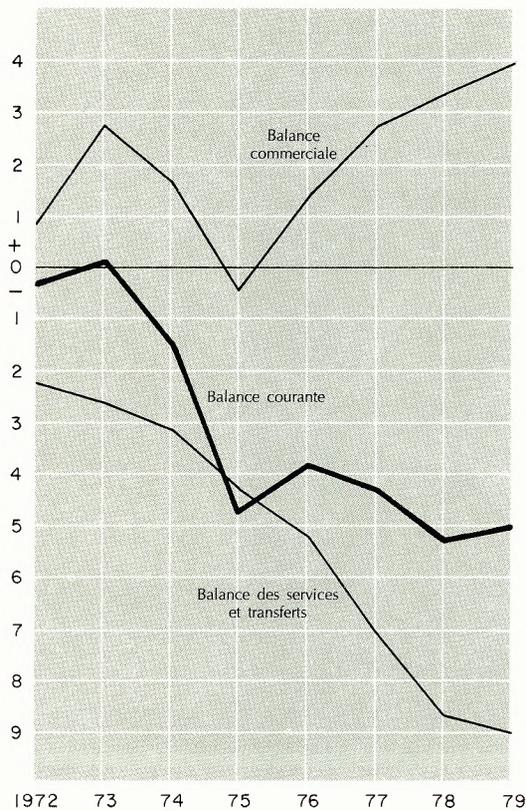
échanges au chapitre du pétrole et du gaz viennent appuyer ce point de vue.

La balance commerciale se serait améliorée encore plus en 1979 n'eût été la présence de certains facteurs de nature assez particulière. Le déficit au titre des échanges de produits de l'industrie automobile avec les Etats-Unis s'est accru de 2,5 milliards de dollars et s'est chiffré à 3 milliards en 1979. L'augmentation de ce déficit s'explique, d'une part, par le fait que les ventes de voitures nord-américaines ont été beaucoup plus lentes aux Etats-Unis qu'au Canada et, d'autre part, par la concentration de la production canadienne sur certaines catégories de grosses voitures, dont la demande a été particulièrement faible aux Etats-Unis. De plus, le volume des exportations de blé a été fortement limité par des problèmes de transport et de manutention, encore que l'incidence de ce facteur sur les recettes d'exportation ait été plus que compensée par l'augmentation des cours du blé. Par contre, les exportations nettes de pétrole brut et de gaz naturel – autre poste de notre balance commerciale dont la tenue a été déterminée par des facteurs spéciaux – sont passées de 0,3 milliard de dollars en 1978 à 1 milliard en 1979. Le poste «Autres biens» de la balance commerciale s'est lui aussi considérablement amélioré en 1979, suivant ainsi la tendance observée depuis 1975. Le commerce de cette catégorie de produits, qui représente pour le Canada plus des deux tiers des échanges de marchandises, s'est soldé en 1979 par un excédent de 3,7 milliards de dollars, soit 2 milliards de plus qu'en 1978.

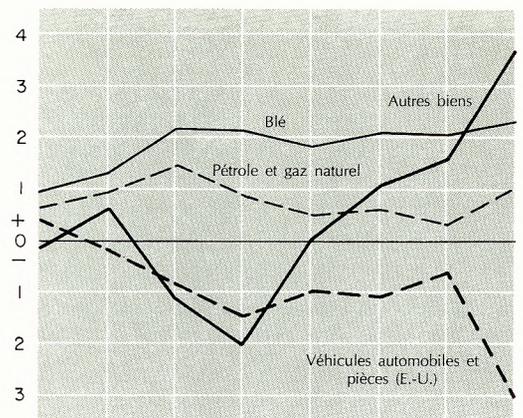
Balance des paiements courants

Milliards de dollars courants

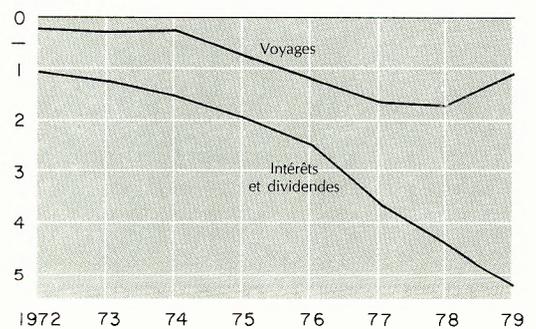
Principaux agrégats



Composantes de la balance commerciale



Invisibles



Abstraction faite de nos expéditions de véhicules et de pièces automobiles vers les Etats-Unis et de l'ensemble de nos livraisons de blé, de pétrole et de gaz, le volume de nos exportations a progressé de plus de 10% au cours de l'année, soit à un rythme presque égal à celui de 1978 et deux fois plus élevé que celui de 1977. Cette progression reflète surtout une augmentation de plus de 20% - tout comme en 1978 - des expéditions de produits hautement travaillés qui constituent l'une des catégories de produits d'exportation les plus sensibles aux variations de prix. Ce résultat a été atteint en dépit d'un léger ralentissement de la croissance

économique aux Etats-Unis, principal acheteur de produits canadiens.

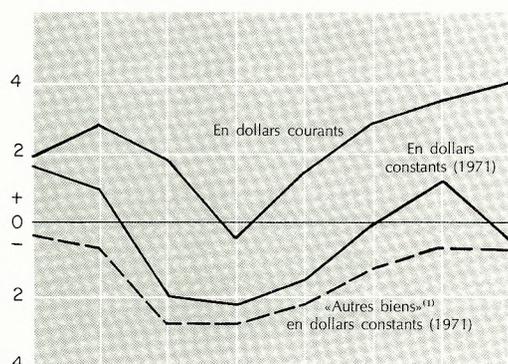
Dans de nombreux secteurs, la position concurrentielle de l'industrie canadienne nous aurait valu en 1979 une amélioration plus marquée de la balance commerciale en termes réels si de nombreuses entreprises n'avaient eu à limiter leur production en raison de certaines contraintes de capacité. Il est certain que les taux élevés d'utilisation des capacités atteints au Canada durant les quelque douze derniers mois traduisent en partie l'avantage que l'industrie canadienne a tiré de l'amélioration de sa position concurrentielle. Les taux élevés

d'utilisation des capacités de production et l'accroissement des marges bénéficiaires ont suscité une reprise marquée des investissements, ce qui à long terme devrait augmenter les chances de restructuration des échanges en faveur du Canada. En 1978 et en 1979 cependant, l'accroissement des dépenses en outillage et en équipement a entravé l'amélioration de la balance commerciale, car un très fort pourcentage de ces biens est importé. Parallèlement, les importations de matières industrielles ont

augmenté à un rythme auquel on n'aurait pu s'attendre étant donné la conjoncture économique. Les taux élevés d'utilisation des capacités, en particulier dans les industries productrices de biens d'équipement et dans le secteur sidérurgique, ont engendré une dépendance croissante à l'endroit des importations. Les importations de biens d'équipement et de matières industrielles ont augmenté en volume de plus de 15% en 1979, comparativement à seulement 2% pour les «autres

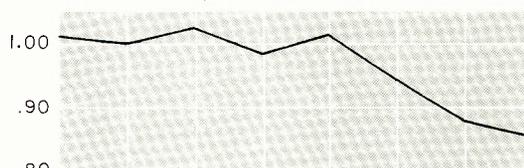
Principaux facteurs ayant des effets sur la balance commerciale

Balance commerciale
Milliards de dollars



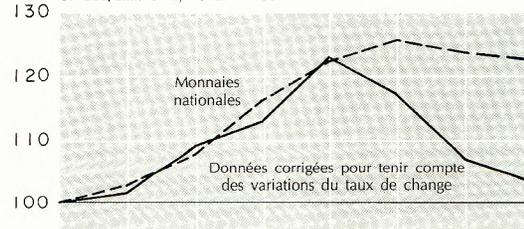
Taux de change

\$Can. en \$E.-U. (moyennes annuelles)

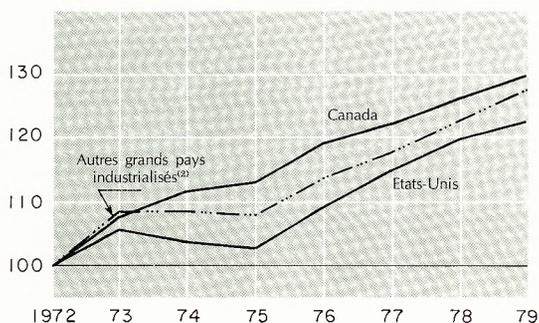


Coûts unitaires relatifs de la main-d'œuvre(3)

Canada/États-Unis, 1972 = 100

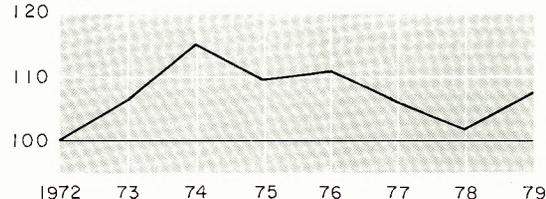


PNB réel
1972 = 100



Termes de l'échange

1972 = 100



(1) Ne comprend ni les échanges au titre des véhicules automobiles et des pièces avec les États-Unis, ni l'ensemble des échanges au titre du pétrole, du gaz naturel et du blé

(2) PNB/PIB réel du Japon, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France et de l'Italie, pondéré en fonction des exportations de produits canadiens vers chacun de ces pays

(3) Salaires, traitements et revenus supplémentaires du travail par unité de PNB réel

biens», qui constituent plus de la moitié des importations canadiennes.

Cette progression des importations de biens d'équipement et de matières industrielles a limité à un niveau proche de celui de 1978 le solde, en termes réels, de notre balance commerciale, abstraction faite du blé, du pétrole, du gaz et des échanges avec les Etats-Unis de produits de l'industrie automobile. La forte augmentation de ce solde, en termes nominaux, tient principalement au fait que les prix des exportations canadiennes ont augmenté plus que ceux des importations. Cette amélioration des termes de l'échange des marchandises reflète dans une large mesure les pressions à la hausse observées sur les marchés internationaux des matières premières. Le Canada étant un exportateur net de matières premières et un importateur net de produits manufacturés, toute hausse des cours mondiaux des matières premières par rapport aux prix des produits manufacturés se traduit par une amélioration de la balance commerciale canadienne.

La balance des services a elle aussi bénéficié de l'amélioration de la position concurrentielle de l'économie canadienne. Le déficit du poste des voyages a diminué considérablement en 1979. Les dépenses des Canadiens à l'étranger ont baissé, ce qui contraste nettement avec la croissance rapide qu'elles avaient connue depuis un certain nombre d'années. De plus, les dépenses effectuées au Canada par les étrangers, en particulier par des visiteurs venus de pays autres que les Etats-Unis, ont fortement progressé pour la deuxième année consécutive. La diminution du déficit au poste des voyages n'a toutefois pas été suffisante pour compenser l'augmentation du déficit au titre des intérêts et des dividendes. Le solde déficitaire au chapitre des intérêts et des dividendes a continué de se creuser en raison surtout de l'accroissement de notre dette envers l'étranger, lequel a servi à financer les importants déficits accusés ces dernières années par la balance courante. Etant donné que la plupart des em-

prunts des dernières années sont libellés en devises étrangères, la dépréciation de notre devise a contribué à faire augmenter le montant en dollars canadiens des intérêts payés.

Si les entrées nettes de capitaux à long terme ont été du même ordre de grandeur en 1979 qu'en 1978, leur composition par contre s'est sensiblement modifiée. Les sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs ont diminué considérablement par rapport au niveau record de l'année précédente, mais les entrées résultant d'emprunts du gouvernement canadien sur les marchés étrangers ont aussi diminué de façon appréciable. Le montant brut des emprunts des provinces, des municipalités et des sociétés sur les marchés obligataires étrangers, qui avait déjà chuté de façon spectaculaire par rapport au sommet atteint en 1976, n'a guère changé en 1979.

Pour la première fois depuis 1975, les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés en 1979 par une importante entrée nette. L'attitude des investisseurs à l'égard des avoirs en dollars canadiens est devenue plus positive bien que l'écart entre les taux à court terme au Canada et aux Etats-Unis n'ait jamais été très prononcé en 1979 et qu'il ait même été négatif à certains moments au second semestre. S'il est vrai que le déficit marqué de la balance courante et la hausse continue des coûts et des prix canadiens ont continué d'influencer les calculs des investisseurs, il reste que, sur les marchés de change, on estimait en général que la dépréciation du dollar canadien avait rétabli la compétitivité de l'industrie canadienne. La hausse vertigineuse des prix du pétrole et l'incertitude des approvisionnements ont fait ressortir la position avantageuse dont jouit le Canada sur le plan énergétique comparativement à la plupart des autres pays industrialisés. Dans ce contexte, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a été relativement stable pendant presque toute l'année et, à la fin de 1979, il se situait à un niveau un peu plus élevé qu'au début de l'année.

L'utilisation des objectifs monétaires au cours des dernières années

Dans l'élaboration de sa politique monétaire, la Banque du Canada a commencé en 1975 à accorder une importance considérable à l'évolution tendancielle de l'un des agrégats qui servent à mesurer la masse monétaire, à savoir l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte, communément appelé M1. C'est au second semestre de l'année que la Banque a fait savoir qu'elle viserait à maintenir la croissance de M1 à un rythme qui ne serait pas inférieur à 10% l'an mais demeurerait bien au-dessous de 15%. Depuis, la fourchette-cible a été abaissée à quatre reprises, et ses limites actuelles, annoncées en décembre 1979, sont de 5 et de 9% l'an.

Pour des raisons d'ordre pratique, la Banque

en est venue à percevoir chaque cible comme un ruban dont les bords se situent respectivement à 2% au-dessus et à 2% au-dessous du point médian de la cible. Les fourchettes-cibles, les rubans qui y sont associés et l'évolution de M1 sont illustrés au graphique ci-dessous.

Si la Banque a décidé d'accorder une attention particulière à la tendance de M1, c'est parce que, à la lumière d'études portant sur les années passées, elle a conclu que cela permettrait d'améliorer la politique monétaire. M1 a donc pris une place importante parmi le large éventail d'indicateurs économiques et financiers que la Banque étudie régulièrement afin de bien s'acquitter des mandats qui lui sont confiés.

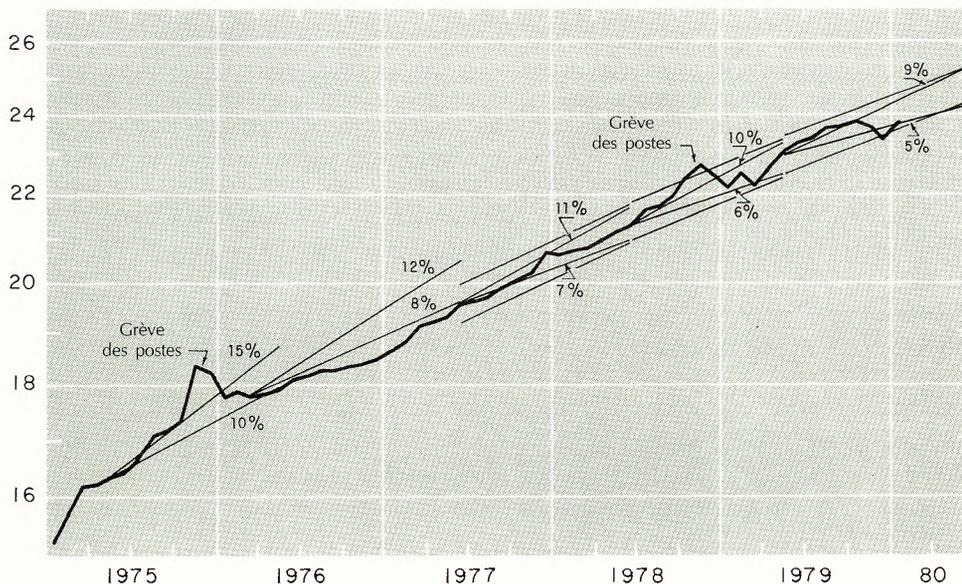
Qu'il y ait de façon générale une relation

Masse monétaire et fourchettes de croissance visées

Données désaisonnalisées

Monnaie et dépôts à vue

Milliards de dollars, données mensuelles - Echelle semi-logarithmique



importante entre l'accélération ou le ralentissement du rythme de croissance de la masse monétaire et la croissance de la dépense globale dans l'économie constitue un fait reconnu depuis longtemps. L'idée d'assigner certaines limites à l'expansion de la masse monétaire et de s'en servir comme guide dans l'application de la politique monétaire n'est donc pas nouvelle. Mais dans la pratique, avant de pouvoir tirer de l'application des règles monétaires les avantages qui peuvent en découler, il a fallu que les études sur le sujet aient progressé au point que s'en dégagent les éléments permettant de comprendre avec plus de précision le lien entre l'évolution des agrégats monétaires et celle de la dépense nationale. C'est sur la foi de tels travaux que la Banque a conclu qu'elle gagnerait à suivre de près la tendance de M_1 .

C'est ce que la Banque fait depuis maintenant plus de quatre ans. Le vécu de cette période amène à conclure qu'elle a eu raison de modifier son approche de la politique monétaire et que l'attribution de cibles de croissance à M_1 lui a permis d'améliorer sa politique. Il reste que, comme guide de la politique monétaire, l'évolution de M_1 présente certaines difficultés d'ordre pratique. La Banque du Canada est maintenant plus au fait de ces problèmes qu'elle ne l'était il y a quatre ans; l'expérience lui a confirmé que les variations de M_1 doivent être interprétées avec beaucoup de prudence.

La valeur de M_1 – ou de tout autre agrégat monétaire – comme guide de la politique monétaire dépend dans une très large mesure de la confiance que l'on peut avoir dans la stabilité à long terme des rapports qui lient M_1 au taux de croissance de la dépense nominale. D'une façon générale et compte tenu des variations des taux d'intérêt, la relation entre la croissance de M_1 et celle de la dépense s'est avérée assez systématique, mais cette relation n'est pas toujours aussi étroite qu'on pourrait le souhaiter. A cet égard, deux types de situation ont été observés.

Premièrement, il se produit certaines déviations fortuites, c'est-à-dire qu'on ne parvient même pas à expliquer a posteriori. De fait, la croissance de M_1 subit continuellement des variations fortuites de courte durée, mais la plupart ne sont ni assez importantes ni assez durables pour présenter des difficultés au niveau de la politique monétaire. Il arrive parfois que des fluctuations de cette nature tardent à disparaître, ce qui amène la croissance de M_1 à s'écarter de sa tendance fondamentale pendant quelques mois. C'est là l'une des raisons pour lesquelles les cibles de croissance de M_1 continuent d'être définies en fonction d'un intervalle entre deux taux plutôt qu'en fonction d'un seul taux. La Banque a appris à ne pas attacher tellement d'importance à l'évolution de M_1 sur des périodes de quelques semaines ou même de quelques mois. Ce qui importe, c'est la tendance de M_1 sur des périodes beaucoup plus longues.

Deuxièmement, il se produit certaines déviations attribuables à l'innovation dans le domaine bancaire. Dans tout système bancaire, les agrégats monétaires sont façonnés par l'ensemble des pratiques suivies par les institutions financières, et les modifications apportées à ces pratiques ont des répercussions sur le comportement des agrégats. Tant que les changements sont relativement mineurs et n'entraînent pas de modifications brusques de la quantité moyenne de monnaie utilisée par le public, ils ne créent aucun problème particulier au niveau de l'interprétation des statistiques de la masse monétaire. Mais les changements importants peuvent occasionner des difficultés, parce qu'il est rarement possible de quantifier directement leurs effets sur les statistiques de la masse monétaire; par conséquent, il est difficile de tenir compte de ces effets avec précision lorsqu'on interprète l'évolution de M_1 et lorsque, de temps à autre, on ajuste les objectifs de croissance monétaire.

La création relativement récente d'un nouveau type de service bancaire au Canada a été signi-

ficative à cet égard. En 1976 et en 1977, on a assisté pendant un certain temps à une poussée du taux d'utilisation des nouveaux services permettant aux clients importants des banques d'administrer leurs affaires de façon satisfaisante tout en réduisant le rapport entre le solde de leurs dépôts en compte courant et le volume de leurs opérations. Cette innovation explique dans une large mesure pourquoi les statistiques de M1 font ressortir pour cette période un taux de croissance relativement faible, en deçà du rythme réel que connaissait alors M1.

Plus récemment, la promotion active par les banques de comptes d'épargne pour lesquels les particuliers reçoivent un intérêt calculé à partir du solde quotidien a amené les clients à maintenir au minimum le solde de leurs comptes de chèques. Il est encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure la croissance de l'épargne dans de tels comptes a pour effet de ralentir la croissance des dépôts à vue et par conséquent celle de M1. Il est toutefois permis de croire pour le moment que cette innovation n'a pas eu un impact important sur M1.

De tels déplacements de fonds ou la perspective de tels déplacements diminuent l'assurance que l'on peut avoir que la relation entre M1, la dépense nationale et les taux d'intérêt est stable. Aussi ne peut-on inconsidérément utiliser M1 comme guide de la politique monétaire. Mais pourvu que l'évolution de cet agrégat soit interprétée avec prudence et à la lumière d'un

cadre bancaire donné, elle pourra vraisemblablement continuer d'être utile à l'orientation de la politique monétaire.

S'il est vrai que l'étude assidue du comportement des agrégats monétaires fait ressortir la nécessité d'user de prudence dans l'utilisation de M1, elle ne porte pas pour autant à penser que la Banque aurait avantage à situer ses objectifs de croissance monétaire dans le cadre d'un agrégat comportant plus d'éléments. Il est encore plus difficile d'obtenir à partir d'agrégats autres que M1 des renseignements utiles à la mise en œuvre de la politique monétaire parce que, dans notre système financier, l'évolution des agrégats comportant plus d'éléments risque davantage que celle de M1 d'être influencée par des facteurs autres que la croissance de la dépense nationale et les variations des taux d'intérêt. L'importance relative du chiffre d'affaires des banques, des autres institutions financières et des agents du marché des valeurs se modifie constamment et de tels changements des flux financiers peuvent parfois entraîner au niveau de l'évolution des agrégats comportant plus d'éléments que M1, des fluctuations importantes, mais sans signification pour la politique monétaire. Si les objectifs en matière de croissance monétaire étaient déterminés en fonction de l'un de ces agrégats, il serait extrêmement difficile de les ajuster de façon à faire abstraction de ces fluctuations exogènes qui se présentent de temps à autre.

Les opérations de la Banque du Canada

Les opérations de la Banque du Canada peuvent être réparties en deux grandes catégories, celles que la Banque effectue en sa qualité d'organisme responsable de la politique monétaire et celles qu'elle effectue en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien. Les opérations exécutées dans le cadre de la gestion de la dette publique et les opérations de change appartiennent à la seconde catégorie.

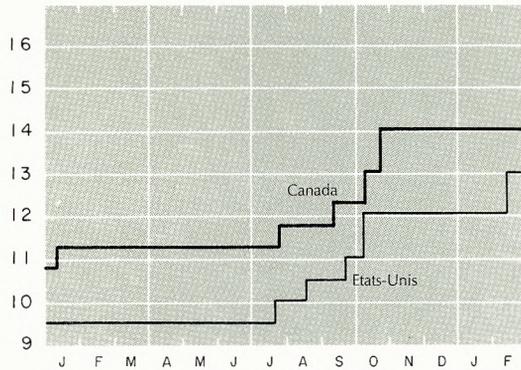
Les taux d'intérêt et la gestion des réserves-encaisse

En 1979, les opérations que la Banque a effectuées en vue de réaliser ses objectifs en matière de taux d'intérêt et de croissance de la masse monétaire ont à l'occasion été exécutées avec une vigueur peu commune et elles ont comporté pendant un certain temps d'importantes interventions sur le marché des obligations à long terme. On trouvera aux tableaux reproduits à la fin de cette section un relevé détaillé de ces opérations, ventilé sur une base mensuelle.

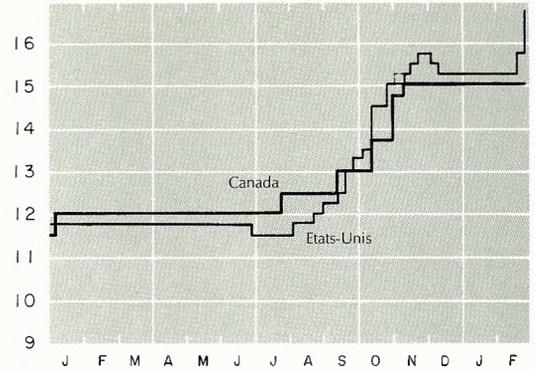
Le 4 janvier 1979, le taux d'escompte était relevé de $10\frac{3}{4}$ à $11\frac{1}{4}\%$. Pendant le premier semestre de 1979, les opérations journalières de la Banque ont visé à maintenir les taux d'intérêt à court terme à des niveaux compatibles avec le taux d'escompte. Les anticipations d'une récession imminente aux Etats-Unis se sont parfois traduites par une forte tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme, et pour contrecarrer cette tendance, la Banque a vendu au marché, à même son portefeuille, des obligations à long terme du gouvernement. Au début d'avril, ces ventes avaient atteint environ 1,1 milliard de dollars, mais la Banque avait regarni son portefeuille en achetant de nouvelles obligations à long terme du gouvernement canadien au moment de leur émission et en achetant directement du gouvernement une émission spéciale de 300 millions de dollars. La gestion de la dette publique a été marquée au cours de cette période par la vente au public, au moment des émissions, de très larges portions des tranches à long terme des emprunts obligataires. Compte tenu de ces ventes,

Taux d'intérêt

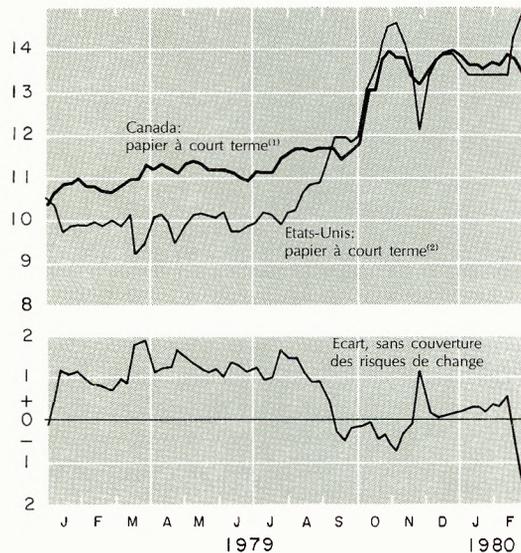
Taux d'escompte officiels au Canada et aux Etats-Unis



Taux débiteurs de base pratiqués par les banques



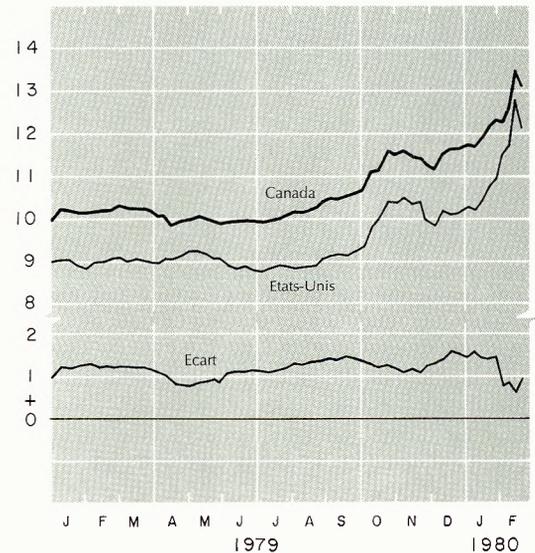
Taux du marché à court terme (1 mois)



⁽¹⁾ Papier des sociétés de financement

⁽²⁾ Papier placé par l'entremise de courtiers en valeurs mobilières

Taux de rendement des obligations à long terme des gouvernements fédéraux⁽³⁾



⁽³⁾ Taux de rendement théorique d'obligations à 20 ans

le montant des obligations à long terme absorbées par le marché au cours des six premiers mois de l'année s'élève à environ 2,7 milliards de dollars.

Au second semestre, la relative stabilité des

taux d'intérêt observée jusque-là aux Etats-Unis et au Canada a fait place à un mouvement marqué à la hausse. Du milieu de l'été au milieu de l'automne, les taux du court terme se sont élevés d'environ 3 points de pourcen-

tage au Canada, tandis que ceux du long terme augmentaient d'environ 1¹/₂ point. Le taux d'escompte a été relevé de 11¹/₄ à 11³/₄% le 23 juillet, puis il a été porté à 12¹/₄% le 10 septembre, à 13% le 9 octobre et à 14% le 25 octobre. Après chacun de ces relèvements du taux d'escompte, les opérations de la Banque ont surtout visé à stabiliser au jour le jour les taux d'intérêt à leur nouveau palier.

La hausse des taux d'intérêt vers la fin du second semestre a compliqué la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada et certains autres aspects de la gestion des finances publiques. En raison de l'augmentation des taux d'intérêt pendant la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada, le taux de rendement de la nouvelle émission et celui de chacune des émissions déjà en circulation ont été relevés à deux reprises. Ces mesures ont permis d'éviter que la campagne de vente ne se solde par une réduction de l'encours des obligations d'épargne. Par contre, cet encours a enregistré une baisse temporaire de plus de 1,25 milliard de dollars au cours des deux premières semaines de novembre, vu que le gros des remboursements s'est fait avant la période des ventes intensives. Pendant ce laps de temps, les dépôts du secteur privé dans les banques à charte, les sociétés de fiducie et les autres établissements financiers ont beaucoup augmenté, tandis que les dépôts du gouvernement tombaient à un très bas niveau. Pour remédier à cette situation, le montant de bons du Trésor offerts aux adjudications hebdomadaires a été majoré et la Banque du Canada a vendu des bons du Trésor sur le marché. La Banque a également vendu des obligations à court et à moyen terme du gouvernement pour absorber une partie de l'accroissement des liquidités du système financier. Au début, ces ventes étaient relativement peu importantes, mais elles se sont accrues vers la fin de novembre, lorsqu'un renversement passager du mouvement international de hausse des taux d'intérêt s'est traduit par un accroissement re-

marquable de la demande d'obligations du gouvernement canadien. A la fin du mois, ces ventes d'obligations avaient atteint environ 825 millions de dollars.

Vers la fin de 1979 et au début de 1980, plusieurs marchés financiers internationaux ont connu une nervosité et une instabilité extraordinaires, qui s'expliquent en partie par les nouvelles hausses de prix du pétrole brut annoncées par les pays de l'OPEP, par la longue détention des otages en Iran et par l'intervention militaire de l'URSS en Afghanistan. Aux Etats-Unis, les premières manifestations de la récession annoncée depuis longtemps étaient encore peu nombreuses et peu convaincantes, tandis que les anticipations inflationnistes semblaient s'intensifier. Dans ces circonstances, la confiance des investisseurs s'est effritée et les cours des obligations aux Etats-Unis ont accusé une baisse extrêmement forte, ce qui a eu des effets marqués sur les cours du marché obligataire au Canada.

La gestion de la dette publique

En 1979, l'encours – à la valeur nominale – des bons du Trésor et des obligations négociables du gouvernement libellés en dollars canadiens a augmenté de 8,9 milliards de dollars, tandis que celui des obligations d'épargne du Canada a baissé de 1,3 milliard de dollars. Les besoins de trésorerie en dollars canadiens, qui s'élevaient à 11,6 milliards de dollars, ont été financés en partie par une réduction de 4 milliards des dépôts du gouvernement, lesquels se chiffraient à 2,5 milliards à la fin de l'année.

L'encours des bons du Trésor s'est accru de 2,1 milliards de dollars en 1979. De ce montant, 1,5 milliard a été obtenu par voie d'augmentation de l'encours des bons à 3 mois et à 6 mois à l'occasion des adjudications hebdomadaires. Le reste, soit 625 millions de dollars, a été obtenu de la même façon à l'occasion des adjudications de bons à un an, lesquelles se tiennent toutes les quatre semaines. Le montant de bons du Trésor détenus hors du

secteur bancaire s'est élevé de 174 millions de dollars en 1979 pour s'établir à 4,2 milliards de dollars en fin de période.

Abstraction faite des obligations d'épargne, l'encours – à la valeur nominale – des obligations libellées en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement s'est accru de 6,7 milliards de dollars en 1979. Comme l'indique le Tableau IV de l'Annexe, le gouvernement a lancé huit émissions d'obligations de ce type au cours de l'année, dont quatre ont servi en partie à rembourser des montants importants de titres arrivés à échéance. A l'exception d'une seule, ces émissions comportaient une tranche d'obligations à court terme, une tranche d'obligations à moyen terme et une autre à long terme; de plus, deux d'entre elles comportaient une quatrième tranche d'obligations à 10 ans. Du montant total des obligations émises en 1979, 7% étaient des titres à court terme (3 ans ou moins), 27% des titres à moyen terme (plus de 3 ans, mais moins de 10 ans) et les 66% restants étaient des titres à long terme. En conséquence, l'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement a été de nouveau prolongée, cette fois de 22 mois. Elle est maintenant de 10 ans et 5 mois. Outre les émissions publiques d'obligations, une émission de 300 millions de dollars d'obligations à long terme a été vendue directement à la Banque du Canada le 21 mars pour faciliter les ventes d'obligations que celle-ci effectuait dans le cadre de ses opérations d'open-market.

Les modalités de l'émission 1979-1980 d'obligations d'épargne du Canada, annoncées le 12 septembre, stipulaient que le taux de rendement serait de $10\frac{1}{4}\%$ chaque année, jusqu'à l'échéance dans 7 ans. Comme il a été mentionné précédemment, les taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Canada se sont élevés rapidement et le taux de rendement de la nouvelle émission a été majoré à deux reprises. Le 18 octobre, le taux d'intérêt a été porté à 11%

pour la première année et à $10\frac{1}{2}\%$ pour chacune des années restantes. Le 5 novembre, le taux d'intérêt a été de nouveau relevé pour la première année et porté à 12%, mais celui des six autres années est resté à $10\frac{1}{2}\%$. Les nouveaux taux s'appliquaient aussi aux onze émissions déjà en circulation. En ce qui concerne les émissions antérieures au 1^{er} novembre 1977, le taux de rendement a été augmenté par l'institution de bonis payables à l'échéance des obligations. La campagne s'est soldée par des ventes brutes de 4,9 milliards de dollars au dernier trimestre de 1979 et, compte tenu des remboursements, l'encours des obligations d'épargne du Canada a augmenté de 0,5 milliard pendant cette période. Sur l'ensemble de l'année cependant, l'encours a baissé de 1,3 milliard de dollars, et le pourcentage de l'ensemble des titres en circulation du gouvernement représenté par les obligations d'épargne est tombé de 33% à 27%.

En plus des opérations de financement qu'elle a effectuées au Canada en 1979, la Banque du Canada a également prêté son concours au gouvernement à l'occasion de deux opérations de financement conclues sur les marchés de capitaux étrangers. Ces opérations comportaient des émissions de titres négociables, qui ont rapporté un montant net en devises étrangères équivalant à 605 millions de dollars E.-U., et des emprunts bancaires à taux fixe, dont le produit net en devises étrangères a été de 759 millions de dollars E.-U. Ces opérations de financement ont été achevées au premier trimestre de l'année. Le premier emprunt, contracté au Japon, était d'un montant total de 100 milliards de yen, répartis comme suit: 30 milliards sous forme d'obligations à 5 ans munies de coupons à 6,4% vendues au public; 35 milliards sous forme d'un crédit consorsial à 10 ans consenti au taux de 7,1% et enfin, 35 milliards sous forme d'un crédit consorsial à 20 ans consenti au taux de 7,5%. Le second emprunt, placé sur le marché suisse, était d'un montant total de 1 500 millions de francs suisses

répartis comme suit: 700 millions sous forme d'un emprunt bancaire à 3 ans consenti au taux de 27/8%; 500 millions sous forme de billets à 3% placés pour 6 ans à titre privé et non remboursables par anticipation et enfin, 300 millions sous forme d'une émission d'obligations négociables à 10 ans placées dans le public et portant un intérêt de 35/8%.

Le tableau suivant présente un résumé des variations de l'encours de la dette du gouvernement en 1979. Bien que le public ait diminué ses avoirs en obligations d'épargne du Canada, il a considérablement augmenté ses avoirs en

obligations négociables, en particulier son portefeuille de titres à long terme.

Les opérations de change

Le taux de change du dollar canadien a été pendant presque toute l'année 1979 beaucoup plus stable qu'au cours des années précédentes. De plus, après avoir baissé pendant plus de deux ans par rapport au dollar E.-U., le cours de notre devise s'est légèrement renforcé pendant l'année. Au début de 1979, il a fléchi jusqu'à \$E.-U. 0,8320; il s'est redressé fortement en mars et avril pour atteindre \$E.-U. 0,8778, puis s'est stabilisé entre \$E.-U. 0,85 et 0,86 pendant l'été. En octobre il est retombé aux alentours de \$E.-U. 0,84 puis il est remonté à \$E.-U. 0,8572 à la fin de l'année. Au 27 février 1980, le dollar canadien se traitait à \$E.-U. 0,8714.

Cette année encore, les opérations officielles de change effectuées par la Banque du Canada – en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances – ont visé à atténuer les mouvements du taux de change dans un sens ou dans l'autre. Elles ont donné lieu à des ventes et à des achats importants de devises étrangères, qui se sont reflétés sur le niveau des réserves officielles du pays.

A plusieurs reprises, les opérations liées à l'obtention et au remboursement des emprunts en devises étrangères ont aussi grandement contribué aux variations des réserves officielles du Canada. En mars 1979, le produit net des emprunts à moyen et à long terme contractés sur les marchés suisse et japonais – 880 et 484 millions de dollars E.-U. respectivement – est venu s'ajouter aux réserves. Par contre, en mars et en avril le gouvernement a remboursé aux banques 2,2 milliards de dollars E.-U. qu'il avait empruntés en vertu des deux lignes de crédit renouvelables. Ainsi, à la fin d'avril 1979, tous les tirages sur la ligne de crédit des banques étrangères avaient été remboursés et il ne restait qu'un solde de 500 millions de dol-

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1979

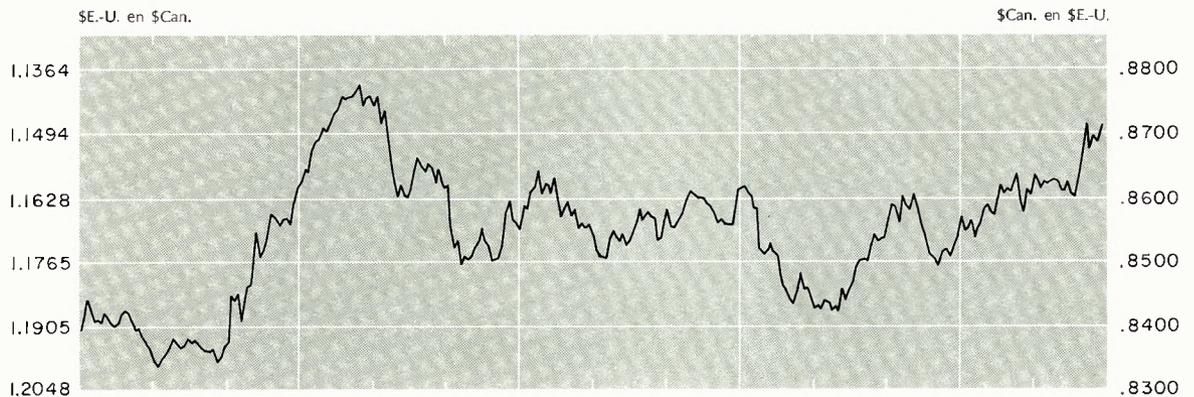
En milliards de dollars (valeur nominale)

Bons du Trésor	+2,1
Obligations d'épargne du Canada	-1,3
Obligations négociables*	+7,5
	<u>+8,3</u>
Détenteurs:	
Banque du Canada	
Bons du Trésor	+0,8
Obligations négociables	+0,9
	<u>+1,7</u>
Banques à charte	
Bons du Trésor	+1,2
Obligations négociables	-0,9
	<u>+0,3</u>
Comptes du gouvernement	
Bons du trésor	-0,2
Obligations négociables	-0,1
	<u>-0,3</u>
Public	
Obligations d'épargne du Canada	-1,3
Bons du Trésor	+0,3
Obligations négociables	+7,6
(dont: titres à long terme)	<u>(+4,3)</u>
	<u>+6,6</u>

* Y compris une augmentation de 0,7 milliard de dollars des titres libellés en monnaies étrangères.

Taux de change

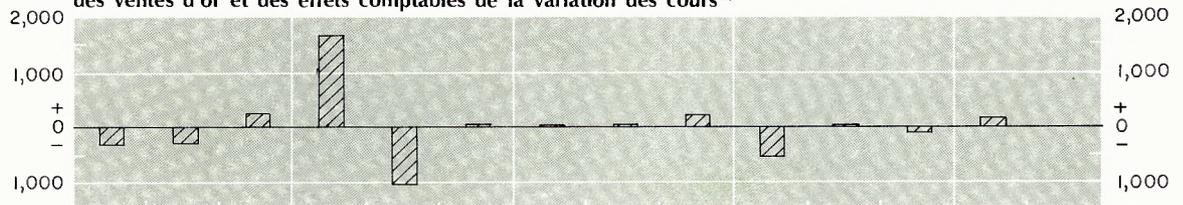
Cours de clôture du comptant, données journalières



Variation des réserves officielles

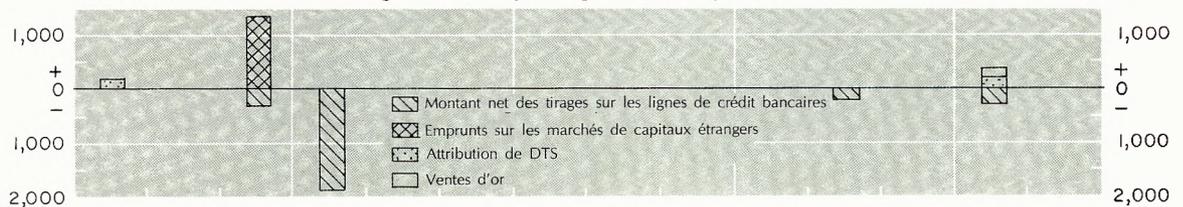
Millions de dollars E.-U., données mensuelles

A l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours⁽¹⁾

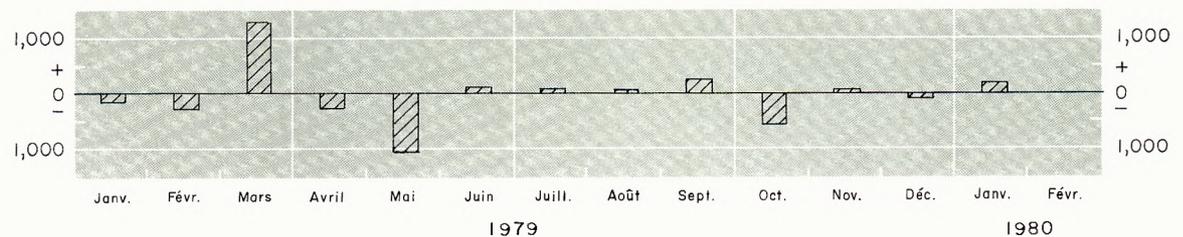


⁽¹⁾ La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar E.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire

Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement, attribution de DTS et ventes d'or



Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 27 février 1980, celles des réserves officielles au mois de janvier 1980.

lars E.-U. au débit de la ligne de crédit des banques canadiennes. En novembre, 200 millions ont été remboursés à ces dernières, et les 300 millions restants ont été liquidés en janvier 1980.

La quantité d'or détenue dans les réserves du Canada n'a pas beaucoup varié en 1979. Les ventes faites à la Monnaie royale canadienne en vue de la production de pièces de monnaie commémoratives canadiennes et du Programme de la feuille d'érable en or ont été plus que compensées par les achats effectués au Fonds monétaire international dans le cadre du programme de rétrocession d'or de cet organisme.

A la fin de 1979, les réserves officielles comprenaient notamment 22,2 millions d'onces d'or fin évalué à 35 droits de tirage spéciaux (DTS) l'once (ou \$E.-U. 46,11 au taux du moment), soit un montant de 1 022,6 millions de dollars E.-U. En janvier 1980, la vente de 252 mille onces d'or fin a rapporté 174,0 millions de dollars E.-U.

Les réserves de liquidités internationales du Canada (y compris l'or évalué à 35 DTS l'once) s'élevaient à 4 566,2 millions de dollars E.-U. à la fin de 1978, à 3 886,9 millions à la fin de 1979 et à 4 065,9 millions à la fin de janvier 1980.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Evolution 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 Banque d'expansion industrielle	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens		
						Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1979								
Janvier	+ 53	- 414	- 41	-187	-809	+256	- 23	-13
Février	- 553	+ 377	-	+ 6	- 22	-156	+ 6	+ 2
Mars	+1 207	-1 024	-	+ 61	- 71	+177	+ 99	+39
Avril	- 603	+1 061	- 38	-159	+227	+169	-103	-32
Mai	+ 290	- 262	-	+ 32	+242	-182	+ 4	- 4
Juin	- 281	+ 144	-	+498	+319	+ 16	+ 7	+19
Juillet	+1 378	- 615	- 42	-522	+123	+101	- 7	-18
Août	+ 76	- 331	-	+ 99	- 64	-149	+ 62	- 5
Septembre	- 467	+ 369	-	+254	- 86	+265	- 47	+24
Octobre	+ 510	- 91	- 50	-432	+153	-175	- 14	-27
Novembre	-1 379	+ 776	-	+937	-103	+423	+ 7	+ 7
Décembre	<u>+1 397</u>	<u>- 217</u>	<u>-</u>	<u>-585</u>	<u>+866</u>	<u>-299</u>	<u>+ 5</u>	<u>+23</u>
Total	<u>+1 628</u>	<u>- 227</u>	<u>-171</u>	<u>+ 2</u>	<u>+775</u>	<u>+446</u>	<u>- 4</u>	<u>+15</u>
1980								
Janvier	- 431	- 516	- 42	+ 73	-931	+ 47	- 12	-20

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 de la période
1979						
Janvier	1-15	5 817	1 305	4 513	4 575	10
	16-31				4 563	12
Février	1-15	5 792	1 503	4 289	4 317	11
	16-28				4 321	9
Mars	1-15	5 735	1 269	4 466	4 479	11
	16-31				4 503	11
Avril	1-15	5 844	1 266	4 578	4 630	9
	16-30				4 630	11
Mai	1-15	5 777	1 259	4 518	4 579	11
	16-31				4 555	11
Juin	1-15	5 793	1 325	4 468	4 497	11
	16-30				4 495	10
Juillet	1-15	5 837	1 341	4 496	4 527	9
	16-31				4 552	12
Août	1-15	5 937	1 408	4 530	4 584	11
	16-31				4 603	12
Septembre	1-15	5 956	1 396	4 560	4 624	9
	16-30				4 601	10
Octobre	1-15	5 991	1 403	4 588	4 659	10
	16-31				4 697	12
Novembre	1-15	5 999	1 426	4 573	4 643	10
	16-30				4 606	11
Décembre*	1-15	6 003	1 427	4 576	4 621	10
	16-31				4 670	9
1980						
Janvier*	1-15	6 127	1 451	4 676	4 720	10
	16-31				4 710	12
Février*	1-15	6 198	1 689	4 509	4 563	11

* Chiffres provisoires.

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

Réserves-encaisse excédentaires		Encours des avances aux banques à charte et des pensions			
Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Nombre de jours		Encours moyen ⁽¹⁾	
		Avances	Pensions	Avances	Pensions
624	,062	2	7	1,0	83,1
610	,050	1	11	3,3	121,3
309	,028	1	8	3,6	102,8
293	,032	1	7	9,1	154,8
146	,013	2	10	21,5	188,7
409	,037	1	10	12,4	130,9
466	,050	2	6	23,2	91,1
566	,050	3	8	9,6	143,3
681	,059	1	9	1,2	133,2
409	,036	2	7	1,7	78,1
326	,028	2	8	1,5	153,7
282	,026	2	8	3,8	212,3
285	,029	1	7	5,2	202,4
672	,052	2	11	3,6	225,9
594	,049	-	7	-	85,0
879	,067	-	4	-	20,4
575	,057	1	2	0,0	1,6
402	,036	2	3	12,5	30,0
707	,063	2	7	8,6	85,8
1 302	,097	-	6	-	31,2
703	,062	-	4	-	22,7
368	,030	1	6	14,5	107,3
451	,039	2	8	10,3	181,8
845	,082	1	5	13,0	106,4
438	,037	2	8	17,8	106,8
412	,029	1	11	0,4	147,4
603	,046	1	9	0,4	98,7

ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

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

Opérations nettes* avec les courtiers 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					
1979									
Janvier	+ 403,4	-	-	-	- 166,4	-21,7	+ 215,3	+ 52,3	
Février	- 325,6	-	-	-	- 122,0	-	- 447,6	+252,0	
Mars	+1 320,6	-	-	-	- 366,8	-	+ 953,8	-304,3	
Avril	+ 209,5	-	-	-	- 441,5	-	- 232,0	+221,2	
Mai	+ 592,1	-	-	-	-	-	+ 592,1	-217,2	
Juin	+ 545,4	-	-	-	- 1,1	-	+ 544,3	- 4,0	
Juillet	+1 139,6	-	-	-	-	-	+1 139,6	+236,6	
Août	+ 659,7	-	-	-	-	-	+ 659,7	-236,6	
Septembre	+ 98,2	-	-	-	-	-	+ 98,2	-	
Octobre	- 109,3	-	-	-	-	-	- 109,3	-	
Novembre	+ 111,0	-292,9	-526,9	-3,0	-	-	- 711,8	-	
Décembre	+ 684,0	-	-	-0,5	-	-	+ 683,5	-	
Total	<u>+5 328,6</u>	<u>-292,9</u>	<u>-526,9</u>	<u>-3,5</u>	<u>-1 097,8</u>	<u>-21,7</u>	<u>+3 385,8</u>	<u>-</u>	
1980									
Janvier	+ 53,0	-	-	-	-	-	+ 53,0	+ 30,0	

* 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.

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients

Souscriptions lors de l'émission moins remboursements 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
- 55,0	-	- 204,0	+ 21,8	+191,7	-143,6	-17,7	+ 30,4
- 273,6	+ 129,8	- 220,5	+ 17,4	-600,8	+ 46,4	+11,9	- 542,5
+ 140,8	+ 750,0	- 329,0	+ 23,1	+866,2	+384,1	-15,9	+1 234,4
- 329,9	- 223,0	- 20,0	+ 21,7	+ 18,7	-618,5	+37,8	- 562,0
- 501,9	+ 400,0	- 57,7	+ 33,0	-126,6	+408,7	-33,8	+ 248,3
- 555,1	+ 132,1	- 366,2	- 33,8	-375,9	+ 97,2	- 4,0	- 282,7
- 353,8	+ 400,0	- 32,8	+ 14,0	+955,3	+430,2	+18,1	+1 403,6
- 473,4	+ 350,0	- 247,9	+ 25,1	-263,9	+358,9	-18,1	+ 76,9
- 372,6	-	- 243,0	+ 34,9	-517,4	+ 34,9	-	- 482,5
+ 494,2	+ 184,7	- 69,0	+ 38,3	+315,9	+223,0	-	+ 538,9
- 536,2	-	- 161,3	+ 27,3	-586,5	-795,5	-	-1 382,0
+ 293,5	+ 519,4	- 75,3	- 15,4	+902,2	+503,5	-	+1 405,7
<u>-2 523,0</u>	<u>+2 643,0</u>	<u>-2 026,7</u>	<u>+207,4</u>	<u>+778,9</u>	<u>+929,3</u>	<u>-21,7</u>	<u>+1 686,5</u>
- 443,3	-	- 44,3	- 35,9	-404,6	- 35,9	-	- 440,5

ANNEXE TABLEAU IV

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

Date en 1979	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement					
1 ^{er} févr.	8 ¹ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1979				100 ⁽¹⁾
	9 ³ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1982	3 ans	10,20	75 ⁽²⁾	
	10% 1 ^{er} juin 1984	5 ans 4 mois	10,18	225	
	10 ¹ / ₄ % 1 ^{er} févr. 2004	25 ans	10,31	500	
				800	
15 mars	9 ³ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1982	2 ans 10 ¹ / ₂ mois	9,99	75 ⁽³⁾	
	10% 1 ^{er} juin 1984	5 ans 2 ¹ / ₂ mois	10,06	375 ⁽⁴⁾	
	10 ¹ / ₄ % 1 ^{er} févr. 2004	24 ans 10 ¹ / ₂ mois	10,30	800 ⁽⁵⁾	
				1 250	
21 mars	10 ¹ / ₄ % 1 ^{er} févr. 2004	24 ans 10 ¹ / ₂ mois	10,26	300 ⁽⁶⁾	
1 ^{er} avril	7% 1 ^{er} avril 1979				325 ⁽⁷⁾
1 ^{er} mai	10% 1 ^{er} mai 2002	23 ans	10,11	850	
1 ^{er} juin	6 ¹ / ₂ % 1 ^{er} juin 1979				585 ⁽⁸⁾
	9 ³ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1982	2 ans 8 mois	9,80	100 ⁽⁹⁾	
	9 ³ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1984	4 ans 8 mois	9,88	350 ⁽¹⁰⁾	
	10% 1 ^{er} mai 2002	22 ans 11 mois	10,08	500 ⁽¹¹⁾	
				950	
15 juill.	9 ³ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1982	2 ans 6 ¹ / ₂ mois	9,81	100 ⁽¹²⁾	
	9 ³ / ₄ % 1 ^{er} févr. 1984	4 ans 6 ¹ / ₂ mois	9,89	400 ⁽¹³⁾	
	10% 1 ^{er} mai 2002	22 ans 9 ¹ / ₂ mois	10,05	500 ⁽¹⁴⁾	
				1 000	
15 août	10% 1 ^{er} juin 1984	4 ans 9 ¹ / ₂ mois	10,13	200 ⁽¹⁵⁾	
	10% 1 ^{er} oct. 1989	10 ans 1 ¹ / ₂ mois	10,16	200	
	10 ¹ / ₄ % 1 ^{er} févr. 2004	24 ans 5 ¹ / ₂ mois	10,28	600 ⁽¹⁶⁾	
				1 000	
1 ^{er} oct.	3 ¹ / ₄ % 1 ^{er} oct. 1979				343 ⁽¹⁷⁾
	7 ¹ / ₂ % 1 ^{er} oct. 1979				624 ⁽¹⁸⁾
	10 ³ / ₄ % 15 oct. 1982	3 ans 1 ¹ / ₂ mois	10,85	200	
	10 ¹ / ₂ % 1 ^{er} oct. 1984	5 ans	10,63	300	
	10 ¹ / ₂ % 1 ^{er} oct. 1989	10 ans	10,54	200	
	10 ¹ / ₂ % 1 ^{er} oct. 2004	25 ans	10,50	600	
				1 300	
15 déc.	5 ³ / ₄ % 15 déc. 1979				225 ⁽¹⁹⁾
	11 ³ / ₄ % 15 déc. 1982	3 ans	12,16	275	
	11 ¹ / ₂ % 15 déc. 1984	5 ans	11,77	350	
	11 ¹ / ₄ % 15 déc. 1989	10 ans	11,46	125	
	11 ¹ / ₄ % 15 déc. 2002	23 ans	11,44	750	
				1 500	
29 déc.					5 ⁽²⁰⁾
	Ensemble des obligations			8 950	2 207
	Ensemble des bons du Trésor*			41 705	39 580

(Suite)

Date en 1979	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement					
14 mars	F.S. 500 millions de billets 3% échéance 14 mars 1985 ⁽²¹⁾	6 ans	3,00	351	
20 mars	F.S. 300 millions d'obligations 3 ⁵ / ₈ % échéance 20 mars 1989 ⁽²¹⁾	10 ans	3,72	208	
27 mars	Yen 30 milliards d'obligations 6,4% échéance 27 mars 1984 ⁽²²⁾	5 ans	6,49	169	
15 avril					1 ⁽²³⁾
15 oct.					1 ⁽²³⁾
	Ensemble des titres			<u>728</u>	<u>2</u>

* Comprend les bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à un an.

⁽¹⁾ Échéance d'obligations 8¹/₄% émises le 1^{er} décembre 1976.

⁽²⁾ En plus des 125 millions d'obligations 9³/₄% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.

⁽³⁾ En plus des 200 millions d'obligations 9³/₄% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.

⁽⁴⁾ En plus des 225 millions d'obligations 10% 1^{er} juin 1984 déjà en circulation.

⁽⁵⁾ En plus des 500 millions d'obligations 10¹/₄% 1^{er} février 2004 déjà en circulation.

⁽⁶⁾ 300 millions d'obligations vendues directement à la Banque du Canada le 21 mars 1979. En plus des 1 300 millions d'obligations 10¹/₄% 1^{er} février 2004 déjà en circulation.

⁽⁷⁾ Échéance d'obligations 7% émises le 1^{er} avril 1974.

⁽⁸⁾ Échéance d'obligations 6¹/₂% émises les 1^{er} juin 1971, 15 décembre 1972 et 1^{er} février 1973.

⁽⁹⁾ En plus des 275 millions d'obligations 9³/₄% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.

⁽¹⁰⁾ En plus des 250 millions d'obligations 9³/₄% 1^{er} février 1984 déjà en circulation.

⁽¹¹⁾ En plus des 850 millions d'obligations 10% 1^{er} mai 2002 déjà en circulation.

⁽¹²⁾ En plus des 375 millions d'obligations 9³/₄% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.

⁽¹³⁾ En plus des 600 millions d'obligations 9³/₄% 1^{er} février 1984 déjà en circulation.

⁽¹⁴⁾ En plus des 1 350 millions d'obligations 10% 1^{er} mai 2002 déjà en circulation.

⁽¹⁵⁾ En plus des 600 millions d'obligations 10% 1^{er} juin 1984 déjà en circulation.

⁽¹⁶⁾ En plus des 1 600 millions d'obligations 10¹/₄% 1^{er} février 2004 déjà en circulation.

⁽¹⁷⁾ Échéance d'obligations 3¹/₄% émises le 1^{er} octobre 1954.

⁽¹⁸⁾ Échéance d'obligations 7¹/₂% émises les 1^{er} juillet 1975 et 15 août 1975.

⁽¹⁹⁾ Échéance d'obligations 5³/₄% émises le 15 décembre 1971.

⁽²⁰⁾ Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.

⁽²¹⁾ Non compris les 700 millions d'obligations en francs suisses à 3 ans 2⁷/₈% livrées le 8 mars 1979; le produit de cet emprunt a été de 493 millions de dollars.

⁽²²⁾ Non compris le crédit consorsial de 35 milliards de yen japonais consenti pour 10 ans au taux fixe de 7,1% le 19 février 1979; le produit de cet emprunt a été de 199 millions de dollars.

Non compris le crédit consorsial de 35 milliards de yen japonais consenti pour 20 ans au taux fixe de 7,5% le 19 février 1979; le produit de cet emprunt a été de 199 millions de dollars.

⁽²³⁾ Rachat partiel à la valeur nominale des obligations en dollars E.-U. 5% 15 octobre 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.

BANQUE DU CANADA Etat des revenus et dépenses

Exercice clos le 31 décembre 1979
(avec chiffres comparatifs pour 1978)

	<u>1979</u>	<u>1978</u>
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus après déduction des intérêts de \$2 975 (\$3 965 en 1978) payés sur les dépôts ...	<u>\$1 161 133</u>	<u>\$989 493</u>
DEPENSES		
Traitements (incluant les heures supplémentaires) ⁽¹⁾	\$ 28 390	\$ 24 823
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽¹⁾	4 647	3 090
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 606	1 261
Honoraires des administrateurs	47	43
Honoraires et frais des vérificateurs	200	173
Impôts municipaux et taxes d'affaires	4 472	4 093
Coût des billets de banque	18 685	15 243
Informatique	3 013	2 619
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾	6 231	4 910
Impression des publications	470	568
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 400	1 099
Postes et messageries	826	666
Télécommunications	938	883
Déplacements et mutations	977	860
Autres dépenses	<u>594</u>	<u>561</u>
	72 496	60 892
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>4 704</u>	<u>3 570</u>
	77 200	64 462
REVENU NET VERSE AU COMPTE DU RECEVEUR GENERAL DU CANADA	<u><u>1 083 933</u></u>	<u><u>925 031</u></u>
	<u><u>\$1 161 133</u></u>	<u><u>\$989 493</u></u>

(1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-hommes utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 1 883 en 1979 et de 1 782 en 1978.

(2) Comprend les frais de fonctionnement des cafétérias, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.

(3) Frais d'entretien des immeubles (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.
La classification de certaines dépenses de l'exercice 1978 a été modifiée pour se conformer à la présentation adoptée pour 1979.

BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1979
(avec chiffres comparatifs pour 1978)

ACTIF	1979	1978
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères:		
Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique	\$ 229 273	\$ 213 124
Autres devises	<u>1 705</u>	<u>1 236</u>
	230 978	214 360
Avances aux banques à charte et banques d'épargne	<u>116 900</u>	
Effets achetés sur le marché libre, bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie		<u>21 606</u>
Portefeuille-titres, à la valeur amortie:		
Bons du Trésor du Canada	4 239 985	3 489 436
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances dans les trois ans	3 768 421	3 362 414
Autres titres émis ou garantis par le Canada, échéances à plus de trois ans	5 542 889	5 071 828
Débentures émises par la Banque d'expansion industrielle .	344 283	515 660
Titres émis par le Royaume-Uni et par les Etats-Unis d'Amérique	824 723	1 053 000
Autres titres	<u>2 633</u>	<u>2 633</u>
	<u>14 722 934</u>	<u>13 494 971</u>
Immobilisations:		
Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant, moins amortissement accumulé	<u>76 567</u>	<u>75 395</u>
Chèques tirés sur autres banques	<u>384 591</u>	<u>903 908</u>
Intérêts courus sur placements	<u>206 782</u>	<u>193 546</u>
Solde des recouvrements et des paiements pour le Gouvernement du Canada, en cours de règlement		<u>197 946</u>
Autres éléments d'actif	<u>6 994</u>	<u>3 910</u>
	<u>\$15 745 746</u>	<u>\$15 105 642</u>

PASSIF	1979	1978
	(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5 000	\$ 5 000
Fonds de réserve	25 000	25 000
Billets en circulation	10 314 754	9 539 707
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	24 799	29 248
Banques à charte	4 738 420	4 291 793
Autres dépôts	107 452	92 494
	<u>4 870 671</u>	<u>4 413 535</u>
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	136 285	121 571
Autres	233	153
	<u>136 518</u>	<u>121 724</u>
Chèques de la Banque du Canada non compensés	<u>297 429</u>	<u>987 356</u>
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement:		
Gouvernement du Canada	38 814	
Autres	54 655	
	<u>93 469</u>	
Autres éléments de passif	<u>2 905</u>	<u>13 320</u>
	<u>\$15 745 746</u>	<u>\$15 105 642</u>

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

Le Comptable en Chef, **A. C. LAMB**

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1979 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 1979 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.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.
du cabinet Normandin, Séguin & Associés
Ottawa, Canada, le 17 janvier 1980

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

BANQUE DU CANADA Exercice clos le 31 décembre 1979

Enoncé des principales conventions comptables

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

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'exercice.

e) Amortissement des immobilisations

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

Bâtiments	5%
Équipement	20%

Conseil d'administration

G. K. BOUEY	OTTAWA Gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Premier sous-gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY (ALBERTA)
W. DODGE	OTTAWA (ONTARIO)
D. M. GOLDIE	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
S. KANEE	WINNIPEG (MANITOBA)
S. G. LAKE	RAMEA (TERRE-NEUVE)
A. A. LeBOUTHILLIER	CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)
J. W. E. MINGO, C.R.	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)
J. H. POTTS, C.R.	TORONTO (ONTARIO)
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTRÉAL (QUÉBEC)
D. A. SMITH	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN) <i>Membre du Comité de direction</i>
J. TASCHEREAU	QUÉBEC (QUÉBEC) <i>Membre du Comité de direction</i>

Membre d'office

G. L. REUBER	OTTAWA Sous-ministre des Finances <i>Membre du Comité de direction</i>
--------------	--

Cadres supérieurs

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*
W. A. MCKAY, *Conseiller*
G. G. THIESSEN, *Conseiller*
J. S. ROBERTS, *Secrétaire*

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

*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur

Département des Valeurs

F. FAURE, *Sous-chef*
T. E. NOËL, *Conseiller en valeurs*

D. G. M. BENNETT, *Chef**

V. O'REGAN, *Conseiller en valeurs*

*En congé

Département des Recherches

W. R. WHITE, *Chef*

Département des Etudes monétaires et financières

C. FREEDMAN, *Chef*
G. W. KING, *Conseiller en recherches*

Département des Relations internationales

J. E. H. CONDER, *Chef*
R. F. S. JARRETT, *Chef de la Section des opérations sur devises*

Département des Opérations bancaires

R. E. A. ROBERTSON, *Chef*
S. V. SUGGETT, *Conseiller, Recherches sur la monnaie*

Département de la Dette publique

J. M. ANDREWS, *Chef*
J. M. MCCORMACK, *Sous-chef*

Secrétariat

J. S. ROBERTS, *Secrétaire*
S. L. HARRIS, *Sous-secrétaire*

Département d'Informatique

EDITH M. WHYTE, *Chef*
G. M. PIKE, *Sous-chef*

Direction du Personnel

R. L. FLETT, *Chef*
H. A. D. SCOTT, *Conseiller en personnel*

Département des Services administratifs

R. H. OSBORNE, *Chef*
K. W. KAINE, *Sous-chef*

Département de Contrôle

A. C. LAMB, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*

Département de la Vérification

J. M. E. MORIN, *Vérificateur*
M. MUZYKA, *Sous-vérificateur*

Représentants régionaux et Agences

Département des Valeurs

TORONTO J. T. BAXTER, *Chef, Bureau de Toronto*
MONTRÉAL J. CLÉMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
VANCOUVER P. E. DEMERSE, *Représentant*
EDMONTON A. G. KEITH, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Cambiste-conseil*
MONTRÉAL G. HOOJA, *Cambiste*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT-JEAN (N.-B.) J. HUGHES, *Agent*
MONTRÉAL R. MARCOTTE, *Agent*
R. DUPONT, *Agent adjoint*
OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
TORONTO P. W. KOPPE, *Agent*
K. T. MCGILL, *Agent adjoint*
WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
REGINA D. G. SUGGIT, *Agent*
CALGARY H. PROWSE, *Agent*
VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

