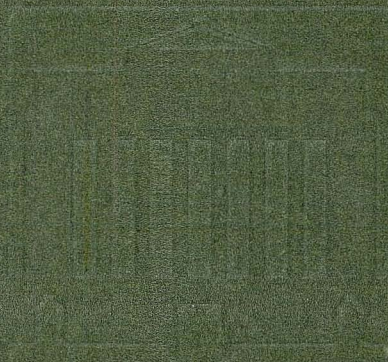


Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1981

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

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 26 février 1982

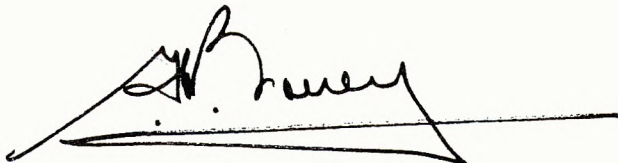
L'honorable Allan J. MacEachen, C.P.
Vice-premier ministre et
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de
la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur
de vous remettre ci-joint mon rapport pour
l'année 1981 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.

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

Le Gouverneur,

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

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1981

Observations d'ordre général	5
L'évolution économique et financière	13
Les taux d'intérêt en 1981	13
Les tendances récentes des coûts et des prix	17
Les aspects internationaux	25
L'utilisation des agrégats monétaires	33
La modification de la législation bancaire	39
La gestion de la dette publique	41
Tableaux en annexe	45
États financiers	55
Conseil d'administration	59
Cadres supérieurs	60
Représentants régionaux et Agences	61

Observations d'ordre général

Pour la deuxième année consécutive, le niveau élevé et la volatilité des taux d'intérêt ont constitué une cause majeure de préoccupations pour un grand nombre de Canadiens. Je suis très conscient des privations et des frustrations que les taux d'intérêt ont causées et continuent de causer. Je suis également conscient de la confusion et des malentendus qui obscurcissent le débat relatif à la nature du problème des taux d'intérêt et, en particulier, à l'idée que l'on pourrait atténuer grandement ce problème en apportant certaines modifications à la politique de la Banque du Canada. J'examinerai chacune de ces questions dans le présent Rapport.

Les événements qui ont marqué l'évolution financière récente ne peuvent être compris que si on les replace dans le contexte des dernières années. Ces événements ont été et continuent d'être fortement influencés par les réactions des gouvernements et des particuliers à la poussée inflationniste mondiale qui a caractérisé les années soixante-dix. Il n'était pas permis de méconnaître la menace que l'accélération de l'inflation faisait planer sur la bonne tenue de l'économie et sur l'ordre social; c'est pourquoi les gouvernements de la plupart des pays se sont grandement préoccupés ces dernières années de contenir la hausse des prix. C'est dans ce contexte que se déroulent les événements auxquels je fais allusion.

Ce contexte permet de comprendre pourquoi de nombreux pays réagissent actuellement à la tendance hésitante de la production en faisant preuve de beaucoup plus de retenue dans la mise en œuvre des politiques budgétaire et monétaire qu'ils ne l'ont fait en règle générale durant les récessions cycliques précédentes. L'une des leçons que la plupart des pays du monde libre

ont tirées de l'expérience, c'est qu'ils avaient fait un usage abusif des stimulants financiers. Quelque bien intentionnées qu'aient été les politiques de relance appliquées, elles ont eu pour effet à long terme de générer l'inflation et, par voie de conséquence, de compromettre la réalisation des objectifs sociaux et économiques des pays concernés. Tant que la plupart des pays n'auront pas rétabli la confiance dans la valeur de leurs monnaies, il n'y aura pas de place pour les grands programmes de stimulation financière.

De nombreux pays sont actuellement aux prises avec des difficultés économiques de même nature que celles que connaît le Canada. Le taux de chômage est aussi élevé, sinon plus que le nôtre, dans bien des pays, et les taux d'intérêt sont élevés presque partout. Tous les pays, presque sans exception, s'efforcent de contrer l'inflation en vue de rétablir les bases solides indispensables à la croissance économique.

La voie à suivre pour retourner à une stabilité raisonnable des prix n'est pas facile. Le passage d'un climat financier qui a été inflationniste pendant si longtemps à un climat non inflationniste a imposé et impose encore de nombreuses modifications aux pratiques économiques. Certaines de ces modifications sont très pénibles pour bien des gens. Ceux qui ont contracté des engagements importants en pensant que le climat inflationniste allait persister sont particulièrement vulnérables, et certains d'entre eux sont maintenant gravement touchés. La transition à une conjoncture moins inflationniste est d'autant plus difficile que, durant les années soixante-dix, beaucoup de gens en étaient venus à la conclusion que la chose la plus rentable à faire était d'agir en anticipant des taux élevés d'inflation.

Personne ne peut encore nous dire

combien de temps il faudra pour restaurer la stabilité monétaire ni combien d'obstacles il faudra surmonter. Tout dépendra des réactions économiques, politiques et sociales, au sujet desquelles l'expérience passée ne renferme guère de leçons. Mais il n'est pas question de faire marche arrière. Nos sociétés ne peuvent pas réaliser leurs objectifs socio-économiques sans l'aide d'une monnaie qui inspire confiance.

L'expérience vécue par de nombreux pays au cours de la dernière décennie illustre bien la façon dont l'inflation affaiblit les sociétés libres. Sur le plan strictement économique, l'inflation n'a pas favorisé une bonne tenue de l'économie. Elle a nui au bon fonctionnement des marchés plutôt que de les aider à remplir leur rôle, qui est d'assurer une affectation efficace des ressources économiques. En accroissant considérablement l'élément d'incertitude inhérent aux décisions économiques, l'inflation a réduit les possibilités d'une planification efficace. Elle a ainsi constitué un obstacle à la fois pour la production actuelle et pour l'investissement qui assurera la croissance économique. Mais les torts que l'inflation a causés à notre société ne s'arrêtent pas là. L'inflation est un phénomène fondamentalement injuste et générateur de dissensions sur le plan social. Il rémunère grassement certaines activités dont la contribution à la production économique est faible ou négligeable au détriment d'efforts plus constructifs déployés dans la production. Il mine graduellement la confiance des citoyens dans l'équité du système économique et les incite à la confrontation plutôt qu'à la coopération. L'inflation effrite le ciment qui assure la cohésion des sociétés libres.

Comme le bien-être des sociétés libres dépend de la stabilité de leurs monnaies, la question qui se pose est de savoir quelle est la meilleure façon de rétablir cette stabilité. De nombreux aspects des politiques suivies tant par le secteur public que par le secteur privé entrent en jeu ici. Les anticipations exagérées doivent, dans bien des secteurs, être ramenées à des proportions plus réalistes. Aucun des choix de

politiques qui s'offrent à nous n'est attrayant, car ils semblent presque tous pénaliser à court terme l'un ou l'autre groupe de la société. Mais il faut s'attaquer aux racines du mal. Le principal danger consiste à espérer qu'en remettant toujours les choses à demain, on finira par trouver une solution simple ou que le problème se dissipera de lui-même.

Il est facile de définir en termes généraux le rôle qui incombe à la politique monétaire dans la poursuite de la stabilité des prix. La politique monétaire a pour objet de réglementer l'offre de monnaie, et la monnaie ne peut conserver sa valeur que si la quantité disponible est adéquatement limitée. Aussi la politique monétaire doit-elle se fixer pour objectif d'amener et de maintenir le taux d'expansion monétaire à un niveau compatible avec une stabilité raisonnable des prix. Cela vaut indépendamment des autres politiques que poursuivent les gouvernements et les autres groupes. Toutefois, le processus de stabilisation des prix engendre moins de perturbations lorsqu'il bénéficie du soutien des politiques mises en oeuvre dans d'autres domaines.

Le dosage des politiques anti-inflationnistes est un sujet qui soulève de vives controverses dans de nombreux pays, à cause du niveau élevé auquel doivent s'établir temporairement les taux d'intérêt lorsque l'on compte exclusivement ou principalement sur la politique monétaire. Avec un même degré de restriction monétaire, il serait possible, si l'on disposait d'un soutien plus ferme de la politique budgétaire et de certaines autres politiques, de faire reculer autant le taux d'inflation, tout en pratiquant des taux d'intérêt plus bas. Ainsi, l'effet perturbateur des mesures anti-inflationnistes serait atténué et le poids de la lutte anti-inflationniste serait mieux réparti.

En 1975, la Banque du Canada a commencé à réduire graduellement le taux d'expansion de la masse monétaire au Canada, et elle a formulé ses intentions à cet égard en termes de taux de croissance de l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue, agrégat appelé M1. Depuis 1975, elle a

périodiquement abaissé les limites de la cible de croissance de M1. A l'origine, le taux de croissance de M1 devait être de plus de 10 % et de moins de 15 %, et les limites actuelles de la cible sont de 4 % et 8 %.

La Banque aurait pu chercher à réduire plus rapidement le taux d'expansion de la masse monétaire. Si elle a choisi une approche plus graduelle, c'était surtout dans le but de réduire au minimum les perturbations qu'entraînerait pour l'économie la transition à des taux d'inflation moins élevés. Étala sur une période plus longue, le changement se ferait de façon plus ordonnée. Depuis 1975, la Banque a rappelé à maintes reprises que le passage à une conjoncture moins inflationniste s'imposait et qu'elle opposerait une résistance de plus en plus vigoureuse à toute tendance persistante des taux élevés d'inflation. Elle espérait que ces mises en garde inciteraient les gens à éviter de contracter des engagements qu'ils seraient incapables d'honorer dans une conjoncture moins inflationniste.

Je sais, bien sûr, que certains prétendent que la stratégie de la Banque du Canada de contenir l'inflation par une réduction graduelle du rythme d'expansion de la masse monétaire s'est soldée par un échec, car le taux d'inflation est aussi élevé maintenant qu'il l'était au moment où cette stratégie a été annoncée. Il s'agit là certainement d'un sujet important, et je tiens à en dire quelques mots.

Tout d'abord, il faut reconnaître les faits. Après quelques succès remportés entre 1975 et 1978, les résultats de la lutte contre l'inflation ont été bien décevants. Le taux d'inflation est aussi élevé à l'heure actuelle qu'il l'était en 1975. Pourquoi donc? Quelles sont les leçons à tirer de cette expérience?

Dans le Rapport annuel de l'an dernier, j'ai examiné assez longuement les principaux facteurs qui avaient contribué à la recrudescence de l'inflation au Canada au cours des années antérieures. La partie du présent Rapport intitulée « Les tendances récentes des coûts et des prix » (page 17) renferme une analyse assez semblable à

celle de l'année dernière. Il est difficile de résumer cet examen en une phrase ou deux, mais l'idée essentielle qui s'en dégage est que les fortes pressions à la hausse exercées sur les prix et les coûts par divers facteurs – notamment la dépréciation marquée du dollar canadien au cours des années antérieures, la reprise conjoncturelle de l'activité économique aux États-Unis, les pressions qui s'exerçaient sur les capacités de production dans un certain nombre d'industries canadiennes, la baisse de la productivité et le second choc des prix mondiaux du pétrole – n'ont pas été adéquatement contrecarrées par les politiques budgétaire et monétaire.

C'est ainsi que le taux d'inflation a grimpé et que les anticipations d'une persistance des taux élevés d'inflation se sont renforcées. Le fait que les taux d'intérêt ont dû atteindre des niveaux très élevés avant de commencer à ralentir la croissance de la dépense globale est une preuve de la vigueur des anticipations inflationnistes. Ce ralentissement est maintenant chose faite; il a engendré sur les marchés, tandis que s'amorçait une récession économique internationale, une conjoncture qui ne se prête plus à des augmentations rapides des coûts et des prix.

Ce qu'un coup d'oeil rétrospectif sur les dernières années révèle, ce n'est pas que la politique monétaire n'ait pas eu d'influence modératrice sur l'inflation, c'est que, jusqu'à récemment, elle n'a pas été à elle seule une force suffisamment contraignante pour faire baisser le taux d'inflation. Dans une conjoncture qui était fortement inflationniste jusqu'à ces derniers temps, le resserrement de la politique monétaire a eu pour effet d'empêcher une montée en flèche du taux d'inflation. Cela n'est certainement pas un échec. Ce que semblent vouloir dire les gens qui parlent d'un échec de la politique monétaire, c'est que la situation économique actuelle aurait été meilleure si la politique monétaire avait été beaucoup moins restrictive. Cela est faux. La situation économique serait pire. Le taux d'inflation serait beaucoup plus élevé, et les tensions

économiques et sociales seraient beaucoup plus aiguës. On aurait alors été beaucoup plus fondé à parler d'échec de la politique monétaire.

* * *

J'aimerais faire ici une brève pause pour souligner qu'il est beaucoup plus facile d'analyser l'évolution économique des dernières années qu'il n'aurait été de la prévoir. En dépit de tous les progrès accomplis dans la construction des modèles économétriques, ceux-ci ne permettent toujours pas de prédire avec beaucoup de précision la façon dont l'économie se comportera au-delà d'une période relativement courte. La justesse des prévisions à moyen ou à long terme effectuées à l'aide de modèles économétriques dépend de la fidélité avec laquelle les relations empiriques ou théoriques incorporées à ces modèles reflètent les relations qui existeront pendant la période concernée. Le problème fondamental de la prévision réside précisément dans la difficulté à prédire ce que seront véritablement ces relations à l'avenir, et dans la prise en compte, d'une part, des événements qui se produiront à l'étranger et, d'autre part, de l'évolution future de la politique économique. Les modèles économétriques peuvent dégager les implications de toutes les relations et hypothèses, quelles qu'elles soient, qu'on y a incorporées, ce qui est certes utile, mais la grande précision avec laquelle ils peuvent, prétend-on parfois, répondre aux questions relatives à l'évolution future ne constitue nullement une preuve de la fiabilité de ces réponses.

Le fait est que notre économie, comme celle de beaucoup d'autres pays, fait face depuis un certain nombre d'années à une situation pour ainsi dire sans précédent. Le principal élément nouveau réside dans la persistance d'un taux élevé d'inflation et dans les révisions des anticipations relatives à l'évolution future du taux d'inflation. La science économique est certainement en mesure d'expliquer ce phénomène et de prescrire des mesures appropriées. Cependant, le peu de connaissances que l'on pos-

sède sur la façon dont l'inflation influence les corrélations économiques limite grandement l'aptitude de l'analyse économique à prévoir avec précision quand et comment l'économie réagira à certaines mesures destinées à combattre l'inflation.

C'est pour cette raison que la Banque du Canada n'a jamais proposé de prévisions détaillées sur la manière dont l'économie réagirait à une décélération graduelle de l'expansion monétaire. Qu'une telle politique parvienne à réduire tôt ou tard le taux d'inflation au Canada, cela n'a jamais été sérieusement mis en doute. Mais personne n'aurait pu évaluer ni les difficultés que le processus comporterait ni le temps qu'il exigerait. Cela dépendrait en grande partie des politiques qui seraient mises en œuvre dans d'autres domaines et de la manière dont notre économie serait influencée par des événements qui surviendraient à l'étranger. Cela dépendrait aussi en grande partie de la façon dont les groupes qui ont le pouvoir d'influencer les prix des biens et services qu'ils produisent réagiraient face aux changements des forces du marché entraînés par l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire. Si ces groupes étaient convaincus que le taux d'inflation allait baisser et agissaient en conséquence, la transition se ferait de façon relativement douce et sans trop perturber l'emploi et la production. Mais s'ils faisaient obstacle à la transition à des taux plus faibles d'inflation, il s'ensuivrait de graves perturbations. Tant que l'expansion monétaire fléchirait, même légèrement, les tensions s'accumuleraient dans l'économie. Si, pendant un certain temps l'accroissement des prix et des coûts ne s'atténuait pas, les taux d'intérêt devraient monter, tandis que la production et l'emploi s'affaibliraient. Plus la hausse des prix et des coûts tarderait à se ralentir, plus forte serait la pression à la hausse sur les taux d'intérêt, et plus l'ajustement final serait brusque et perturbateur.

C'est peut-être le moment de s'arrêter sur un qualificatif qui a été accolé ces dernières années à la politique de la Banque, celui de « monétariste ». Les gens

qui qualifient ainsi notre politique semblent, à mon avis, n'avoir qu'une idée très vague de ce que le terme signifie. Je comprends bien qu'ils aient du mal à en saisir la définition, car le mot a été utilisé dans un si grand nombre de sens qu'on ne sait plus ce qu'il veut dire. Je remarque toutefois que les économistes qui se qualifient de monétaristes ont tendance à reprocher à la Banque du Canada de ne pas être monétariste, ou peut-être de ne pas l'être suffisamment.

Ceux qui s'intéressent à la question de savoir dans quelle mesure la Banque du Canada est ou n'est pas « monétariste » liront avec intérêt la partie intitulée « L'utilisation des agrégats monétaires » (page 33). Cette section tente d'expliquer l'usage que nous faisons des agrégats monétaires dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Pour résumer l'approche que nous avons adoptée, je dirais que nous croyons pouvoir concilier la nécessité absolue de contrôler sur longue période le taux d'expansion monétaire avec une certaine liberté d'action indispensable pour réagir aux influences de courte durée, d'origine intérieure ou extérieure, qui viennent perturber le fonctionnement de l'économie. En 1980 et en 1981, cette liberté de manoeuvre, quoique limitée, a permis à la Banque d'atténuer les effets qu'ont eus sur l'économie canadienne les variations brusques des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi que celles des entrées et sorties de capitaux. Je crois que cette approche pragmatique nous a aidés dans la poursuite de notre objectif à plus long terme, qui est de réduire l'inflation en provoquant le moins de perturbations possible dans l'économie canadienne.

En 1980, la Banque du Canada a dû faire face à la nécessité de réagir aux fluctuations très brusques des taux d'intérêt à court terme américains et aux fluctuations du cours du dollar canadien qui en ont résulté. Elle a pris des mesures qui ont eu pour effet de répartir l'incidence de ces variations entre les taux d'intérêt à court terme et le taux de change. En juillet 1981, la Banque a réagi de façon similaire au choc

subi par le taux de change, mais cette fois le problème avait découlé d'une vague de prises de contrôle par les Canadiens de sociétés étrangères établies au Canada. L'ampleur de ce phénomène et la façon dont il a influencé le marché des changes sont examinées dans la section des « Aspects internationaux » (page 25). En résumé, ce phénomène a produit un déséquilibre important sur le marché des changes, mais il n'a pas entraîné un recul très marqué du cours du dollar, car les taux d'intérêt canadiens ont augmenté pour se situer à des niveaux bien supérieurs à ceux des taux américains. Le haut niveau des taux d'intérêt canadiens a stimulé des entrées de capitaux suffisantes pour rétablir un équilibre viable sur le marché des changes.

La politique monétaire mise en œuvre par la Banque n'a pas eu pour effet d'amener les taux d'intérêt canadiens à emboîter le pas aux taux américains. C'est ainsi que, au cours des deux dernières années, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont été jusqu'à 4 points au-dessous des taux américains et jusqu'à 5 points au-dessus de ces taux. C'est là toute une marge de fluctuation, une marge beaucoup plus grande qu'on ne semble le reconnaître en général.

Le fait que les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada ces dernières années aient été à quelques reprises inférieurs aux taux américains ne signifie pas que cette relation puisse se maintenir continuellement lorsque le taux d'inflation est plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Dans ces conditions, toute tentative pour forcer les taux à court terme canadiens à baisser et à rester à un niveau nettement inférieur aux taux américains entraînerait un recul marqué du taux de change. A quel niveau tomberait le dollar canadien? Il n'est pas possible de répondre à cette question avec quelque précision que ce soit. Le taux de change tomberait jusqu'à ce que le marché soit convaincu que le dollar est tellement sous-évalué qu'une certaine remontée puisse être anticipée. Si les autorités d'un pays qui connaît de fortes pressions inflationnistes

internes, comme c'est le cas du Canada actuellement, n'opposaient pas une forte résistance aux mouvements à la baisse du taux de change, la confiance du marché dans la monnaie s'effriterait considérablement, ce qui provoquerait une forte baisse du taux de change. En s'appuyant sur les précédents connus, on peut penser que le marché poussera tellement le taux de change à la baisse que les autorités se sentiront obligées de prendre des mesures énergiques pour redresser la situation, et ces mesures comporteront à coup sûr un fort relèvement des taux d'intérêt. De toute façon, une dépréciation entraînerait une augmentation substantielle du taux d'inflation au Canada et exercerait de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. On se retrouverait finalement avec des taux d'intérêt presque certainement plus élevés que ceux qu'on aurait eus autrement.

En définitive, ce qu'il faut retenir au sujet de la relation entre les taux d'intérêt canadiens et américains, c'est que ceux-ci ne peuvent évoluer et n'évoluent en fait dans des directions différentes que dans la mesure où le contexte économique le justifie. Si, par exemple, le taux d'inflation continuait d'être beaucoup plus élevé au Canada qu'aux États-Unis, nous serions dans l'impossibilité, sauf peut-être pour de courtes périodes, d'avoir des taux d'intérêt qui ne seraient pas plus élevés que les taux américains. Si, par contre, le taux d'inflation était beaucoup moins élevé au Canada qu'aux États-Unis, nos taux d'intérêt seraient inférieurs aux leurs. Les différences entre les taux d'inflation constituent en fait la cause première des différences entre les taux d'intérêt pratiqués de par le monde.

Comment la Banque du Canada peut-elle donc influencer l'évolution sur longue période des taux d'intérêt canadiens? C'est principalement en utilisant sa capacité d'influencer le taux d'inflation, ce qu'elle fait en contrôlant le rythme de l'expansion monétaire.

C'est seulement en contenant l'expansion monétaire que la Banque du Canada

peut faire baisser de façon durable les taux d'intérêt canadiens. Et c'est précisément ce qu'elle fait. Mais pour parvenir à ses fins, la Banque doit veiller à ne pas user de sa capacité d'influencer au jour le jour l'évolution des taux d'intérêt à court terme d'une manière qui serait incompatible avec l'objectif de restriction monétaire. A l'heure actuelle, cet objectif exige que les taux à court terme soient élevés en termes nominaux. Toutefois, ils ne sont pas particulièrement élevés par rapport au taux d'inflation. La seule route sûre qui mène à une baisse des taux d'intérêt est celle qui passe par une diminution du taux d'inflation.

C'est pour cette raison que la Banque croit qu'il est inexact de dire qu'elle applique une politique de taux d'intérêt élevés. La politique de la Banque vise à réduire et le taux d'inflation et les taux d'intérêt. Ce que la Banque recherche, ce sont des taux d'intérêt plus bas. Si elle recherchait des taux d'intérêt élevés, elle adopterait une politique fort différente. Elle accepterait le rythme actuel d'inflation au lieu d'essayer de le contenir, ce qui garantirait la persistance des taux d'intérêt élevés.

* * *

Il me semble que les Canadiens en général ne sont pas encore convaincus que les pouvoirs publics sont suffisamment déterminés à faire reculer de façon sensible le taux d'inflation au pays. Seules des preuves de fermeté et de ténacité pourront les convaincre. S'ils perçoivent au contraire un manque de détermination chez les autorités, ils chercheront sans tarder à se protéger par tous les moyens à leur disposition contre une accélération de l'inflation. La confiance des gens dans la valeur future de la monnaie a été fortement ébranlée, et lorsque l'on s'interroge sur la détermination des banques centrales et des gouvernements à protéger la valeur de leurs monnaies, on ne leur accorde même plus le bénéfice du doute. Le moindre signe de faiblesse de la part des autorités peut déclencher une nouvelle flambée inflationniste.

Si la Banque du Canada veut agir de façon responsable dans ces circonstances, elle n'a d'autre choix que de continuer à contenir le rythme d'expansion monétaire au pays, et il ne lui est pas permis de faire marche arrière.

Je crois qu'il est tout aussi important que les politiques mises en œuvre par les pouvoirs publics soient, elles aussi, anti-inflationnistes. C'est seulement à cette condition qu'il sera possible de créer et de maintenir un climat de prospérité au Canada. A cet égard, je remarque l'accent que le ministre des Finances a mis sur ce thème dans le discours du budget de novembre dernier. Je me réjouis particulièrement du fait qu'il a souligné la nécessité de soutenir la politique monétaire anti-inflationniste de la Banque, d'une part, par le maintien de l'accroissement des dépenses publiques dans les limites du taux de croissance de l'économie et, d'autre part, par la réduction du déficit budgétaire et des besoins financiers du gouvernement. Je pense que nous ne pourrions pas résoudre d'une façon satisfaisante nos problèmes d'inflation et de taux d'intérêt élevés si nous n'avons pas ce soutien.

Je souhaite ardemment que tous les autres agents économiques – qu'il s'agisse des administrations publiques ou des entreprises privées, des employeurs ou des employés, des producteurs ou des consommateurs – reconnaissent dans leur propre intérêt la nécessité de réduire l'inflation. La plupart des marchés de biens et services sont maintenant trop faibles pour absorber des hausses rapides des prix et des coûts. Ce qu'il faut donc, c'est que les entreprises et les travailleurs réagissent à cette situation en modérant la croissance des prix et des revenus de façon à sauvegarder l'emploi et la production. Ce qu'il faut dans les secteurs de l'économie qui ne sont pas soumis aux pressions du marché, ce sont des restrictions aux accroissements des revenus qui soient suffisantes pour empêcher un décalage entre les réactions de ces secteurs et celles des secteurs soumis aux lois du marché. Tôt ou tard, les Canadiens devront,

d'une façon ou d'une autre, revenir à des pratiques moins inflationnistes que celles qu'ils ont adoptées au cours des dernières années. Toute résistance à la transition ne peut qu'engendrer des tensions additionnelles.

Une situation assez similaire à la nôtre se retrouve aux États-Unis, notre principal partenaire commercial. Jusqu'ici, les réactions nécessaires pour réduire l'inflation y sont toutefois beaucoup plus manifestes qu'au Canada, et le taux d'inflation de ce pays est maintenant sensiblement inférieur au nôtre. Si la résistance à une modération des hausses des coûts et des prix continue à être plus forte au Canada qu'aux États-Unis, les problèmes économiques du Canada s'en trouveront aggravés. Les taux d'intérêt et le taux de chômage seront alors plus élevés au Canada qu'aux États-Unis.

J'ai mentionné précédemment qu'une monnaie qui inspire confiance est essentielle au bon fonctionnement d'une société libre. Si j'y reviens, c'est pour souligner que la stabilité des prix n'est pas une fin en soi, mais un moyen. D'aucuns disent que la lutte contre l'inflation comporte un coût trop élevé. Il y a certes un coût associé à cette lutte, mais l'avantage est que le contrôle de l'inflation ouvrira la voie à la prospérité à laquelle le Canada peut accéder avec les ressources naturelles et humaines qu'il possède. Les Canadiens devraient plutôt s'inquiéter du coût d'un abandon de la lutte contre l'inflation. Pour se faire une idée de ce coût, il n'est pas nécessaire d'aller jusqu'à envisager le chaos économique et politique dans lequel ont sombré les pays où l'inflation a échappé à tout contrôle. Il suffit de se représenter ce qui arrive lorsque l'on essaie de composer avec l'inflation. Dans ces cas, les poussées périodiques d'inflation douloureusement interrompues par de brèves périodes de restriction financière se traduisent par une sorte de « stagflation par à-coups. » Cela, personne ne le veut. C'est pourtant ce que l'avenir nous réserve si nous ne nous appliquons pas sérieusement à satisfaire les exigences d'une prospérité sans inflation.

L'évolution économique et financière

Les taux d'intérêt en 1981

Comme au cours de l'année précédente, la conjoncture financière canadienne a été perturbée en 1981 par un courant d'influences tumultueuses provenant tant de l'intérieur que de l'extérieur. Une des conséquences de cette situation a été l'ampleur des variations des taux d'intérêt, qui ont grimpé à des niveaux exceptionnellement élevés à la fin de l'été pour s'inscrire ensuite à la baisse. Cette partie du Rapport passe en revue les influences en question.

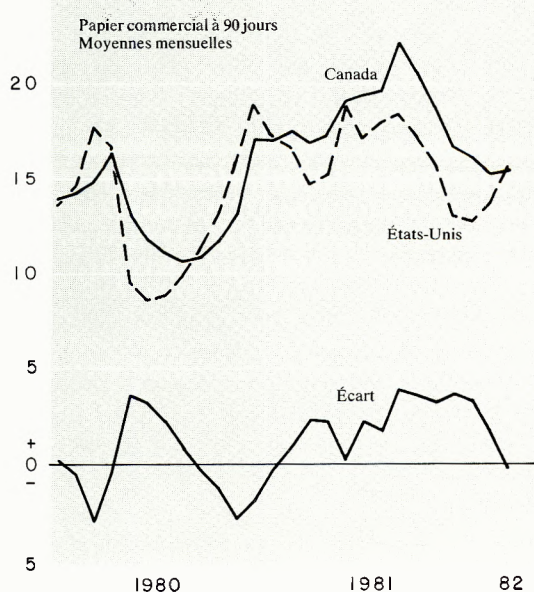
L'évolution de la conjoncture du début de l'année à la fin de l'été

Le profil de l'évolution économique au cours des premiers mois de 1981 a été dans une large mesure une continuation des tendances qui s'étaient déjà manifestées

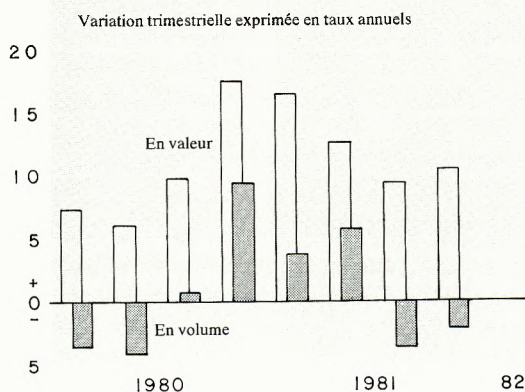
durant les derniers mois de 1980. Le trait dominant de cette période a été la vigueur de l'activité économique en Amérique du Nord. Aux États-Unis, la dépense a enregistré une très forte progression à l'automne de 1980, après avoir marqué un net mais bref recul au cours de l'été. Dans ces circonstances, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé aux États-Unis durant les derniers mois de 1980 et, abstraction faite d'un bref fléchissement au début du printemps, ils sont demeurés jusqu'à la fin de l'été 1981 aux niveaux atteints au dernier trimestre de 1980.

La poussée de la demande ne s'est pas limitée aux États-Unis, et, durant les

Taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis



Dépense nationale brute

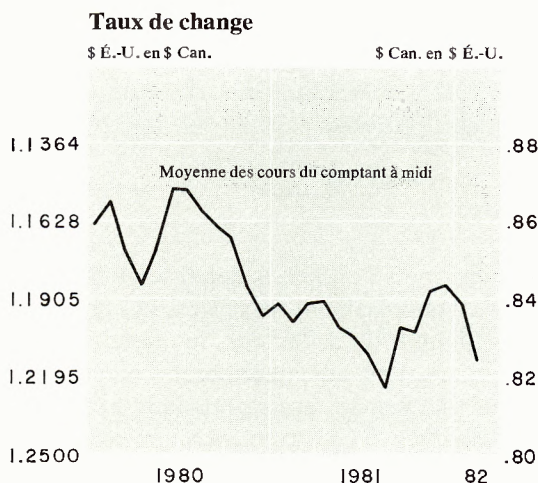


derniers mois de 1980, la dépense globale s'est vigoureusement ressaisie au Canada, sous l'impulsion de facteurs intérieurs et extérieurs. Les indicateurs économiques ont révélé une vigueur croissante dans une foule de domaines. M1 a fortement augmenté. La dépense nationale brute en termes nominaux

s'est accrue, au cours des neuf mois compris entre octobre 1980 et juin 1981, à un taux annuel moyen d'environ 15 % selon les estimations actuelles.

Dans ce contexte, l'inflation et les anticipations inflationnistes se sont intensifiées. La demande de crédit a été très forte. Elle a été alimentée par l'expansion de l'activité économique, par la hausse des prix ainsi que par des achats massifs d'avoires réels existants effectués en prévision de taux élevés d'inflation. Ce dernier facteur s'est particulièrement manifesté sur le marché de l'habitation. Cette conjoncture a exercé des pressions à la hausse soutenues sur les taux d'intérêt à court terme. Comme les circonstances justifiaient des hausses des taux d'intérêt, la Banque a orienté ses opérations de façon à atténuer les fluctuations dont s'accompagnait l'ascension des taux d'intérêt, plutôt qu'à contrecarrer cette tendance. On trouvera aux Tableaux I, II et III de l'Annexe les données relatives aux opérations de la Banque.

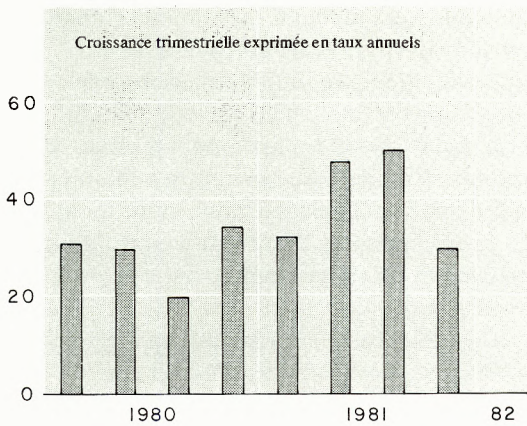
Les pressions à la hausse dont ont été l'objet les taux d'intérêt à court terme ont été renforcées par la faiblesse relative du taux de change. Le fait que le cours du dollar canadien n'a presque pas augmenté lorsque les taux d'intérêt ont momentanément diminué aux États-Unis au début du printemps dernier est symptomatique de la situation précaire dans laquelle se trouvait l'ensemble de nos comptes extérieurs.



Un facteur qui a contribué au comportement généralement hésitant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. a été l'aggravation du climat d'incertitude imputable à l'annonce, en octobre 1980, du Programme énergétique national et la controverse qui a suivi entre le gouvernement fédéral et les provinces. Vers le milieu de 1981, les pressions dont le dollar canadien était l'objet ont été considérablement renforcées par la vague des prises de contrôle par les Canadiens d'entreprises établies au Canada et contrôlées jusque-là par des étrangers. Ces entreprises étaient en grande majorité des sociétés pétrolières, mais elles ne l'étaient pas toutes. On trouvera un exposé plus détaillé de ces questions à la partie du Rapport qui traite des aspects internationaux. Les pressions à la baisse sur le dollar canadien sont devenues très fortes à la fin de juillet et au début d'août, et la valeur du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. a reculé de 3 % en l'espace de trois semaines. Ce fléchissement rapide s'est produit en dépit, d'une part, de l'escalade des taux d'intérêt à court terme canadiens qui avaient dépassé d'une marge appréciable les taux américains, et, d'autre part, du soutien considérable que les autorités ont apporté au dollar canadien par leurs interventions directes sur le marché des changes.

Cette montée des taux d'intérêt a été avant tout une réaction du marché intérieur à la baisse du dollar canadien, et, n'eût été cette réaction, la chute du taux de change aurait été beaucoup plus forte. Le mouvement à la baisse du taux de change risquait alors de s'auto-alimenter et de prendre des proportions excessives sous l'influence de la spéculation et des incertitudes qui agitaient le marché. Une chute importante du taux de change n'aurait pas tardé à entraîner une hausse presque équivalente des prix canadiens des produits faisant l'objet d'échanges internationaux et aurait aggravé davantage l'inflation et les anticipations inflationnistes. La Banque n'avait donc pas d'autre choix que d'accepter un relèvement sensible des taux d'intérêt.

Croissance du crédit à court terme⁽¹⁾



⁽¹⁾ Prêts bancaires aux entreprises, papier commercial, acceptations bancaires et prêts bancaires en devises étrangères aux résidents

Afin d'atténuer les pressions à la baisse sur le taux de change, le ministre des Finances a demandé aux banques, à la fin de juillet dernier, de réduire les prêts destinés à financer les prises de contrôle qui entraîneraient des sorties de capitaux du Canada.

En dépit du niveau de plus en plus élevé des taux d'intérêt, le rythme d'expansion du crédit au Canada a été extraordinairement rapide au printemps et à l'été. Une part importante de la progression du crédit est attribuable à la vague des prises de contrôle et des fusions d'entreprises.

L'évolution ultérieure

Le relâchement des taux d'intérêt qui s'est manifesté à partir du mois d'août est surtout imputable à un ralentissement marqué du rythme de la dépense globale au Canada. Ce phénomène reflétait non seulement une légère contraction de la dépense intérieure mais aussi un affaiblissement de la demande de produits canadiens à l'étranger.

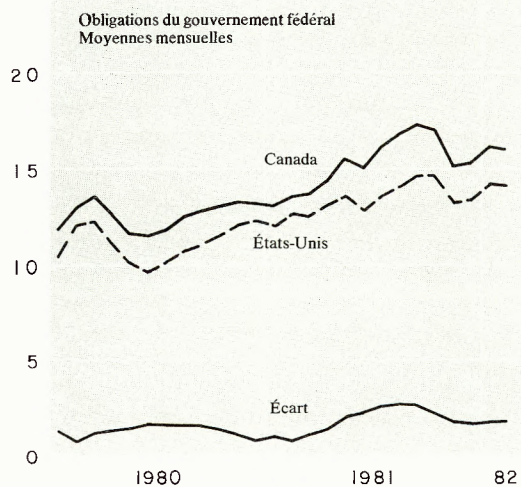
Au cours de la dernière partie de l'année 1981, la conjoncture était, à bien d'autres égards, relativement propice à une baisse des taux d'intérêt à court terme. Le dollar canadien n'a pas été soumis aux pressions intenses à la baisse qui avaient caractérisé les mois de juillet et d'août. La vague

des prises de contrôle a rapidement reflué, et l'accord conclu en septembre entre le gouvernement fédéral et l'Alberta relativement à la fixation des prix et à la taxation des produits énergétiques a dissipé les incertitudes que suscitait cette question. Enfin les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis ont eux-mêmes fléchi. Le repli de ces taux s'expliquait par la décélération de la dépense et de la masse monétaire. Jusqu'ici, la croissance de la dépense s'est ralentie davantage aux États-Unis qu'au Canada, ce qui est dû principalement au fait que la baisse du taux d'inflation a été plus prononcée dans ce pays que dans le nôtre.

Compte tenu de ces éléments et d'une baisse de M1, la Banque a effectué ses opérations sur le marché et géré les réserves-encaisse du système bancaire de façon à permettre une baisse des taux d'intérêt à court terme.

En 1981, les taux à long terme canadiens ont évolué de manière analogue aux taux à court terme, en ce sens qu'ils ont

Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis



grimpé presque continuellement tout au long de la première partie de l'année pour baisser considérablement par la suite. Leur évolution n'a toutefois pas été identique. Les taux à long terme canadiens ont été plus élevés à la fin de l'année qu'ils ne l'avaient été une année plus tôt, et l'écart positif existant

entre ces taux et leurs pendants américains s'est élargi. L'élargissement de cet écart semble imputable au fait que les anticipations inflationnistes ont été plus fortes au Canada qu'aux États-Unis.

Au moment de la rédaction du présent Rapport, les taux à court terme étaient de l'ordre de 15 % au Canada, donc de 2 à 3 points moins élevés qu'ils n'avaient été un an plus tôt. Ils ne dépassent pas de beau-

coup ce qui est généralement considéré comme le taux actuel d'inflation au Canada, soit 11 à 12 %. L'écart considérable qui avait été enregistré l'été dernier entre les taux à court terme canadiens et américains et qui avait atteint un maximum d'environ 5 points vers la fin de novembre a maintenant disparu, en partie à cause d'un recul des taux canadiens et surtout à cause d'un relèvement des taux américains.

Les tendances récentes des coûts et des prix

Cette partie du Rapport examine d'abord l'évolution des coûts et des prix en 1981, puis les facteurs qui ont contribué à accroître les pressions inflationnistes au Canada au cours des dernières années.

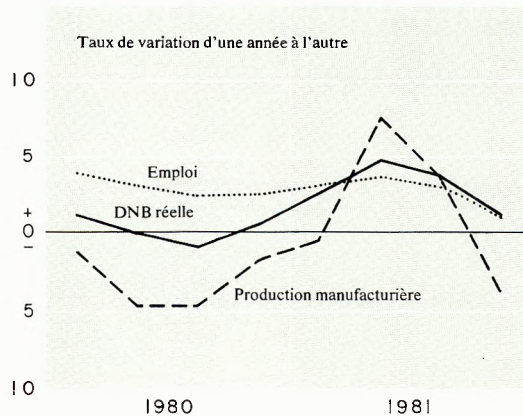
L'évolution des coûts et des prix en 1981

Bien que l'année 1981 ait été mauvaise pour le Canada au chapitre de l'inflation en général, l'évolution des coûts a montré au fil des mois des signes d'amélioration dans certains secteurs. L'atténuation des pressions des prix, qui s'est effectivement produite, a été étroitement liée au ralentissement général de l'activité économique en Amérique du Nord et dans la plupart des autres pays industrialisés. La concurrence se faisant plus vive, il est devenu plus difficile de majorer les prix ou même, dans certains cas, de les maintenir. Alors que les coûts intérieurs, en particulier les salaires et les prix de l'énergie, ont continué d'exercer des pressions à la hausse tout au cours de l'année, le rythme d'augmentation des prix intérieurs a été dans l'ensemble un peu moins rapide à la fin de l'année qu'il ne l'avait été auparavant. Les prix à la consommation, dont la hausse avait été de près de 13 % du milieu de 1980 au milieu de 1981, ont augmenté d'environ 12 % de la fin de

1980 à la fin de 1981 et à un taux légèrement inférieur pendant les derniers mois écoulés.

Affichant un profil semblable à celui qui a été observé aux États-Unis, l'économie canadienne a fait preuve d'une grande vigueur au second semestre de 1980, avec une croissance de près de 5 % en termes réels pour la période allant du milieu de 1980 au milieu de 1981. Cette reprise est imputable à un gonflement de la dépense, qui s'est produit dans l'ensemble des secteurs de l'économie; en effet, la dépense nationale brute en dollars courants a augmenté à un taux annuel d'environ 15 %. Parallèlement,

Mesures de la production et de l'emploi



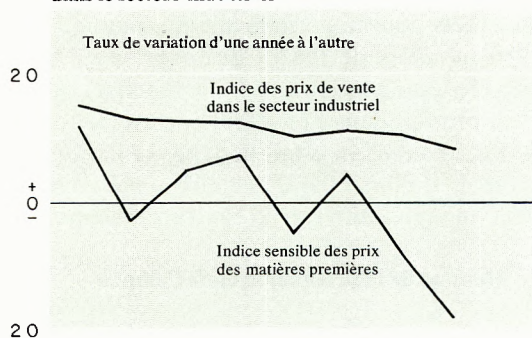
le taux de chômage au Canada est tombé de 7,9 % en mai 1980 à un creux de 7 % en avril 1981. La reprise de l'activité économique s'est également traduite par un accroissement du taux d'utilisation des capacités de production, qui est remonté dans un certain nombre de secteurs aux sommets atteints en 1979. Au printemps de 1981, l'activité économique avait commencé à montrer certains signes de ralentissement au Canada comme aux États-Unis. Toutefois, ce n'est qu'au troisième trimestre que la dépense nationale brute en termes réels a effectivement baissé au Canada, et c'est seulement en septembre qu'on a pu observer les signes manifestes d'une atténuation de la demande de main-d'œuvre. Par la suite, il s'est produit un ralentissement de la croissance de la dépense nominale. Ce phénomène s'est traduit surtout par un recul de la production et de l'emploi, et le taux d'inflation a légèrement fléchi sous l'influence de cette modification de la con-

joncture économique.

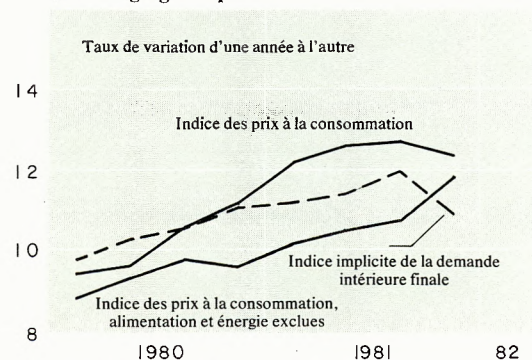
Les cours des matières premières se sont orientés à la baisse dès novembre 1980, au moment de l'escalade des taux d'intérêt nord-américains. Au second semestre de 1981, ils sont restés constamment en deçà des sommets atteints l'année précédente. Si cette évolution des prix des matières premières est due dans une large mesure aux bonnes récoltes de blé et d'autres céréales, le fléchissement des prix de la viande et d'un large éventail de matières industrielles a été plutôt la conséquence d'une atténuation de la demande. Les prix du bois ont été particulièrement faibles, car les mises en chantier de logements aux États-Unis ont diminué pour la deuxième année consécutive. Cette évolution du marché a également provoqué, à partir du milieu de 1981, un ralentissement de la hausse des prix de vente dans l'industrie canadienne. Comme dans le cas des matières premières, la tendance des prix des produits industriels a

Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts

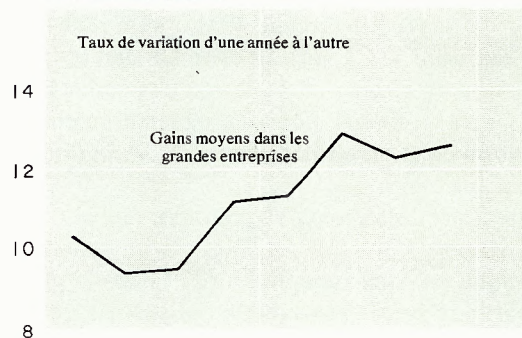
Prix des matières premières et prix de vente dans le secteur industriel



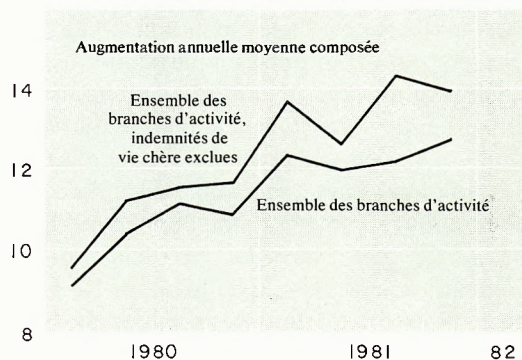
Indices agrégés de prix



Mesures des salaires



Évolution des salaires sur la durée totale des contrats



d'abord commencé à s'affaiblir dans un nombre limité de secteurs, en particulier dans l'industrie du bois et de l'automobile, mais à la fin de l'année, le ralentissement observé s'était étendu à toute une gamme de produits manufacturés.

Comme il a été mentionné précédemment, la hausse des prix à la consommation s'est quelque peu ralentie ces derniers mois. Toutefois, cette amélioration a été beaucoup moindre que celle des prix des produits industriels, et ce, malgré la décélération marquée des prix au détail des produits alimentaires, qui reflétait principalement l'évolution fondamentale du marché des matières premières.

L'escalade des prix intérieurs de l'énergie en 1981 a grandement contribué à la hausse des prix à la consommation. À partir de la fin de 1980, les prix à la tête du puits du pétrole et du gaz naturel ont commencé à se rapprocher plus rapidement des prix mondiaux sous l'influence du Programme énergétique national du gouvernement fédéral. À ces hausses de prix sont ensuite venues s'ajouter, outre certaines taxes provinciales, des surtaxes fédérales visant à réduire les subventions nettes dont bénéficiaient les consommateurs de pétrole et à financer en partie l'opération de canadienisation de l'industrie du pétrole et du gaz naturel. L'entente relative aux prix du pétrole et du gaz naturel que les gouvernements fédéral et albertain ont rendue publique au début de septembre laisse entrevoir que les prix des produits énergétiques qui entrent dans le calcul de l'indice des prix à la consommation continueront d'augmenter assez rapidement, mais beaucoup moins qu'en 1981, où la hausse a été d'environ 30 %. Le renchérissement prévu serait encore moindre si la faiblesse actuelle de la demande mondiale de produits pétroliers se maintenait.

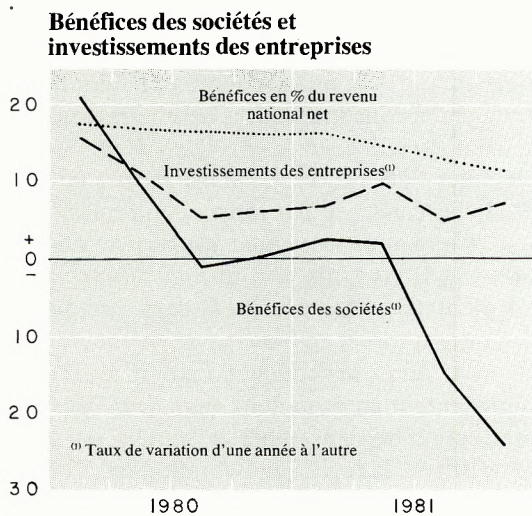
Les prix de détail, exception faite de ceux des produits alimentaires et énergétiques, ont augmenté davantage en 1981 qu'en 1980. Cela n'est pas surprenant, puisque ces prix ont tendance à réagir de façon moins systématique et moins rapide aux

fluctuations de la conjoncture économique que ceux des produits qui sont à un stade de transformation moins avancé. Bien que la hausse des prix de la plupart des biens durables et semi-durables se soit modérée quelque peu au second semestre de 1981 par suite du ralentissement du rythme des affaires, les pressions à la baisse ont été en général plus que compensées par celles provenant de l'augmentation rapide et continue des prix dans les secteurs où les coûts de production sont fortement influencés par les salaires. Par exemple, le prix des services, logement exclu, a enregistré au dernier trimestre de l'année une hausse annuelle de 14 %, reflétant peut-être une réaction différée aux pressions antérieures du marché. À ces pressions intérieures à la hausse qui se sont exercées sur les prix, est venu s'ajouter l'effet d'une certaine dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. Ce facteur, conjugué à la hausse des prix aux États-Unis, a contribué aux fortes augmentations des prix en dollars canadiens des importations de biens et de services.

Comme les coûts en main-d'œuvre représentent environ deux tiers des coûts de production de l'ensemble du secteur des entreprises, la forte augmentation des coûts en main-d'œuvre a vraiment limité le ralentissement de l'inflation durant la dernière partie de 1981. Même si les données de la productivité par travailleur font état d'une certaine amélioration conjoncturelle au premier semestre de l'année, rien n'indique que la tendance de la croissance de la productivité se soit améliorée de façon permanente. Or, lorsqu'une telle amélioration ne se produit pas, les coûts en main-d'œuvre s'accroissent au même rythme que les salaires. Le relèvement de 12 % des salaires moyens versés dans le secteur industriel en 1981 a été beaucoup plus élevé que celui qui avait été enregistré en 1980. De plus, les accords salariaux, qui sont un important indicateur précurseur de l'augmentation des coûts en main-d'œuvre, octroyaient de fortes hausses de salaires pour l'année 1981. Les accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère négociés récemment

prévoient des taux d'augmentation de plus de 2 points de pourcentage, ce qui a porté le taux annuel d'accroissement des salaires à 13½ % pour l'année 1981 et à plus de 14 % pour le second semestre. Des augmentations de salaires de cette ampleur ont été accordées à la fois dans le secteur public et dans le secteur privé.

Le fait que les prix et la production aient eu tendance à réagir plus rapidement que les salaires au fléchissement de la demande tout au cours de l'année a eu une incidence marquée sur les bénéfices des entre-



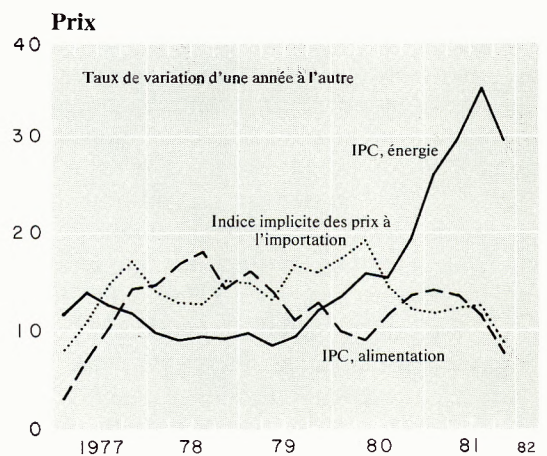
prises. Ces bénéfices ont chuté en 1981, et leur pourcentage par rapport au revenu national net est tombé de plus de 17 % au début de 1980 à environ 12 % au second semestre de 1981. Ces phénomènes ont contribué à leur tour à réduire la demande de main-d'œuvre et de biens d'équipement dans le secteur des entreprises. Le taux de chômage, qui était de près de 7 % durant l'été, a ainsi dépassé les 8 % ces derniers temps (il était de 8,3 % en janvier 1982), et le rythme des investissements des entreprises, secteur énergétique exclu, s'est ralenti durant l'année.

Le renforcement des pressions inflationnistes au cours des dernières années

Après avoir baissé de façon substantielle par rapport aux très fortes hausses

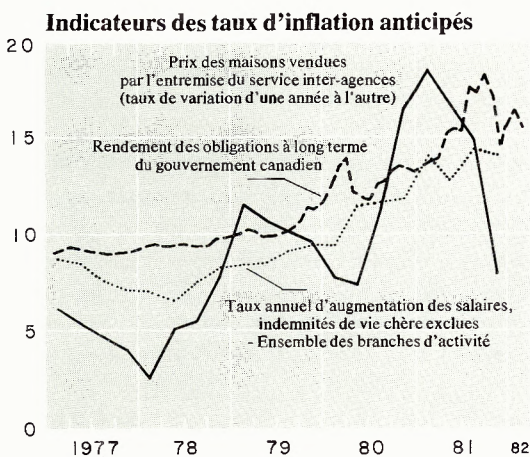
enregistrées en 1974 et 1975, le taux de croissance des prix a commencé dès 1977 à augmenter manifestement dans quelques secteurs importants de l'économie. Les hausses de prix ont d'abord été minimales et localisées, mais l'inflation a commencé à s'aggraver sous l'influence d'un resserrement graduel des marchés de biens et de services et du marché du travail.

En 1978, les pressions à la hausse sur les prix étaient déjà beaucoup plus fortes. La hausse des prix intérieurs des produits alimentaires s'est accélérée pour dépasser 15 % au cours de l'année, tandis que le prix du bœuf a fait un bond de 45 %. Même si ce renchérissement des produits alimentaires par rapport aux bas prix enregistrés en 1976 était dans une certaine mesure d'ordre cyclique, la baisse du taux de change du dollar canadien y a également contribué. En 1979, les augmentations des prix des produits alimentaires se sont ralenties au Canada, mais les effets de la dépréciation de notre monnaie sur les prix intérieurs d'autres biens et services se sont généralisés. A ces facteurs de hausse des prix s'est alors ajoutée l'incidence du renforcement de la demande et des pressions des prix aux États-Unis, ce qui a contribué à accroître encore davantage les prix des importations et des exportations. La hausse des prix à l'importation s'est accélérée pour atteindre un sommet de 17 % au cours de la période de douze mois



qui s'est terminée au premier trimestre de 1980, contre 23 % pour les prix à l'exportation. A mesure que ces facteurs inflationnistes s'estompaient à leur tour sous l'influence du durcissement de la politique monétaire des États-Unis, ils ont été remplacés, en 1980 et en 1981, par les effets des hausses des prix intérieurs de l'énergie, dont il a été question précédemment.

Les effets cumulatifs de ces pressions sur les prix ont créé au Canada l'impression de plus en plus nette que l'inflation s'aggravait plutôt que de s'atténuer. Il en



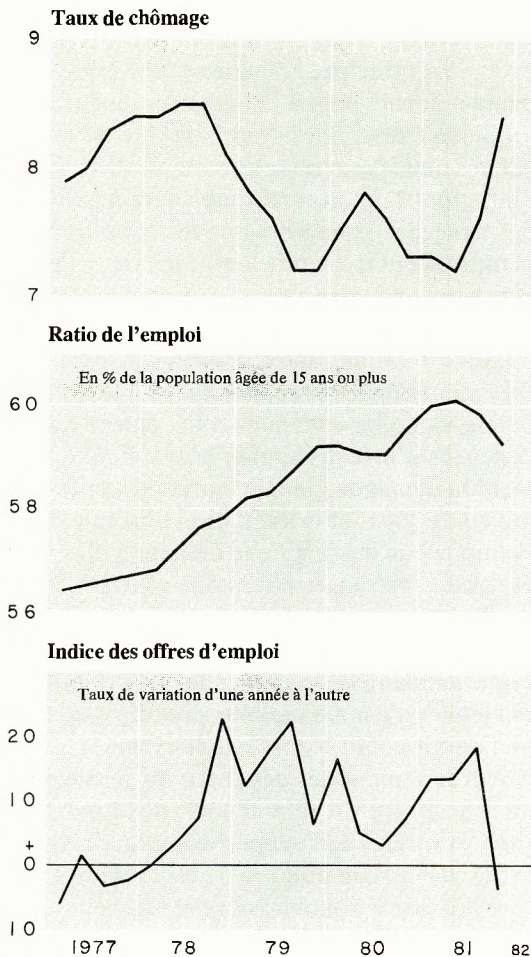
est résulté, sur le marché des biens et sur le marché du travail, des réactions de défense, qui ont intensifié à leur tour les pressions sur les coûts et les prix. La montée en flèche des prix des maisons dans de nombreux centres urbains, en 1980 et au début de 1981, est une manifestation particulièrement frappante des fortes anticipations inflationnistes du moment, puisqu'elle est survenue dans une conjoncture de hausse des taux hypothécaires. A cet égard, la multiplication des prises de contrôle de sociétés, qui s'est traduite dans un grand nombre de cas par une réévaluation considérable des avoirs de ces dernières, constitue un exemple de plus. Comme il a déjà été mentionné dans la partie du Rapport qui traite de l'évolution des taux d'intérêt, les taux de rendement des obligations ont été également soumis à de continuelles pressions à la hausse. L'écart positif entre les taux canadiens et les taux américains a eu ainsi tendance à s'élargir, ce

qui indique que les anticipations inflationnistes ont été plus fortes au Canada qu'aux États-Unis.

En principe, la faiblesse de la demande globale peut à la longue compenser l'influence des chocs de prix relatifs et empêcher une aggravation prolongée de l'inflation. Toutefois, il s'est avéré à la fin des années soixante-dix que les facteurs qui contribuaient à ralentir le rythme de la dépense ne suffisaient pas, à eux seuls, à neutraliser la poussée qu'exerçaient sur le taux d'inflation les multiples pressions sur les prix mentionnées précédemment. De fait, la baisse du dollar canadien et la vigueur des dépenses d'investissement ont stimulé fortement la demande globale entre 1978 et le milieu de 1981, et l'orientation générale des politiques de gestion de la demande n'a pas été assez restrictive pour contrecarrer l'influence que ces autres facteurs exerçaient sur les prix, directement et par l'intermédiaire de la demande. La politique monétaire s'est avérée plus graduelle qu'on ne l'aurait voulu. Alors que le rythme d'accroissement des dépenses du gouvernement fédéral s'est ralenti après 1974, par rapport à celui de la dépense nationale brute, un certain nombre de réductions d'impôt discrétionnaires ont été effectuées entre 1974 et 1980. Ces réductions ont contribué à creuser le déficit du gouvernement fédéral au cours de la période et à augmenter la dépense globale.

Pendant la majeure partie de la période de trois ans comprise entre le milieu de 1978 et le milieu de 1981, les taux d'utilisation des capacités de production au Canada ont subi des pressions à la hausse plutôt qu'à la baisse. Le taux de chômage, par exemple, qui était de 8½ % au début de la période, a baissé pour s'établir à 7 % au printemps de 1981. Parallèlement, la proportion des gens en âge de travailler qui ont un emploi a augmenté presque sans interruption pour atteindre des niveaux records, tandis que l'indice des offres d'emplois et les autres indicateurs de la conjoncture du marché du travail ont continué de montrer des signes de tension accrue. Comme on l'a fait

Indicateurs du marché du travail



remarquer dans les derniers Rapports annuels, les taux d'utilisation des capacités dans un grand nombre d'industries, en particulier les industries à vocation exportatrice et celles qui doivent concurrencer les importations, ont aussi atteint des niveaux vraiment élevés en 1978 et en 1979, pour ensuite diminuer temporairement au début de 1980.

Il ne fait pas de doute que certaines industries ont connu une situation difficile au cours de cette période et que de nombreux indicateurs révélaient que le potentiel inemployé au sein de l'économie demeurait élevé comparativement aux périodes antérieures. Toutefois, un certain nombre de facteurs sont venus compliquer l'interprétation de ces indicateurs. Depuis le milieu

des années soixante-dix, l'économie canadienne a été secouée par les importantes perturbations des prix relatifs occasionnées par le renchérissement de l'énergie et la dépréciation du dollar canadien. Ces phénomènes ont profité à certains groupes ou à certains secteurs de l'économie, mais ils ont en même temps réduit les bénéfices d'autres groupes ou secteurs et compromis les perspectives de croissance de ces derniers. On peut trouver des manifestations de l'incidence que ces phénomènes ont eue ces dernières années dans la croissance relativement plus rapide que connaissent les provinces de l'Ouest en général et dans les difficultés de l'industrie automobile en particulier. Lorsque des facteurs de production, tels que le travail et le capital, se déplacent massivement des secteurs moins favorisés vers d'autres plus favorisés, les mesures traditionnelles de la capacité de production et du plein emploi doivent être analysées avec une prudence particulière. Elles tendent à surestimer l'importance de l'écart qui existe entre le niveau effectif de la production et le niveau que celle-ci peut potentiellement atteindre sans alimenter les pressions inflationnistes.

La demande forte et soutenue de main-d'œuvre enregistrée tout au long de la période qui s'est terminée au milieu de 1981, conjuguée au fait que les pressions sur les prix décrites ci-dessus exerçaient à leur tour des pressions à la baisse sur le revenu réel - c'est-à-dire en termes de pouvoir d'achat - a entraîné une accélération des hausses des salaires nominaux. Toutefois, il n'y a pas eu de gain réel, car les prix ont eu tendance à monter encore plus vite. Le fait que le revenu réel n'ait pas augmenté au même rythme qu'avant 1975 témoigne d'une réalité économique fondamentale. En effet, le taux d'amélioration sur longue période est surtout déterminé par la croissance de la production par travailleur ou de la productivité. Pour des raisons qui vont bien au-delà des cycles des dernières années, le niveau de la productivité dans l'économie canadienne n'a presque pas varié depuis 1976. Cela signifie que la

condition essentielle d'un accroissement des revenus réels n'a pas été satisfaite.

L'évolution favorable des termes de l'échange pour le Canada - c'est-à-dire le rapport entre les prix que reçoit le Canada pour ses exportations et ceux qu'il paye pour ses importations - peut permettre parfois au revenu réel de croître plus vite que la productivité. Malheureusement, ce facteur joue en sens contraire depuis 1976. Les termes de l'échange se sont détériorés considérablement au cours des dernières années, de sorte que le pouvoir d'achat des produits canadiens sur les marchés mondiaux a diminué. Les

ajustements à la hausse des prix de l'énergie entraînent à court terme des conséquences défavorables similaires pour le pouvoir d'achat des utilisateurs d'énergie, même s'ils ont, en dernier ressort, des effets bénéfiques sur le plan de la consommation, des économies d'énergie et de l'amélioration du potentiel de production de l'économie dans les années à venir. En général, lorsqu'on essaie d'accroître les revenus nominaux dans le but de compenser l'influence de phénomènes de cet ordre, on s'engage dans une voie sans issue, et on contribue à relancer le processus inflationniste.

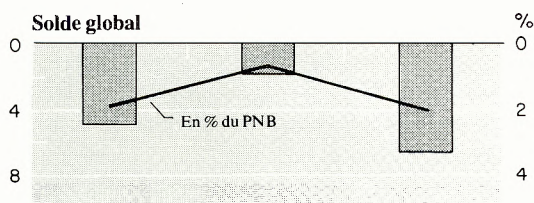
Les aspects internationaux

Un des traits marquants des transactions internationales du Canada en 1981 réside dans l'ampleur des besoins de financement extérieur auxquels ces transactions ont donné lieu : la balance des paiements courants s'est soldée pour l'année par un déficit de quelque 7 milliards de dollars, et

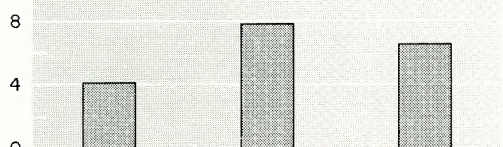
les variations des investissements directs - c'est-à-dire des investissements dans des entreprises contrôlées par l'investisseur ou dans lesquelles ce dernier possède des actions - ont entraîné des sorties nettes de capitaux totalisant environ 10 milliards de dollars. En 1980, le solde de chacune de ces

Balance des paiements ⁽¹⁾ Milliards de dollars

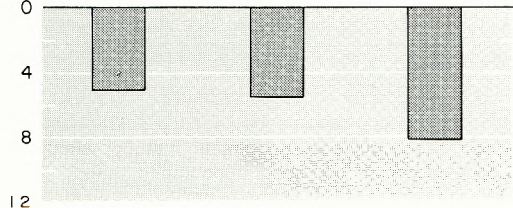
Balance courante



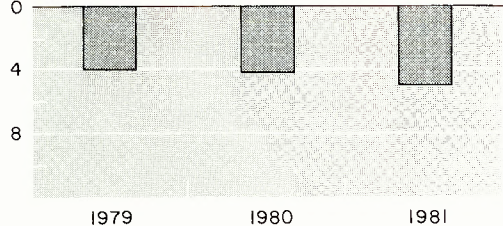
Balance commerciale



Intérêts ⁽²⁾

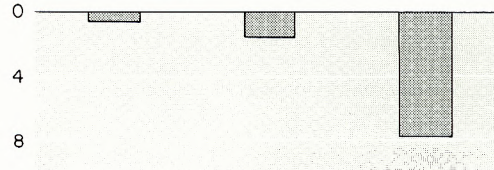


Autres ⁽³⁾



Balance des capitaux à long terme: Principales composantes

Prises de contrôle d'entreprises étrangères établies au Canada



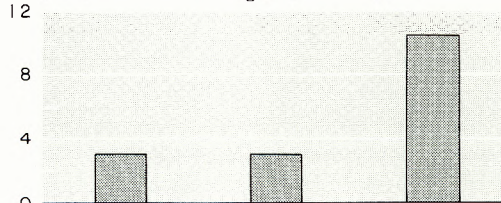
Autres investissements directs au Canada



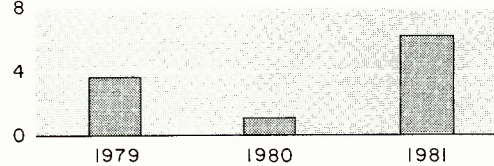
Investissements directs nets à l'étranger



Émissions nettes d'obligations canadiennes



Autres ⁽⁴⁾



⁽¹⁾ Les données de 1981 sont des estimations, sauf celles de la balance commerciale.

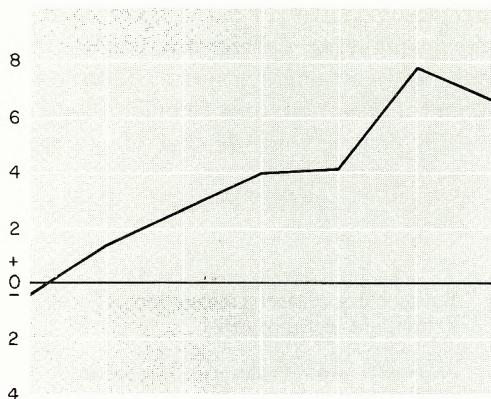
⁽²⁾ Comprend les revenus divers, composés principalement des intérêts sur les placements autres que les obligations.

⁽³⁾ Comprend les dividendes, les voyages, les services commerciaux et gouvernementaux ainsi que les transferts sans contrepartie.

⁽⁴⁾ Comprend surtout des capitaux à court terme.

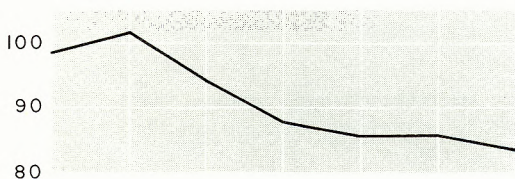
Balance commerciale

Solde
Milliards de dollars

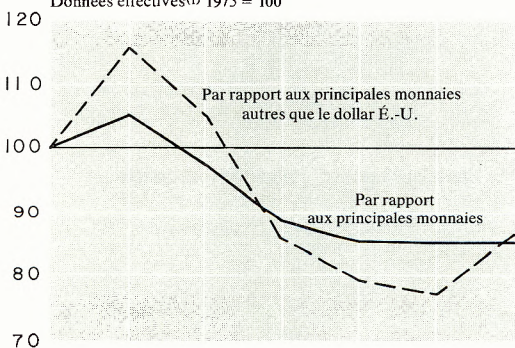


Principales influences

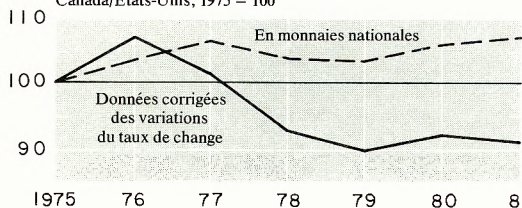
Taux de change (moyennes annuelles)
\$ Can. en \$ É.-U.



Données effectives⁽¹⁾ 1975 = 100



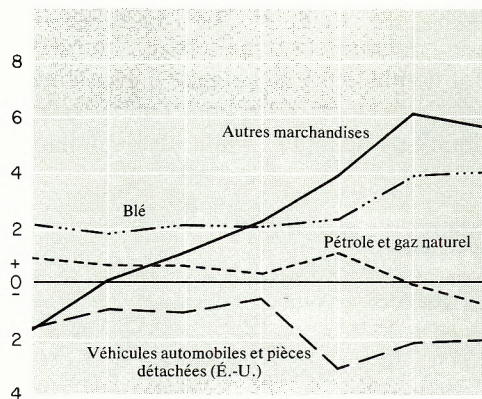
Coûts unitaires relatifs en main-d'œuvre⁽²⁾
Canada/États-Unis, 1975 = 100



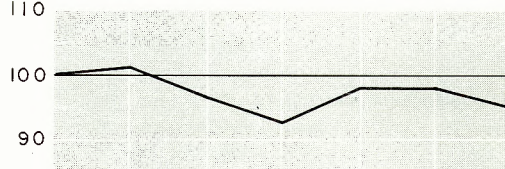
⁽¹⁾ Taux de change du dollar canadien par rapport aux devises des dix principaux partenaires commerciaux, pondéré en fonction de l'importance relative des échanges commerciaux du Canada avec ces pays en 1973

⁽²⁾ Salaires, traitements et revenus supplémentaires du travail par unité de PNB réel

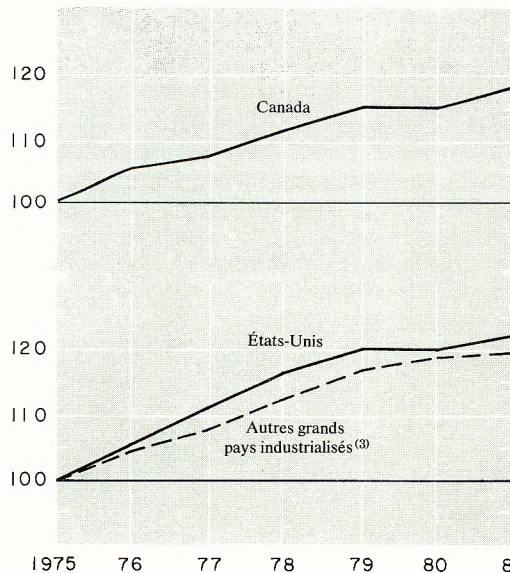
Soldes de quelques composantes
Milliards de dollars



Termes de l'échange
1975 = 100



PNB réel
1975 = 100



⁽³⁾ PNB/PIB réels du Japon, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France et de l'Italie, pondérés selon l'importance des exportations canadiennes vers chacun de ces pays

deux composantes de la balance des paiements avait été d'environ 2 milliards de dollars. Au cours de l'année 1981, les besoins de financement ont provoqué de temps à autre, en particulier au début du second semestre, des baisses du taux de change du dollar canadien, et le financement de ces besoins a fait augmenter considérablement les emprunts extérieurs, dont il faudra assurer le service au cours des prochaines années.

L'augmentation du déficit de la balance des paiements courants reflète en partie la réduction de l'excédent de la balance commerciale (qui est passé de $7\frac{3}{4}$ milliards de dollars à $6\frac{1}{2}$ milliards de dollars) et un accroissement du déficit des transferts et des services autres que les paiements d'intérêts (qui est passé de plus de 4 milliards de dollars en 1980 à environ 5 milliards de dollars en 1981), mais elle reflète surtout l'accroissement du déficit au titre des intérêts (qui est passé de 5,5 milliards de dollars à environ 8 milliards de dollars si l'on tient compte des opérations comptabilisées sous la rubrique des revenus divers et qui correspondent surtout aux intérêts versés aux non-résidents sur des placements autres que des obligations).

La forte augmentation du montant net des intérêts payés aux non-résidents s'explique en grande partie par l'accroissement sensible de la dette sur laquelle les résidents canadiens versent un intérêt aux étrangers, mais aussi par le relèvement des taux d'intérêt applicables à cette dette.

Au chapitre de la balance commerciale, les importations ont enregistré, de la dernière partie de 1980 au milieu de 1981, une forte augmentation qui est allée de pair avec la reprise de la dépense globale au Canada, mais elles ont fléchi brusquement au dernier trimestre par suite d'un affaiblissement de la demande intérieure. Les exportations ont aussi connu une forte progression au premier semestre de 1981 sous l'influence de la vigueur de la demande aux États-Unis, mais elles n'ont guère varié au second semestre, au cours duquel s'est atténuée la demande extérieure. Le déficit au

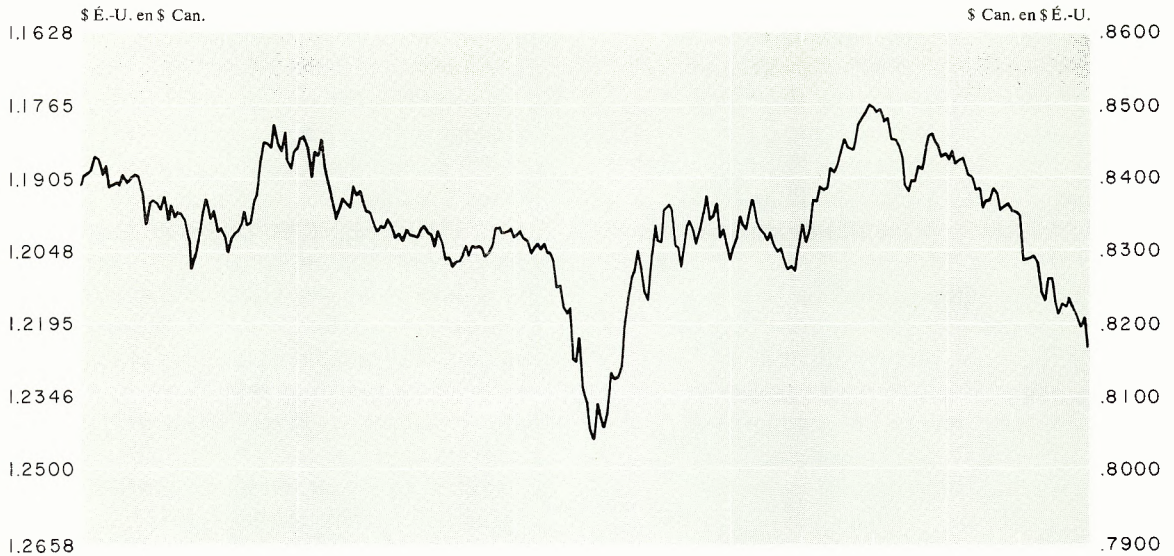
chapitre du pétrole brut s'est d'abord creusé nettement par suite des réductions de production effectuées par l'Alberta en mars et en juin, puis il s'est amenuisé considérablement après le rétablissement, en septembre, de la production à son niveau antérieur. Sur l'ensemble de l'année, ce déficit s'est accru de plus de 1 milliard de dollars pour dépasser les 5 milliards.

Il y a eu en 1981 trois grands types de flux d'investissements directs. Les deux moins importants ont été celui d'environ 5 milliards de dollars résultant des investissements des Canadiens dans des entreprises établies à l'étranger et celui de plus de 2 milliards résultant des investissements des non-résidents dans des entreprises établies au Canada. Le plus important de ces flux correspond aux achats par les Canadiens de quelque 8 milliards de dollars d'actions représentant des participations majoritaires détenues par des étrangers dans des entreprises établies au Canada. La majeure partie de ces opérations de prise de contrôle se sont effectuées dans l'industrie du pétrole et du gaz naturel et vont dans le sens des objectifs de canadianisation du Programme énergétique national. Une partie importante des prises de contrôle a néanmoins eu lieu en dehors du secteur énergétique.

Compte tenu des circonstances du moment, les prises de contrôle d'entreprises étrangères établies au Canada devaient être financées, d'une façon ou d'une autre, par une augmentation de la dette extérieure sur laquelle doivent être payés des intérêts. Dans la plupart des cas, ce sont les acheteurs canadiens qui ont contracté à l'étranger les emprunts nécessaires. Ils ont pour cela obtenu principalement des emprunts en dollars É.-U. auprès des banques canadiennes qui, elles, se sont financées sur les marchés financiers internationaux. Toutefois, une partie importante des opérations de prise de contrôle ne s'est accompagnée d'aucun financement extérieur. Dans ces cas, les dollars canadiens ont été convertis sur le marché des changes, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur le cours du dollar canadien. Ces pressions ont

Taux de change

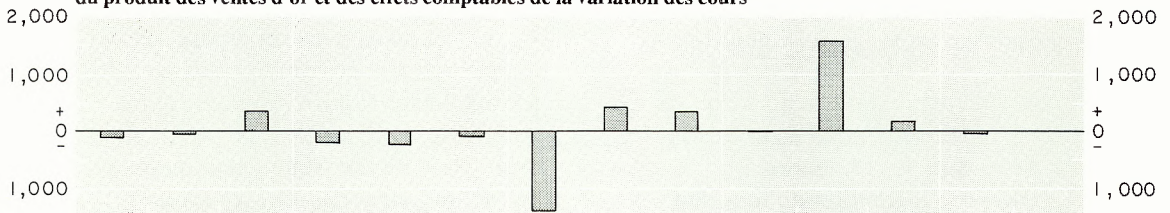
Cours de clôture du comptant, données journalières



Variations des réserves officielles

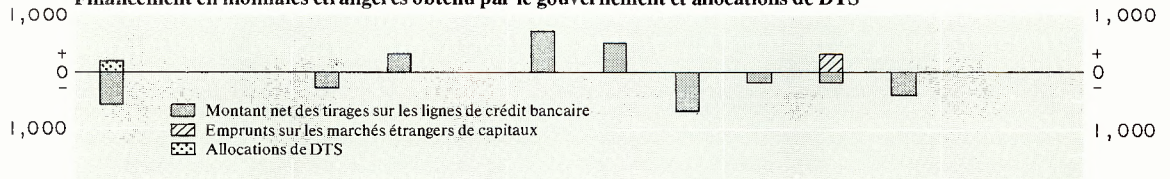
Millions de dollars É.-U., données mensuelles

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⁾

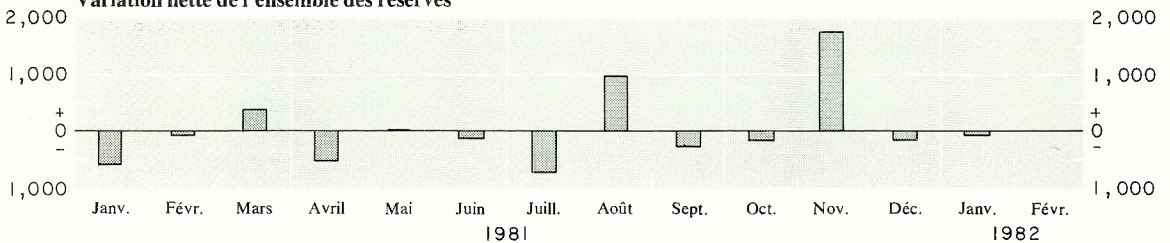


⁽¹⁾ La valeur en dollars É.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar É.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement et allocations de DTS



Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 25 février 1982, celles des réserves officielles jusqu'en janvier 1982.

été particulièrement fortes en juillet. Les ventes importantes de dollars canadiens sur un marché de change déjà perturbé par l'ampleur croissante des opérations de prise de contrôle ont déclenché une chute du taux de change. Comme il a déjà été mentionné dans la partie relative à l'évolution des taux d'intérêt, le ministre des Finances a demandé aux banques, à la fin de juillet, de restreindre le financement de ce type d'opérations afin d'atténuer les pressions exercées sur le taux de change.

L'influence qu'ont eue sur le marché des changes les achats de devises étrangères provoqués par la vague des prises de contrôle a été renforcée, d'une part, par les incertitudes entourant l'ampleur des achats de devises qu'entraîneraient de nouvelles prises de contrôle et, d'autre part, par des considérations à long terme concernant la balance des paiements. En ce qui a trait aux considérations à long terme, il était clair que le montant de l'intérêt annuel à payer sur les emprunts contractés à l'étranger en vue de financer les prises de contrôle serait pendant nombre d'années bien supérieur aux dividendes qui auraient été versés par les entreprises nouvellement acquises. Ainsi se trouvait accrue la nécessité pour le Canada

d'emprunter à l'étranger dans un avenir prévisible.

La plus grande partie du financement externe nécessaire pour équilibrer la balance canadienne des paiements internationaux en 1981 a été obtenue par la vente à des non-résidents d'un volume très important d'obligations émises par des emprunteurs canadiens. Ces ventes ont largement dépassé les 10 milliards de dollars, alors qu'elles avaient été de moins de 3 milliards au cours de chacune des deux années précédentes. La grande majorité des obligations étaient libellées en dollars É.-U., mais il y a eu aussi un montant appréciable de titres payables en d'autres devises et un volume considérable d'émissions de titres en eurodollars canadiens. La progression spectaculaire des emprunts obligataires placés à l'étranger était liée à l'accroissement de l'ensemble du financement obligataire obtenu par les résidents canadiens et aux larges écarts entre les taux d'intérêt, qui ont favorisé le financement à long terme sur les marchés étrangers. Lorsque les taux d'intérêt ont diminué par rapport aux sommets atteints à la fin de l'été, les emprunteurs ont profité du raffermissement des marchés pour placer au dernier trimestre de

Indicateurs économiques : principaux pays industrialisés

	Taux de croissance		Taux de chômage*		Taux d'inflation - IPC		Taux d'intérêt à court terme
	(Taux de variation du PNB/PIB) 1980	1981 (est.)	(Données désaisonnalisées) Décembre 1980	Décembre 1981	(Taux de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente) Décembre 1980	Décembre 1981	(Gros dépôts à 3 mois) Mi-février 1982
États-Unis	-0,2	2	7,3	8,8	12,4	8,9	16,4
Japon	4,2	3 ³ / ₄	2,2	2,2	7,0	4,4	6,5
Allemagne	1,8	- ¹ / ₄	4,5	6,7	5,5	6,3	10,3
France	1,2	¹ / ₂	6,7	8,4	13,6	14,0	14,1
Royaume-Uni	-1,8	-2	8,8	11,5	15,1	12,0	14,7
Italie	4,0	-	7,5	9,0	21,3	18,1	21,4
Canada	-	3	7,4	8,6	11,2	12,1	15,6

*Les définitions étant propres à chaque pays, les données ne sont pas strictement comparables. Les chiffres de l'Italie sont ceux du dernier trimestre

l'année un volume particulièrement important d'obligations à l'étranger.

En 1981, les banques canadiennes ont contracté sur les marchés financiers internationaux de très gros emprunts en devises étrangères, en particulier en dollars É.-U., pour financer leurs prêts en devises aux résidents canadiens. C'est par leur intermédiaire que la plupart des sociétés canadiennes se sont procuré le financement en devises étrangères dont elles avaient besoin pour payer les opérations de prise de contrôle. Le financement obtenu par ce circuit constitue la principale composante des flux de capitaux illustrés au coin inférieur droit du graphique de la page 25.

Cette année encore, les opérations 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 fluctuations du taux de change. Elles ont parfois donné lieu à d'importantes opérations officielles d'achat ou de vente de devises étrangères, qui se sont reflétées sur les réserves officielles de change du pays. A quelques reprises durant l'année, en particulier en juillet et en août, le gouvernement a effectué des tirages sur ses lignes de crédit bancaire à moyen terme pour augmenter ses réserves. A la fin de l'année, toutefois, la totalité des tirages a été remboursée.

* * *

L'année 1981 a été pour les pays industrialisés occidentaux une année difficile, caractérisée par la persistance d'une faible croissance et par une aggravation marquée du chômage. Comme on peut le voir au tableau de la page précédente, la tendance à la hausse du taux de chômage a été en 1981 plus forte aux États-Unis et dans les principaux pays d'Europe qu'au Canada, et à la fin de l'année certains de ces pays enregistraient un taux de chômage plus élevé que le nôtre. Parallèlement, la lutte contre l'inflation a donné des résultats inégaux d'un pays à l'autre. Le rythme d'inflation

s'est sensiblement ralenti au Japon et aux États-Unis, mais il est resté élevé aux États-Unis comparativement aux périodes passées. En Europe, les résultats de la lutte contre l'inflation ont varié d'un pays à l'autre, à cause en partie de l'incidence qu'a eue sur le coût des importations l'appréciation enregistrée par le dollar américain pendant la majeure partie de l'année. Le taux d'inflation a diminué au Royaume-Uni et en Italie, mais il est resté très élevé dans ce dernier pays. En Allemagne et en France, la hausse des prix a été plus forte qu'en 1980.

Cette année encore, les pouvoirs publics ont dans l'ensemble orienté leurs politiques dans le sens d'une réduction de l'inflation, qu'ils considéraient comme une condition essentielle d'une amélioration de la situation économique. La plupart des pays ont essayé de contenir leurs déficits budgétaires, mais à cause principalement des conséquences du ralentissement de la croissance économique, ces déficits sont restés importants. Les pays d'outre-mer ont dû tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis, car ils craignaient qu'une dépréciation exagérée de leurs monnaies n'aggrave les pressions inflationnistes. Les échanges commerciaux des autres pays industrialisés avec les États-Unis représentent une proportion beaucoup plus faible de l'ensemble de leurs exportations et de leurs importations que ce n'est le cas pour le Canada, de sorte qu'une variation de la valeur de leurs monnaies par rapport au dollar É.-U. a une incidence bien moindre sur le taux de change effectif de ces dernières. Toutefois, le fait que le prix du pétrole et de certaines autres matières premières importées soit exprimé en dollars É.-U. amplifie la portée des variations du taux de change des monnaies de ces pays par rapport au dollar É.-U.

* * *

Au cours des dernières années, de nombreux pays en développement, certains pays d'Europe de l'Est et certains petits

pays industrialisés ont accumulé une lourde dette extérieure. Ces pays ont contracté une partie importante de leurs emprunts sur les marchés financiers privés, principalement par l'intermédiaire du système bancaire international. Les graves difficultés auxquelles certains pays font face actuellement dans la gestion de leur dette exercent des pressions sur le système financier international.

Les emprunts contractés sur les marchés financiers internationaux par les pays d'Europe de l'Est ont diminué en 1981; au second semestre, ces emprunts ont enregistré un fléchissement marqué, dû à la prudence croissante manifestée par les prêteurs, particulièrement depuis les événements de Pologne. Par contre, les emprunts des pays en développement non producteurs de pétrole se sont sensiblement accrus, mais cette augmentation s'est limitée à un petit groupe de pays ayant pour la plupart un revenu relativement élevé. Les pays à faible revenu, qui ont un accès limité aux marchés financiers internationaux, ont continué de dépendre dans une large mesure des subventions et des prêts officiels.

Au cours de l'année dernière, le marché mondial du pétrole a connu une détente, due surtout à un fléchissement de la demande. La perspective d'une stabilité des prix du pétrole s'est améliorée après que les pays de l'OPEP eurent convenu, l'automne dernier, de ne pas majorer en 1982 les prix du pétrole affichés en dollars É.-U. Par suite de la croissance rapide et continue des importations et du recul des exportations des pays de l'OPEP, l'excédent de la balance courante de ces pays semble avoir diminué en 1981 de plus du tiers par rapport au sommet de plus de 100 milliards de dollars É.-U. enregistré en 1980. Ce rétrécissement du solde de la balance courante des pays de l'OPEP s'est accompagné d'une réduction du déficit global des principaux pays industrialisés. Le déficit de l'ensemble des pays en développement non producteurs de pétrole s'est probablement creusé de nouveau. Les exportations de ces pays se sont ressen-

ties de la faiblesse de la croissance des pays industrialisés et du fléchissement des cours mondiaux des matières premières qui en est résulté, et le fardeau que représente le service de la dette a été alourdi par la hausse des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés internationaux.

On s'attend à ce que l'excédent de la balance des paiements des pays de l'OPEP diminue encore en 1982, mais l'ensemble des capitaux dont les pays en développement et les petits pays industrialisés ont besoin pour financer le déficit de leurs balances des paiements restera probablement important. D'autre part, les banques internationales ont eu tendance à se préoccuper davantage de la rentabilité de leurs opérations internationales et du degré de concentration des risques-pays. Elles se soucient également de savoir si elles ont un capital-actions suffisant pour continuer à effectuer des opérations d'intermédiation sur la même échelle que par les années passées. Les politiques et les perspectives des pays emprunteurs font maintenant l'objet d'examen plus minutieux, ce qui se reflète par des écarts accrus entre les taux d'intérêt auxquels les divers pays peuvent emprunter.

Le Fonds monétaire international joue depuis quelque temps un rôle plus actif dans le processus d'ajustement. Au cours des deux dernières années, le montant net des prêts aux pays en développement a augmenté considérablement, et les engagements de prêts se sont accrus encore davantage. Cette évolution traduit dans une large mesure la nouvelle politique d'accès élargi aux ressources du Fonds, pour laquelle cet organisme a augmenté sensiblement ses emprunts auprès de certains pays membres. Le Canada participe avec les autorités monétaires de la plupart des pays industrialisés aux accords qui permettront au Fonds de se procurer, directement ou par le truchement de la Banque des règlements internationaux, un financement à court terme d'un montant maximum de 1,3 milliard de droits de tirage spéciaux (soit 1,8 milliard de dollars environ).

Dans la plupart des cas récents où le Fonds a augmenté son aide financière à des pays dont la balance des paiements est fortement déficitaire, il a demandé aux pays bénéficiaires de s'engager à mettre en œuvre les politiques d'ajustement adéquates. L'octroi de ce type de financement temporaire destiné à régler des problèmes de balance des paiements - et qui se distingue nettement des prêts à long terme accor-

dés à des fins de développement - constitue une partie essentielle du rôle que joue le Fonds dans le système monétaire international. Bien que cet organisme ne puisse satisfaire qu'une partie relativement faible de l'ensemble des besoins de financement, il peut inciter les pays emprunteurs à appliquer des politiques qui amélioreront leur solvabilité et faciliteront leur accès à d'autres sources de financement.

L'utilisation des agrégats monétaires

Dans les sections précédentes du Rapport, on a souligné qu'il est important de contrôler le rythme d'expansion monétaire. La présente section traite de quelques-uns des problèmes que pose en pratique cette proposition fondamentale.

Il n'y a pas qu'une seule définition de la masse monétaire. Il existe au Canada toute une gamme d'avoirs financiers liquides, apparentés à divers degrés à la monnaie. Ces avoirs peuvent être groupés sous un large éventail de définitions de la masse monétaire. A une extrémité de cet éventail se trouve la masse monétaire au sens très étroit de l'ensemble de la monnaie et du passif-dépôts de la Banque du Canada, souvent appelé monnaie de banque centrale ou monnaie de base. A l'autre extrémité se trouvent les agrégats au sens large, qui comprennent tous les dépôts dans les banques et les autres institutions financières ainsi que les avoirs du public en titres liquides émis par les gouvernements ou les sociétés non financières.

L'agrégat auquel la Banque du Canada a décidé de consacrer une attention particulière est un agrégat au sens étroit, défini comme l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue du public dans les banques à charte. Cet agrégat, appelé habituellement M1, est une mesure des sommes d'argent que gardent les particuliers et les entreprises en vue d'effectuer des paiements. La Banque a décidé d'utiliser M1 en particulier parce que cet agrégat présente deux caractéristiques importantes. La première tient au rapport relativement stable et systématique qui a été observé entre, d'une part, les hausses et les baisses du taux

d'expansion de la dépense globale dans l'économie et, d'autre part, les taux de croissance des avoirs monétaires compris dans M1. Lorsque la croissance de la dépense globale s'accélère, par suite d'une accélération de l'accroissement du volume des transactions ou des prix, le public a généralement tendance à garder davantage d'argent liquide en prévision des paiements à effectuer, ce qui fait augmenter le taux de croissance de M1. La seconde caractéristique est qu'il est plus aisé d'orienter M1 à l'intérieur d'un sentier donné que les agrégats au sens large. Pour orienter l'évolution de cet agrégat, la Banque a recours à l'influence qu'elle peut exercer sur le niveau des taux d'intérêt à court terme. Par exemple, un relèvement des taux d'intérêt à court terme encourage les détenteurs de monnaie et de dépôts à vue à limiter les soldes qu'ils tiennent dans des comptes non productifs d'intérêt, ce qui ralentit la croissance de M1.

Dans la mise en œuvre de la politique monétaire, la Banque se fixe, depuis 1975, des objectifs de croissance définis en fonction de M1, dans le but de donner plus de poids aux considérations à long terme qu'elle ne le faisait auparavant. Elle a progressivement abaissé les limites de la fourchette-cible de croissance de M1, qui étaient au début de 10 % et 15 %, aux limites actuelles de 4 % et 8 %.

Dans la poursuite de ces objectifs, la Banque n'a pas jugé sage d'attacher une grande importance à l'évolution à court terme de M1, et ce, pour plusieurs raisons.

L'une de ces raisons est que M1 n'est pas uniquement influencé à court terme par

la conjoncture économique et monétaire. Il subit également d'autres influences. Certaines d'entre elles peuvent être facilement identifiées : les grèves des postes, par exemple, entraînent un gonflement passager des comptes de chèques des particuliers; de même, la campagne annuelle de vente d'obligations d'épargne du Canada et le paiement des intérêts sur ces obligations ont, chaque année en novembre, une influence passagère sur M1 à cause des importantes entrées et sorties de fonds aux comptes en banque dont ils s'accommodent. Il arrive souvent aussi que M1 enregistre des fluctuations dont on ne parvient pas à déterminer les causes. Même si ces fluctuations ne sont ni d'une ampleur ni d'une durée considérables, elles peuvent parfois amener M1 à s'écarter de sa tendance fondamentale pendant plusieurs mois.

Il n'est pas évident qu'on ait intérêt à essayer d'adoucir ces fluctuations, puisqu'elles ne reflètent pas de tendances économiques fondamentales. Si l'on essayait toutefois de les adoucir, les taux d'intérêt accuseraient des fluctuations marquées, qui causeraient d'importants problèmes d'ajustement tant pour les emprunteurs que pour les prêteurs.

Une autre raison est que M1 ne traduit pas immédiatement les modifications brusques des forces économiques. Lorsqu'il est possible de prévoir avec quelque certitude les effets des chocs économiques, ainsi que leurs implications pour M1, la Banque réagit à ces chocs immédiatement au lieu d'attendre qu'ils agissent sur M1. Les exemples récents les plus frappants sont les variations brusques enregistrées par le cours du dollar canadien, lesquelles ont été liées tantôt aux fluctuations marquées des taux d'intérêt É.-U., tantôt à d'autres événements. Dans le climat inflationniste que connaît le Canada depuis quelque temps, un recul sensible du dollar canadien ne tarderait pas à entraîner une accélération de la hausse des prix, une augmentation de la dépense nominale et un gonflement des encaisses que le public détient pour financer cette dépense. Dans de tels cas, la Banque réagit immédia-

tement pour atténuer les mouvements potentiellement inflationnistes du cours du dollar au lieu d'attendre qu'une poussée du taux d'inflation induite par la baisse du taux de change amène M1 à franchir la limite supérieure de la bande-cible.

De même, la Banque a contrecarré, à quelques reprises, certaines tendances des taux d'intérêt à court terme à tomber à des niveaux qui semblaient bas par rapport au taux d'inflation. Dans le passé, lorsque les taux d'intérêt à court terme sont restés en dessous du taux d'inflation pendant un certain temps, ils ont stimulé indûment l'emprunt, ce qui a alimenté les opérations spéculatives et contribué à intensifier les pressions inflationnistes.

Les mesures prises par la Banque pour atténuer les baisses excessives du taux de change et des taux d'intérêt ont fait que M1 est quelquefois tombé en dessous de la fourchette-cible et y est resté plus longtemps qu'il ne l'aurait fait autrement. Toutefois, ces déviations par rapport à la cible ont été temporaires, et la Banque croit qu'il était préférable d'agir comme elle l'a fait plutôt que de laisser s'accumuler les pressions inflationnistes avant que la politique monétaire n'intervienne.

L'évolution de M1 a également été modifiée par un certain nombre d'innovations qui se sont produites dans le domaine bancaire, ce qui a encore aggravé les problèmes d'utilisation à court terme de cet agrégat. Ces innovations ont eu pour effet de réduire considérablement au cours des dernières années le niveau moyen de la monnaie et des dépôts à vue que détiennent les entreprises et les particuliers par rapport au montant des paiements qu'ils effectuent.

Tandis que les taux d'intérêt augmentaient, les grosses entreprises ont cherché de plus en plus à réduire au minimum leurs dépôts à vue. En 1976 et en 1977, elles étaient parvenues à réduire considérablement ces dépôts grâce à l'amélioration des services de gestion des encaisses que leur offraient les banques. La Banque du Canada était consciente de ce phénomène, mais il ne lui était pas possible d'évaluer l'ampleur de

l'incidence qu'il aurait sur M1 avant que le processus soit presque achevé et, dans l'intervalle, le taux de croissance de M1 a été un guide moins fiable pour la politique monétaire. Les cibles de croissance de M1 fixées en 1976 et en 1977 ont permis de compenser largement, mais pas entièrement, la baisse de M1.

Une innovation plus récente a été la prolifération, à partir de la fin de 1979, des comptes d'épargne à intérêt quotidien. Ces comptes présentent un attrait particulier pour les excédents temporaires de fonds qui autrement auraient été gardés dans des comptes de chèques personnels non productifs d'intérêt. Par conséquent, ils incitent les particuliers à gérer leurs affaires en maintenant, en moyenne, un solde moindre dans leurs comptes de chèques. Comme les comptes de chèques personnels sont compris dans M1 et que les comptes à intérêt quotidien ne le sont pas, les transferts de fonds des premiers aux seconds entraînent un ralentissement du rythme de croissance de M1. L'actuelle fourchette de croissance de M1, annoncée en février 1981, avait été ajustée à la baisse pour tenir compte de ce ralentissement. En opérant l'ajustement à la baisse, la Banque a choisi, pour mesurer les taux-cibles de croissance de M1, une nouvelle période de base où M1 était inférieur d'un peu moins de un point de pourcentage au point médian de l'ancienne fourchette.

Au cours de l'année dernière, les soldes des comptes d'épargne à intérêt quotidien ont encore considérablement augmenté, et, une fois de plus, une partie de l'augmentation s'est faite aux dépens de la croissance des comptes de chèques personnels. Il faut tenir compte d'une façon ou d'une autre de ce déplacement de fonds lorsque l'on interprète l'évolution récente de M1. Selon les premières estimations, la croissance de M1 se serait ralentie graduellement en 1981, de sorte qu'à la fin de l'année le niveau de M1 a été de quelque 2 % inférieur à ce qu'il aurait été autrement. Au prochain ajustement de la fourchette-cible de M1, la Banque tiendra compte de ce nouveau déplacement de fonds.

De nouvelles pratiques susceptibles d'influencer M1 sont en train d'être adoptées dans le système bancaire, et l'on s'attend généralement à ce qu'elles soient suivies par d'autres. Par exemple, certaines institutions financières offrent maintenant aux particuliers un type de compte de dépôt assorti d'un droit de tirage par chèque et d'un intérêt compétitif, pourvu que le solde maintenu excède un certain minimum. L'existence de ce type de compte pourrait inciter bien des gens à fermer leurs comptes de chèques personnels. De plus, certaines tendances qui se manifestent à l'heure actuelle nous portent à croire que les banques mettront à la disposition des moyennes entreprises les services de gestion des encaisses qu'elles offrent déjà aux grosses sociétés. Il est possible qu'à l'avenir l'utilisation d'un système électronique de transfert des fonds, vers laquelle nous nous acheminons, donne lieu à une modification du rôle des dépôts transférables par chèques. La Banque suit de près l'évolution de ces tendances.

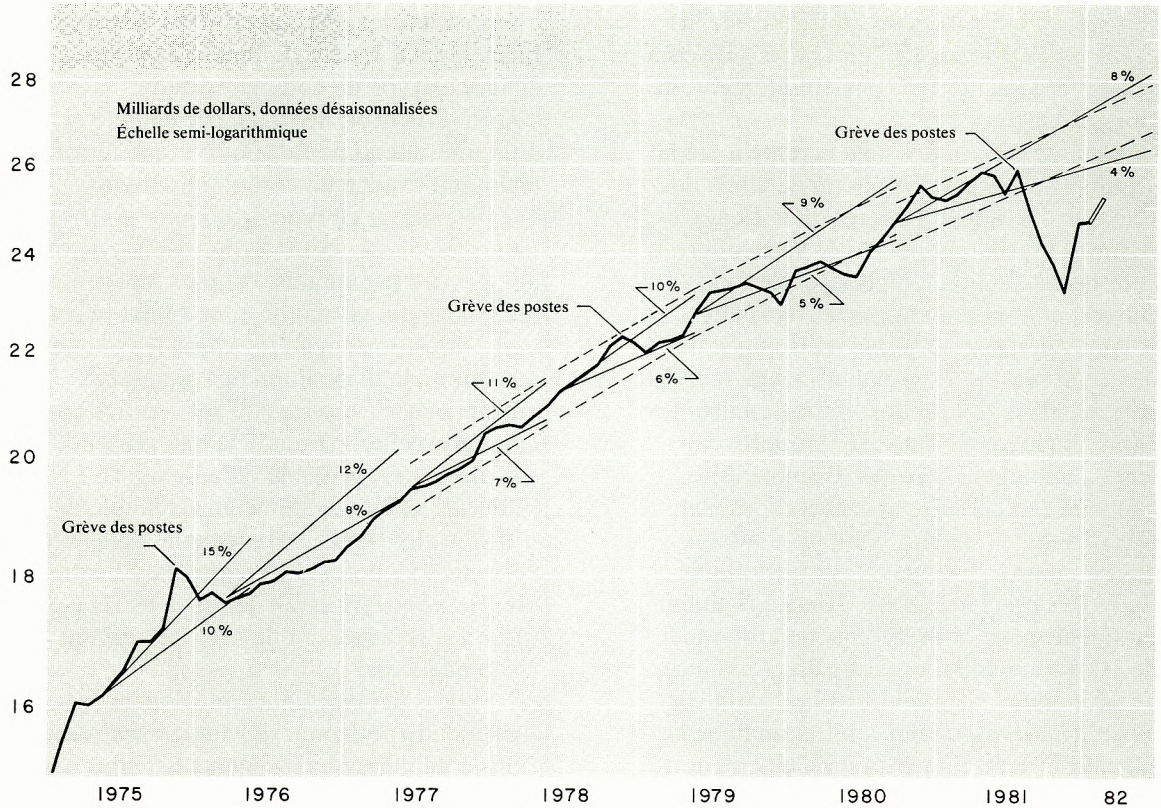
Les déplacements de la quantité souhaitée de dépôts pour des fins de transactions compliquent certainement l'interprétation des mouvements à court terme de M1, car il faut un certain temps pour déterminer les ajustements nécessaires. Néanmoins, la Banque s'attend à ce qu'il soit possible d'identifier les déplacements de fonds et de les prendre suffisamment en considération pour préserver l'utilité de M1 comme guide à plus long terme.

* * *

La chute enregistrée par M1 au second semestre de 1981 soulève quelques épineux problèmes d'interprétation. Après le gonflement temporaire des encaisses de transactions qui s'est produit en juillet à cause de la grève des postes, M1 a fléchi sous l'action combinée d'un ensemble de facteurs. D'abord, la hausse des taux d'intérêt à court terme, qui a débuté en mai pour culminer au début d'août, a exercé de fortes pressions à la baisse. Puis, à l'automne, la décélération de la dépense a

Masse monétaire et fourchettes de croissance visées

Monnaie et dépôts à vue (M1)



renforcé cette tendance. Enfin, il convient de mentionner le processus de transfert de fonds des comptes de chèques non productifs d'intérêt aux comptes d'épargne à intérêt quotidien. Ces déplacements de fonds se sont accentués en fait au second semestre de l'année, sous l'impulsion des niveaux élevés des taux d'intérêt. Le recul des taux d'intérêt survenu à partir du mois d'août a produit par la suite l'effet contraire sur M1. Ainsi, M1 a déjà amorcé une certaine reprise, mais il faudra encore quelques mois avant que cette évolution des taux d'intérêt produise pleinement ses effets. Il reste que les mouvements de M1 au cours des quelques derniers mois ont eu une ampleur telle qu'ils ne peuvent être expliqués par les variations de la dépense totale et des taux

d'intérêt, même si l'on fait abstraction des déplacements de fonds vers les comptes d'épargne à intérêt quotidien.

La Banque cherche maintenant à déterminer s'il n'y a pas un problème d'ordre statistique dans le calcul de M1. Le calcul des sommes d'argent détenues par le public dans des dépôts à vue se trouve compliqué par la nécessité d'éliminer les doubles emplois causés par les chèques qui sont déposés aux comptes des bénéficiaires et dont le montant continue de figurer au crédit des comptes des émetteurs durant le processus de compensation dans le système bancaire. Par conséquent, pour calculer M1, il faut déduire du montant brut des dépôts à vue déclaré par les banques la valeur des chèques et instruments de paiement en

cours de compensation. Les estimations* du montant des effets en cours de compensation ont fait récemment l'objet d'importantes révisions, car les données déclarées par les banques contenaient un certain nombre d'erreurs imputables à des modifications découlant de la nouvelle Loi sur les banques. Parmi ces modifications, mentionnons l'achat par les banques des titres détenus par les actionnaires minoritaires dans leurs filiales et la consolidation des données des banques-mères et de leurs filiales en vertu du nouveau système de relevés statistiques des banques.

Dans ces circonstances, la Banque n'est pas portée, pour le moment, à tirer du récent profil de croissance de M1 de conclusions sur la conjoncture monétaire, à moins qu'elles puissent être confirmées par d'autres indicateurs économiques et financiers.

La Banque a étudié la possibilité d'utiliser des agrégats monétaires au sens

*Comme il est impossible de calculer directement le montant des chèques en cours de compensation utilisé chaque semaine dans l'établissement des statistiques de la masse monétaire, on obtient un montant estimatif en faisant la différence entre le passif des banques (capital compris) et les avoirs déclarés. Aussi, toute erreur contenue dans l'un ou l'autre des postes du bilan se répercute-t-elle sur le montant estimatif des chèques en compensation.

large comme guides de sa politique monétaire, mais elle est d'avis que ces agrégats ne présentent, du moins jusqu'à maintenant, aucun avantage marqué sur M1. Les agrégats monétaires au sens beaucoup plus large ont été encore plus influencés que M1 par des déplacements de fonds, de sorte que tout objectif de croissance déterminé en fonction de ces agrégats devrait probablement être ajusté encore plus souvent que ce n'est le cas à l'heure actuelle. De plus, il apparaît, à la lumière de l'expérience, que les périodes pendant lesquelles il subsisterait des doutes sur la façon d'interpréter ces agrégats par rapport aux cibles seraient encore plus longues.

Jusqu'à maintenant, l'expérience confirme la Banque dans son opinion qu'il n'était pas justifié de se fier uniquement aux agrégats pour déterminer le degré approprié d'expansion monétaire. La Banque continue toutefois de croire que M1 est particulièrement utile comme clignotant qui signale les erreurs susceptibles de s'accumuler sur longue période. Fondamentalement, c'est la tenue de l'économie qui intéresse la Banque, celle-ci continue de tenir compte d'un large éventail de considérations économiques et financières dans la mise en œuvre de sa politique monétaire.

La modification de la législation bancaire

Le 1^{er} décembre 1980, le Parlement canadien apportait d'importantes modifications à la législation bancaire du pays. Ces modifications visaient à stimuler la concurrence au sein du système financier et à accorder, dans un certain nombre de domaines, un traitement plus équitable aux institutions financières.

L'une des révisions apportées à la Loi a été l'adoption d'une disposition autorisant les banques étrangères à établir des filiales au Canada. Jusque-là, un grand nombre de banques étrangères avaient au Canada des sociétés financières affiliées, dont le fonctionnement était régi habituellement par des lois provinciales. Ces sociétés concurrençaient les banques canadiennes dans le domaine des prêts commerciaux et des services connexes sans être pour autant régies par la législation bancaire canadienne. En vertu de la nouvelle législation, les banques étrangères ont les mêmes pouvoirs que les banques canadiennes et sont soumises aux mêmes restrictions que ces dernières, mais elles sont sujettes à un certain nombre de limitations additionnelles. Par le biais des restrictions apportées au capital autorisé des banques étrangères et à la proportion des engagements de ces institutions par rapport à leurs fonds propres, les prêts intérieurs de l'ensemble de ces institutions ne pourront pas dépasser 8 % du total de l'actif national du système bancaire canadien. De plus, une banque étrangère ne sera

autorisée à ouvrir une filiale au Canada que si elle a le potentiel nécessaire pour contribuer à stimuler la concurrence au sein du système bancaire canadien et que si le pays d'origine de cette banque offre aux banques canadiennes au moins les mêmes possibilités d'y exercer leurs activités. Actuellement, 47 banques étrangères venues de 13 pays ont reçu le statut de banques à charte au Canada. Ces banques ont concentré leurs opérations dans le domaine du financement aux entreprises commerciales.

La nouvelle Loi a aussi légèrement accru les pouvoirs des banques dans le domaine du crédit. Ainsi, les banques sont désormais expressément autorisées à effectuer certains types d'opérations de crédit-bail et des opérations d'affacturage par l'intermédiaire de leurs filiales.

Depuis le début du siècle, la Loi sur l'Association des banquiers canadiens a confié aux banques à charte le soin de gérer le système de compensation et de règlement des chèques et des autres effets de paiement qui circulent dans le système financier du pays. En vertu de la Loi sur l'Association canadienne des paiements, organisme nouvellement créé, les établissements parabancaires qui acceptent des dépôts transférables peuvent maintenant participer, en qualité de membres de l'Association canadienne des paiements, au fonctionnement et à l'amélioration du système national de compensation et de règlement. Des progrès

substantiels ont été accomplis dans l'élaboration des règlements devant régir le fonctionnement de l'Association, et l'on s'attend à ce que celle-ci prenne en main le système de compensation au cours de l'année 1982. L'Association aura aussi pour mission de planifier l'évolution du système national de paiements en s'inspirant d'un modèle qui ferait un usage de plus en plus poussé des méthodes électroniques de transfert de fonds.

La nouvelle législation bancaire n'a pas modifié les pouvoirs qu'a la Banque du Canada de mettre en œuvre la politique monétaire, mais elle a apporté quelques modifications au chapitre des relations existant entre la Banque du Canada et les institutions de dépôt. La nouvelle Loi sur les banques a réduit le coefficient des réserves primaires que les banques doivent détenir*. De plus, chaque banque peut maintenant, avec l'assentiment de la Banque du Canada, tenir ses réserves, non plus à cette institution, mais dans une autre banque à charte. Dans ce cas, la banque dépositaire doit accroître suffisamment ses réserves à la Banque du Canada pour satisfaire les exigences auxquelles doit se conformer toute banque au

* Le processus de réduction des coefficients des réserves primaires a été entamé le 1^{er} février 1981 et s'échelonnait sur une période de 3 ans et demi. Le coefficient des réserves applicable aux dépôts à vue en dollars canadiens est en train de passer de 12 à 10 %. En ce qui concerne les dépôts à terme ou à préavis, le coefficient des réserves est en train d'être abaissé à 2 %, et la différence positive entre le passif-dépôts à préavis et 500 millions de dollars est assujettie en outre à un coefficient de 1 %; ces deux coefficients remplacent celui de 4 % qui s'appliquait auparavant à l'ensemble des dépôts à terme et à préavis. De plus, la Loi sur les banques assujettit pour la première fois à un coefficient de réserve de 3 % les dépôts en devises étrangères comptabilisés au Canada au nom de résidents canadiens.

nom de laquelle elle détient un compte de réserves. La plupart des banques étrangères ont été autorisées à tenir leurs réserves de cette façon. Quelle que soit la décision que prend une banque à charte au sujet de son compte de réserves, elle a accès aux lignes de crédit ouvertes par la Banque du Canada.

La Banque du Canada est également disposée à ouvrir une ligne de crédit au nom de chaque institution parabancaire membre de l'Association canadienne des paiements, qui participe directement à la compensation journalière des effets de paiement et maintient à cette fin un compte de dépôt chez elle. Toutefois, il semble que la plupart des membres de l'Association canadienne des paiements continueront à se faire représenter aux opérations de compensation et de règlement par un autre membre au lieu d'y participer directement.

La nouvelle législation bancaire a également institué un nouveau système de relevés statistiques qui est entré en vigueur le 1^{er} novembre 1981, date à laquelle a commencé le premier exercice financier complet des banques depuis la révision de la Loi. La principale modification apportée au système de relevés des banques réside dans l'obligation imposée à ces dernières de consolider maintenant leurs bilans avec ceux des filiales dans lesquelles elles possèdent une participation majoritaire. Cette mesure touche principalement les filiales bancaires spécialisées dans le prêt hypothécaire. Puisque ces établissements n'acceptent pas de dépôts à vue, l'agrégat monétaire au sens étroit M1 n'a pas été influencé par la consolidation de ces données. Toutefois, les agrégats au sens large se sont accrus du montant des dépôts tenus dans les filiales consolidées.

La gestion de la dette publique

En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada a effectué en 1981, dans le cadre de la gestion de la dette publique, des opérations de financement qui ont entraîné une augmentation de 12,4 milliards de dollars de l'encours, à la valeur nominale, des titres du gouvernement libellés en dollars canadiens. Les fonds provenant de ces opérations ont servi à financer les besoins intérieurs de trésorerie du gouvernement et à augmenter de 3,4 milliards de dollars ses dépôts en dollars canadiens.

Près des deux tiers de l'accroissement de la dette publique s'expliquent par l'augmentation de l'encours des obligations d'épargne du Canada. Le reste de cet accroissement, dont la majeure partie a été enregistrée durant le premier semestre de l'année, est attribuable à des émissions d'obligations négociables. L'encours des bons du Trésor n'a pas varié sur l'ensemble de l'année.

Les circonstances qui ont entouré les opérations de gestion de la dette ont été assez différentes au cours des neuf premiers mois de 1981 de celles des derniers mois de l'année. De janvier au début de l'automne, le gouvernement s'est procuré environ 4,5 milliards de dollars d'argent frais en émettant des obligations négociables pour des montants supérieurs aux montants échus et environ 2 milliards en augmentant le montant des bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à 1 an offerts à l'occasion des adjudications régulières. C'est dans un climat difficile, marqué par des hausses irrégulières

des taux d'intérêt et souvent par une instabilité des marchés financiers, que le gouvernement a réduit le volume des offres publiques d'obligations à long terme et qu'il a accordé, dans son programme de financement, une place plus grande aux obligations à moyen terme que le détenteur peut échanger contre des titres à échéance plus éloignée. (On trouvera au Tableau IV de l'Annexe les renseignements relatifs aux obligations négociables émises en 1981.) A la fin de l'été et au début de l'automne, le gouvernement a légèrement réduit le montant des émissions d'obligations négociables et de bons du Trésor, car ses dépôts en dollars canadiens avaient atteint un niveau relativement élevé par suite des gros achats de dollars canadiens effectués sur le marché des changes durant la seconde quinzaine de juillet et le début d'août. La remontée des taux d'intérêt de janvier à août a provoqué des remboursements de plus de 3 milliards de dollars d'obligations d'épargne du Canada au cours de cette période ainsi que trois relèvements du taux qui serait versé, pour la période se terminant le 1^{er} novembre 1981, sur l'ensemble des obligations d'épargne détenues par le public. Ce taux est passé de 11½ à 13¾ % le 1^{er} avril, puis à 16¼ % le 1^{er} juin et enfin à 18½ % le 1^{er} août. Ces relèvements successifs ont porté à 14,41 % le taux de rendement des obligations d'épargne pour l'année se terminant le 31 octobre 1981.

Les opérations de gestion de la dette publique durant les trois derniers mois de l'année ont été fortement influencées par la

campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada et par ses retombées. Le gouvernement a annoncé le 11 septembre les modalités de l'émission 1981-1982. Compte tenu des niveaux des taux d'intérêt offerts à ce moment-là sur les autres instruments comparables, le taux des obligations d'épargne a été fixé à 19½ % pour l'année commençant le 1^{er} novembre 1981. Un minimum de 10½ % a été établi pour chacune des six années restantes. Le gouvernement a également annoncé à la même occasion que le taux de 19½ % fixé pour l'année commençant le 1^{er} novembre 1981 s'appliquerait à toutes les émissions en cours.

A la lumière du mouvement à la baisse que les taux d'intérêt ont enregistré de la fin de septembre jusqu'en novembre, la nouvelle émission d'obligations d'épargne du Canada, qui était assortie d'un taux de 19½ % pour la première année, a été considérée comme très attrayante durant la partie principale de la campagne, qui va de la fin d'octobre au début de novembre. Le gouvernement a mis fin à la vente des obligations le plus tôt qu'il le pouvait, soit le 6 novembre. La campagne s'est soldée par des ventes brutes de 12,8 milliards de dollars, ce qui a entraîné une très forte augmentation des dépôts en dollars canadiens du gouvernement. Ces dépôts ont en effet atteint un sommet d'environ 12 milliards de dollars au cours de la troisième semaine de novembre. Compte tenu de cette amélioration de sa situation de trésorerie, le gouvernement a remboursé à même son encaisse - plutôt que de la refinancer - la seule émission d'obligations négociables qui arrivait à échéance au cours du dernier trimestre de l'année, soit l'émission de 300 millions de dollars échue le 15 décembre. En outre, le gouvernement a réduit l'encours des bons du Trésor de la mi-octobre à la fin de l'année, en diminuant chaque semaine les montants offerts aux adjudications. L'encours des bons du Trésor offerts a diminué de plus de 2 milliards de dollars au cours de cette période de deux mois et demi, de sorte que l'augmentation du début de l'année a été complètement absorbée.

Cette diminution du montant des bons du Trésor offerts, et par conséquent de l'encours de ces titres, a permis à la Banque du Canada d'annoncer le 20 novembre une réduction du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, qui est ainsi passé de 5 à 4 % en décembre. Comme ces réserves sont surtout constituées de bons du Trésor du gouvernement canadien, cette mesure a facilité l'ajustement des marchés financiers à la diminution de l'encours des bons, du fait qu'elle permettait aux banques de disposer d'une partie des bons qu'elles devaient garder à titre de réserves secondaires.

Le tableau ci-dessous présente un résumé des variations enregistrées en 1981 par l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement et par leur ventilation par détenteur. L'augmentation de la dette globale s'est traduite en grande partie par une augmentation des titres détenus par le public.

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1981

En milliards de dollars (valeur nominale)

Bons du Trésor	0,0
Obligations d'épargne du Canada .	+ 8,1
Obligations négociables	+ 4,3
	<u>+ 12,4</u>
Ventilation par détenteur :	
Banque du Canada	
Bons du Trésor	0,0
Obligations négociables	+ 1,1
	+ 1,1
Banques à charte	
Bons du Trésor	+ 1,1
Obligations négociables	- 0,9
	+ 0,2
Comptes du gouvernement	
Bons du Trésor	0,0
Obligations négociables	+ 0,1
	+ 0,1
Public	
Obligations d'épargne du Canada .	+ 8,1
Bons du Trésor	- 1,1
Obligations négociables	+ 4,0
	<u>+ 11,0</u>

A la fin de l'année 1981, les obligations d'épargne du Canada représentaient 28 % de l'ensemble de la dette intérieure du gouvernement, contre 22 % l'année précédente. Cette proportion est toutefois à peu près la même qu'à la fin de 1979. La part des obligations négociables dans la dette publique intérieure est passée de 51 à 49 % et celle des bons du Trésor, de 27 à 23 %.

En plus de participer aux opérations de financement effectuées au Canada en 1981, la Banque du Canada a prêté son concours au gouvernement à l'occasion d'activités liées au financement étranger. Le seul emprunt obligataire placé à l'étranger pendant l'année a été celui de 300 millions de dollars É.-U. qui a été conclu à titre privé avec l'Agence monétaire de l'Arabie Saoudite. Les modalités de cet emprunt daté du 3 novembre ont été fixées à la mi-septembre; elles comportent un taux de 16¼ %, mis sur base semestrielle, et une échéance de 5 ans. Durant l'année 1981, des améliorations considérables ont été apportées aux modalités des deux lignes de crédit à moyen terme en dollars É.-U. que le gouvernement avait négociées avec des consortiums de banques en 1977 et en 1978. En juin, le gouvernement a annoncé que les banques à charte canadiennes venaient de remplacer son ancienne ligne de crédit par

une nouvelle d'une durée de 8 ans et d'un montant de 3,5 milliards de dollars É.-U. Le plafond de la ligne de crédit a été ainsi relevé de 1 milliard de dollars É.-U., et le terme à court prolongé de 3 ans et demi. En octobre, le gouvernement a annoncé des modifications de l'entente en vertu de laquelle un consortium de banques étrangères lui avait accordé une ligne de crédit de 3 milliards de dollars É.-U. La durée de l'entente a été prolongée de 2 ans, et le gouvernement a maintenant la possibilité d'emprunter à des taux basés soit sur le taux préférentiel des prêts bancaires aux États-Unis soit sur le taux interbancaire de Londres (LIBOR). Les nouvelles modalités des deux lignes de crédit prévoient une diminution des commissions et des marges que le gouvernement doit verser en sus du taux débiteur de base.

Au début de 1982, le gouvernement a annoncé le placement, à titre privé, d'un emprunt de 400 millions de francs suisses. Cet emprunt a donné lieu à l'émission de billets à cinq ans, munis de coupons annuels de 7¼ %. Le produit de cette opération effectuée sur le marché suisse sera affecté au remboursement d'un emprunt bancaire de 700 millions de francs suisses que le gouvernement avait négocié au début de 1979 et qui vient à échéance le 8 mars 1982.

Tableaux en annexe

ANNEXE TABLEAU I

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Titres de la 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
1981								
Janvier	- 920	-221	- 39	+180	-1 077	+ 17	+ 65	- 5
Février	- 113	+109	-	+ 36	- 15	-171	+208	+ 10
Mars	+ 338	+669	-	-166	+ 112	+460	+271	- 2
Avril	+ 326	-669	- 44	-446	+ 150	-379	-592	- 12
Mai	+ 38	-101	-	+575	+ 223	+ 99	+167	+ 23
Juin	+ 878	- 5	-	-582	+ 335	- 64	+ 2	+ 18
Juillet	+ 148	+ 6	- 40	+569	+ 48	-303	+960	- 22
Août	+ 154	+ 8	-	-954	- 99	+186	-875	- 4
Septembre	- 922	+483	-	+406	+ 9	+205	-256	+ 9
Octobre	+ 16	-490	- 48	+362	- 123	-110	+ 41	+ 32
Novembre	+ 598	- 1	-	+ 46	+ 2	+535	+ 6	+100
Décembre	+ 579	+ 2	-	+ 3	+ 963	-663	+328	- 44
Total	<u>+1 120</u>	<u>-210</u>	<u>-171</u>	<u>+ 29</u>	<u>+ 528</u>	<u>-188</u>	<u>+325</u>	<u>+103</u>
1982								
Janvier	- 904	+ 3	-	+210	-1 075	+796	-336	- 76

ANNEXE TABLEAU II

Réserves-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Montant minimum requis: Total	Moyenne des avoirs en pièces de monnaie et 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
1981						
Janvier	1-15	7 041	1 555	5 486	5 519	10
	16-31				5 540	11
Février	1-15	7 092	1 819	5 273	5 357	10
	16-28				5 325	10
Mars	1-15	7 111	1 681	5 431	5 463	10
	16-31				5 468	12
Avril	1-15	6 981	1 667	5 315	5 340	11
	16-30				5 376	10
Mai	1-15	7 100	1 664	5 436	5 495	11
	16-31				5 493	9
Juin	1-15	7 011	1 718	5 293	5 347	11
	16-30				5 395	11
Juillet	1-15	7 032	1 807	5 225	5 326	10
	16-31				5 308	12
Août	1-15	7 081	1 766	5 315	5 416	10
	16-31				5 425	11
Septembre	1-15	7 240	1 807	5 433	5 503	10
	16-30				5 526	11
Octobre	1-15	7 145	1 833	5 312	5 365	10
	16-31				5 418	11
Novembre	1-15	7 072	1 837	5 235	5 288	9
	16-30				5 286	11
Décembre	1-15	7 066	1 825	5 241	5 332	11
	16-31				5 349	10
1982						
Janvier	1-15	7 816	1 852	5 964	6 035	10
	16-31				6 000	10
Février	1-15	7 667	2 084	5 583	5 661	11

⁽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 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
329	0,025	2	9	31,1	154,7
602	0,042	2	10	13,6	192,5
843	0,061	-	6	-	97,7
519	0,038	2	6	18,4	83,7
326	0,022	-	9	-	178,5
445	0,025	4	11	34,2	198,5
279	0,018	3	10	2,6	187,6
617	0,043	2	8	9,1	116,2
650	0,042	3	7	29,9	150,9
508	0,040	1	6	20,6	162,2
593	0,038	2	6	13,6	131,9
1 123	0,071	1	8	5,0	150,7
1 018	0,071	2	7	6,7	137,1
996	0,058	-	10	-	158,3
1 008	0,069	1	6	0,9	74,6
1 203	0,075	-	9	-	167,5
707	0,047	1	6	10,2	104,7
1 031	0,063	1	6	3,3	91,8
533	0,035	1	7	18,1	118,6
1 163	0,070	1	9	0,9	158,6
477	0,036	1	8	14,4	225,9
563	0,035	3	11	59,0	241,0
998	0,061	1	10	0,3	195,6
1 081	0,072	1	7	3,8	140,3
705	0,045	-	5	-	83,5
358	0,023	2	6	6,1	58,6
853	0,050	1	9	1,3	122,2

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			
1981								
Janvier	- 1 049,0	-	-	-	-	-	- 1 049,0	- 92,9
Février	+ 20,0	-	-	-	-	-	+ 20,0	- 27,6
Mars	- 144,0	-	-	-	-	-	- 144,0	+ 153,7
Avril	+ 149,0	-	-	-	-	-	+ 149,0	- 106,7
Mai	- 242,7	-	-	-	-	-	- 242,7	- 47,0
Juin	-	-	-	-	-	-	-	-
Juillet	+ 108,1	-	-	-	-	-	+ 108,1	-
Août	+ 101,0	-	-	-	-	-	+ 101,0	+ 230,5
Septembre	- 463,5	-	-	-	-	-	- 463,5	- 230,5
Octobre	- 145,0	-	-	-	-	-	- 145,0	-
Novembre	+ 392,0	-	-	-	-	-	+ 392,0	+ 238,8
Décembre	+ 802,5	-	-	-	-	-	+ 802,5	- 238,8
Total	<u>- 471,6</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>- 471,6</u>	<u>- 120,5</u>
1982								
Janvier	- 105,0	-	-	-	-	-	- 105,0	-

* 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			Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations	Bons	Obligations	Acceptations bancaires	
+ 367,6	-	- 171,6	- 0,5	-939,9	- 6,5	-	- 946,4
- 146,1	+ 155,4	- 104,5	- 1,0	-258,2	+ 154,4	-	- 103,8
+ 46,1	+ 450,0	- 198,8	+ 0,7	-159,0	+ 466,7	-	+ 307,7
+ 469,8	- 61,1	- 105,4	-	+416,7	- 71,1	-	+ 345,6
+ 416,8	+ 150,0	- 191,7	- 8,8	- 58,6	+ 135,2	-	+ 76,6
+1 015,4	+ 45,9	- 189,8	- 0,7	+825,6	+ 45,2	-	+ 870,8
+ 193,2	+ 300,3	- 442,9	- 0,7	-141,6	+ 299,6	-	+ 158,0
+ 148,7	-	- 340,6	- 0,2	+137,6	+ 1,8	-	+ 139,4
+ 154,7	-	- 405,7	+ 0,6	-943,0	- 1,4	-	- 944,4
+ 384,0	+ 150,0	- 338,8	- 0,2	- 99,8	+ 149,8	-	+ 50,0
+ 145,0	-	- 141,9	-32,3	+632,2	- 30,6	-	+ 601,6
+ 248,9	- 13,6	- 229,1	-	+585,2	- 15,3	-	+ 569,9
<u>+3 444,1</u>	<u>+1 176,9</u>	<u>-2 860,8</u>	<u>-43,1</u>	<u>- 2,8</u>	<u>+1 127,8</u>	<u>-</u>	<u>+1 125,0</u>
- 674,7	-	- 144,6	+ 1,8	-924,3	+ 1,8	-	- 922,5

ANNEXE TABLEAU IV

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

Date en 1981	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.	8½ % 1 ^{er} févr. 1981				475 ⁽¹⁾
	4 % 1 ^{er} févr. 1981				300 ⁽²⁾
	12¾ % 15 déc. 1983	2 ans et 10½ mois	12,95	275	
	12½ % 1 ^{er} févr. 1986	5 ans	12,64	725 ⁽³⁾	
	13 % 1 ^{er} mai 2001	20 ans et 3 mois	13,24	500 ⁽⁴⁾	
				<u>1 500</u>	
1 ^{er} mars	13¾ % 1 ^{er} août 1984	3 ans et 5 mois	13,75	450 ⁽⁵⁾	
	13¾ % 15 mars 2000	19 ans et ½ mois	13,86	250 ⁽⁶⁾	
				<u>700</u>	
31 mars	13¼ % 1 ^{er} févr. 1985	3 ans et 10 mois	13,32	600 ⁽⁷⁾	
	13¾ % 15 mars 2000	18 ans et 11½ mois	13,82	250 ⁽⁸⁾	
				<u>850</u>	
1 ^{er} avril	8¼ % 1 ^{er} avril 1981				100 ⁽⁹⁾
					81 ⁽¹⁰⁾
9 avril					41 ⁽¹¹⁾
1 ^{er} mai	14½ % 1 ^{er} mai 1986	5 ans	14,79	500 ⁽¹²⁾	
1 ^{er} juin	8¾ % 1 ^{er} juin 1981				1 000 ⁽¹³⁾
	16¼ % 1 ^{er} avril 1984	2 ans et 10 mois	16,49	400	
	15¼ % 1 ^{er} juin 1986	5 ans	15,77	550 ⁽¹⁴⁾	
	15¾ % 1 ^{er} févr. 2001	19 ans et 8 mois	16,08	250	
				<u>1 200</u>	
1 ^{er} juill.	16 % 15 oct. 1983	2 ans et 3½ mois	15,85	75	
	14¾ % 1 ^{er} juill. 1986	5 ans	14,75	450 ⁽¹⁵⁾	
	15 % 1 ^{er} juill. 2000	19 ans	15,08	175	
				<u>700</u>	
31 juill.	16¼ % 1 ^{er} avril 1984	2 ans et 8 mois	16,50	175 ⁽¹⁶⁾	
	15¼ % 1 ^{er} juin 1986	4 ans et 10 mois	15,76	350 ⁽¹⁷⁾	
	15¾ % 1 ^{er} févr. 2001	19 ans et 6 mois	16,04	175 ⁽¹⁸⁾	
				<u>700</u>	
1 ^{er} août	7¼ % 1 ^{er} août 1981				1 ⁽¹⁹⁾
15 oct.	18¾ % 15 oct. 1983	2 ans	19,00	100	
	18 % 1 ^{er} oct. 1986	4 ans et 11½ mois	18,23	400 ⁽²⁰⁾	
				<u>500</u>	

(Suite)

Date en 1981	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	
				Livraisons	Remboursements
15 déc.	8½ % 15 déc. 1981				300 ⁽²¹⁾
31 déc.					6 ⁽²²⁾
	Ensemble des obligations			6 650	2 304
	Ensemble des bons du Trésor*			<u>61 165</u>	<u>61 200</u>
Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement					
15 avril					1 ⁽²³⁾
15 oct.					1 ⁽²³⁾
3 nov.	300 millions de dollars É.-U. 16¼ % 3 nov. 1986	5 ans		359	
	Ensemble des obligations			<u>359</u>	<u>2</u>

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

⁽¹⁾ Échéance d'obligations 8½ % émises les 1^{er} févr. 1976 et 1^{er} oct. 1976.

⁽²⁾ Échéance d'obligations 4 % émises le 1^{er} févr. 1958, par la Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada.

⁽³⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} nov. 1985 en obligations 12½ % échéance 1^{er} févr. 1991; l'exercice de ce droit porte à environ 12,59 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} févr. 1981 à l'échéance en 1991.

⁽⁴⁾ En plus des 825 millions de dollars d'obligations 13 % 1^{er} mai 2001 déjà en circulation.

⁽⁵⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} mai 1984 en obligations 13¾ % échéance 1^{er} août 1989; l'exercice de ce droit porte à environ 13,75 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} mars 1981 à l'échéance en 1989.

⁽⁶⁾ En plus des 250 millions de dollars d'obligations 13¾ % 15 mars 2000 déjà en circulation.

⁽⁷⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} nov. 1984 en obligations 13¼ % échéance 1^{er} févr. 1990; l'exercice de ce droit porte à environ 13,29 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 31 mars 1981 à l'échéance en 1990.

⁽⁸⁾ En plus des 500 millions de dollars d'obligations 13¾ % 15 mars 2000 déjà en circulation.

⁽⁹⁾ Échéance d'obligations 8¼ % émises le 1^{er} avril 1978.

⁽¹⁰⁾ Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat: 14,6 millions de dollars d'obligations 9½ % 15 juin 1994; 12,8 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 12,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 mai 1997; 7,2 millions de dollars d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 6,2 millions de dollars d'obligations 9¾ % 15 déc. 2000; 16,2 millions de dollars d'obligations 9½ % 1^{er} oct. 2001; 3,0 millions de dollars d'obligations 8¾ % 1^{er} févr. 2002 et 9,0 millions de dollars d'obligations 9½ % 1^{er} oct. 2003.

⁽¹¹⁾ Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat: 7,3 millions de dollars d'obligations 9½ % 15 juin 1994; 6,4 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 6,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 mai 1997; 3,6 millions de dollars d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 3,1 millions de dollars d'obligations 9¾ % 15 déc. 2000; 8,1 millions de dollars d'obligations 9½ % 1^{er} oct. 2001; 1,5 million de dollars d'obligations 8¾ % 1^{er} févr. 2002 et 4,5 millions de dollars d'obligations 9½ % 1^{er} oct. 2003.

⁽¹²⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 31 janv. 1986 en obligations 14½ % échéance 1^{er} mai 1991; l'exercice de ce droit porte à environ 14,69 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} mai 1981 à l'échéance en 1991.

(Suite)

- ⁽¹³⁾ Échéance d'obligations 8¾ % émises les 1^{er} juin 1976, 1^{er} août 1976, 15 mai 1978, 1^{er} juill. 1978, 15 août 1978 et 1^{er} oct. 1978.
- ⁽¹⁴⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 28 févr. 1986 en obligations 15¼ % échéance 1^{er} juin 1993; l'exercice de ce droit porte à environ 15,58 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} juin 1981 à l'échéance en 1993.
- ⁽¹⁵⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} avril 1986 en obligations 14¾ % échéance 1^{er} juill. 1993; l'exercice de ce droit porte à environ 14,75 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} juill. 1981 à l'échéance en 1993.
- ⁽¹⁶⁾ En plus des 400 millions de dollars d'obligations 16¼ % 1^{er} avril 1984 déjà en circulation.
- ⁽¹⁷⁾ En plus des 550 millions de dollars d'obligations 15¼ % 1^{er} juin 1986 déjà en circulation. Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 28 févr. 1986 en obligations 15¼ % échéance 1^{er} juin 1993; l'exercice de ce droit porte à environ 15,57 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 31 juill. 1981 à l'échéance en 1993.
- ⁽¹⁸⁾ En plus des 250 millions de dollars d'obligations 15¾ % 1^{er} févr. 2001 déjà en circulation.
- ⁽¹⁹⁾ Échéance d'obligations 7¼ % émises le 1^{er} août 1976.
- ⁽²⁰⁾ Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 30 juin 1986 en obligations 18 % échéance 1^{er} oct. 1991; l'exercice de ce droit porte à environ 18,16 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 15 oct. 1981 à l'échéance en 1991.
- ⁽²¹⁾ Échéance d'obligations 8½ % émises le 1^{er} déc. 1976.
- ⁽²²⁾ Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.
- ⁽²³⁾ Rachat partiel à la valeur nominale des obligations en dollars É.-U. 5 % 15 oct. 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.

BANQUE DU CANADA État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1981
(avec chiffres comparatifs pour 1980)

	<u>1981</u>	<u>1980</u>
	(en milliers de dollars)	
REVENUS		
Revenus de placements et autres revenus après déduction des intérêts de \$6 399 (\$5 849 en 1980) payés sur les dépôts ...	<u>\$1 945 575</u>	<u>\$1 541 892</u>
DÉPENSES		
Traitements (incluant les heures supplémentaires) ⁽¹⁾	\$ 35 837	\$ 31 733
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽¹⁾	5 208	4 954
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 402	1 318
Honoraires des administrateurs	83	49
Honoraires et frais des vérificateurs	259	231
Impôts municipaux et taxes d'affaires	5 618	4 932
Coût des billets de banque	21 318	19 611
Informatique	4 315	3 491
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾ ...	7 431	6 542
Impression des publications	542	453
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 238	1 275
Postes et messageries	849	866
Télécommunications	1 144	983
Déplacements et mutations	1 464	1 080
Autres dépenses	<u>668</u>	<u>748</u>
	87 376	78 266
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>5 020</u>	<u>4 824</u>
	92 396	83 090
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	<u><u>1 853 179</u></u>	<u><u>1 458 802</u></u>
	<u><u>\$1 945 575</u></u>	<u><u>\$1 541 892</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-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 1 955 en 1981 comparé à 1 956 en 1980, mais il s'est produit au cours de la période, dans la composition du personnel, une modification importante au bénéfice des catégories où le niveau des compétences est plus élevé.

⁽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 bâtiments (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus. La classification de certaines dépenses de l'exercice 1980 a été modifiée pour se conformer à la présentation adoptée pour 1981.

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1981
(avec chiffres comparatifs pour 1980)

ACTIF	1981	1980
	(en milliers de dollars)	
Dépôts payables en devises étrangères:		
Devises américaines	\$ 165 605	\$ 278 625
Autres devises	6 562	5 672
	<u>172 167</u>	<u>284 297</u>
Avances aux membres		
de l'Association canadienne des paiements	38 000	16 000
Placements, à leurs valeurs amorties:		
Bons du Trésor du Canada	5 245 872	5 252 434
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	4 185 217	3 892 522
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	7 483 569	6 648 736
Obligations et débetures émises par la Banque d'expansion industrielle		170 612
Autres placements	2 633	225 340
	<u>16 917 291</u>	<u>16 189 644</u>
Immeubles de la Banque:		
Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant, moins l'amortissement accumulé	78 993	76 655
Chèques tirés sur d'autres banques	<u>1 627 744</u>	<u>488 552</u>
Intérêts courus sur placements	<u>315 285</u>	<u>253 205</u>
Autres éléments d'actif	<u>4 457</u>	<u>4 870</u>
	<u>\$19 153 937</u>	<u>\$17 313 223</u>

PASSIF	1981	1980
	(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5 000	\$ 5 000
Fonds de réserve	25 000	25 000
Billets en circulation	11 635 604	11 108 020
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	384 194	58 701
Banques à charte	5 278 349	5 466 282
Autres dépôts	189 861	85 935
	<u>5 852 404</u>	<u>5 610 918</u>
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	51 700	177 647
Autres	236	239
	<u>51 936</u>	<u>177 886</u>
Chèques de la Banque du Canada non compensés	<u>1 061 312</u>	<u>281 423</u>
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement:		
Gouvernement du Canada (montant net)	516 579	99 496
Autres	915	1 491
	<u>517 494</u>	<u>100 987</u>
Autres éléments de passif	<u>5 187</u>	<u>3 989</u>
	<u>\$19 153 937</u>	<u>\$17 313 223</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 1981, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé 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 1981, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS
Ottawa, Canada, le 15 janvier 1982

CLARKSON GORDON

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA

Énoncé des principales conventions comptables au 31 décembre 1981

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) Placements:

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces placements 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 placements ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères:

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement:

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
Membre du Comité de direction
- R. W. LAWSON OTTAWA
Premier sous-gouverneur
Membre du Comité de direction
- R. W. CAMPBELL CALGARY (ALBERTA)
- H. E. FINN OTTAWA (ONTARIO)
- S. KANEE WINNIPEG (MANITOBA)
Membre du Comité de direction
- A. A. LEBOUTHILLIER CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)
- J. R. LONGSTAFFE VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)
- J. W. E. MINGO, C.R. HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)
Membre du Comité de direction
- M^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD MONTRÉAL (QUÉBEC)
Membre du Comité de direction
- A. ROULEAU QUÉBEC (QUÉBEC)
- D. A. SMITH CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)
- J. A. STACK SASKATOON (SASKATCHEWAN)
- M. WOODWARD GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)
- Membre d'office**
- I. A. STEWART OTTAWA
Sous-ministre des Finances
Membre du Comité de direction

Cadres supérieurs

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

*A. JUBINVILLE, *Sous-gouverneur*
J. W. CROW, *Sous-gouverneur*
J. BUSSIÈRES, *Conseiller*
G. G. THIESSEN, *Conseiller*
D. G. M. BENNETT, *Conseiller associé*
W. CHEVELDAYOFF, *Conseiller associé*
T. E. NOËL, *Secrétaire*

D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-gouverneur*
J. N. R. WILSON, *Conseiller*
W. A. MCKAY, *Conseiller*
S. VACHON, *Conseiller*
**J. S. ROBERTS, *Conseiller associé*
J. CLÉMENT, *Conseiller associé*

*Détaché à la Banque du Zaïre dans le cadre d'un programme d'assistance technique du FMI

**Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de directeur général intérimaire

Département des Valeurs

F. FAURE, *Chef*
V. O'REGAN, *Sous-chef* I. D. CLUNIE, *Conseiller en valeurs*
S. L. HARRIS, *Conseiller en valeurs* N. CLOSE, *Conseiller en valeurs*

Département des Recherches

W. R. WHITE, *Chef*
P. R. MASSON, *Conseiller à la recherche*

Département des Études monétaires et financières

C. FREEDMAN, *Chef*
W. E. ALEXANDER, *Sous-chef*

Département des Relations internationales

J. E. H. CONDER, *Chef*
R. F. S. JARRETT, *Chef de la Section des opérations sur devises* K. J. CLINTON, *Conseiller à la recherche*

Département des Opérations bancaires

R. E. A. ROBERTSON, *Chef*
C. A. ST. LOUIS, *Sous-chef* W. R. MELBOURN, *Sous-chef*
G. B. MAY, *Conseiller spécial*

Département de la Dette publique

J. M. ANDREWS, *Chef*

Secrétariat

T. E. NOËL, *Secrétaire*

Département d'Informatique

G. M. PIKE, *Chef*
D. W. MACDONALD, *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. KAINÉ, *Sous-chef*

Département de Contrôle

A. C. LAMB, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*
J. M. MCCORMACK, *Sous-contrôleur*

Département de la Vérification

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

Représentants régionaux et Agences

Département des Valeurs

TORONTO D. R. CAMERON, *Chef, Bureau de Toronto*
MONTRÉAL J. CLÉMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
VANCOUVER E. F. TIMM, *Représentant*
EDMONTON A. G. KEITH, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Cambiste-conseil*
MONTRÉAL G. HOOJA, *Représentant des Opérations sur devises*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT-JEAN (N.-B.) J. HUGHES, *Agent*
MONTRÉAL R. MARCOTTE, *Agent*
K. D. McDONALD, *Agent adjoint*
OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
TORONTO C. R. TOUSAW, *Agent*
K. T. MCGILL, *Sous-agent*
C. P. DESAUTELS, *Agent adjoint*
WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
REGINA G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY H. PROWSE, *Agent*
VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

