

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1990

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1990

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-321

CN ISSN 0067-3587

Imprimé au Canada

Bank of Canada · Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

le 27 février 1991

L'honorable Michael H. Wilson, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1990 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

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

Le Gouverneur,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'J.W. Crow', written over a horizontal line.

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR – 1990

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL	7
LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX	13
L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	
La demande, l'activité économique et l'inflation	17
L'évolution monétaire et financière	25
L'évolution internationale	34
LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA	
La mise en œuvre de la politique monétaire	41
La gestion de la dette publique et du Trésor	43
Les opérations de change	47
L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires	50
TABLEAUX EN ANNEXE	53
COMMUNIQUÉ	
Cibles de réduction de l'inflation	65
ÉTATS FINANCIERS	67
CONSEIL D'ADMINISTRATION	77
PRINCIPAUX CADRES	78
REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES	79

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL

L'année qui vient de s'écouler aura été, pour l'économie canadienne, difficile et remplie de défis. Après trois années au cours desquelles la dépense s'était maintenue à des niveaux insoutenables et les pressions inflationnistes s'étaient avivées, l'économie a connu un rajustement en 1990, l'activité s'étant fortement ralentie. Les distorsions économiques imputables à l'inflation se sont accumulées à mesure que s'enracinait l'inflation et que s'intensifiaient les attentes inflationnistes. Par conséquent, le ralentissement de l'activité économique a été plus prononcé et, dans ce climat de récession, les entreprises et les particuliers ont dû effectuer des ajustements généralement exigeants et souvent douloureux. Notre situation économique a été compliquée par des facteurs liés à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment la nécessité d'absorber le renchérissement du pétrole occasionné par la crise du golfe Persique. Plus récemment, le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient est venu accroître l'incertitude entourant l'évolution de l'économie mondiale.

Dans des périodes de tension comme celle que nous traversons, les politiques économiques font l'objet d'un examen particulièrement serré, qui porte non seulement sur les différentes mesures adoptées mais aussi sur les raisons pour lesquelles elles ont été adoptées. La politique monétaire n'échappe certainement pas à pareil examen. C'est pourquoi je voudrais, avant d'examiner de plus près l'évolution de la conjoncture économique et de la politique monétaire, vous livrer certaines réflexions générales sur la politique monétaire.

Le rôle et le champ d'action de la politique monétaire

Au cours de l'année dernière, la politique monétaire au Canada a suscité une quantité et une variété impressionnantes de commentaires et de recommandations. Néanmoins, il semble que si la nature fondamentale de la politique moné-

taire, et, par conséquent, ce qu'on peut raisonnablement attendre d'elle, était expliquée plus en profondeur, le débat serait plus constructif.

Que la monnaie soit le fondement de notre économie va tellement de soi qu'il est facile de perdre de vue l'importance capitale de ce fait. Aussi vaut-il la peine de souligner que le rôle joué par la monnaie au sein de notre économie est absolument essentiel. C'est elle qui met en relation acheteurs et vendeurs, épargnants et investisseurs, prêteurs et emprunteurs sur tous les marchés, partout au pays. Pour que notre économie fonctionne bien, il faut que les Canadiens aient pleine confiance dans la monnaie qu'ils utilisent. Et seule une monnaie qui conserve sa valeur peut inspirer cette confiance. Il est donc logique que les autorités monétaires aient pour objectif fondamental de préserver la valeur de la monnaie et par conséquent qu'elles évitent les actions susceptibles de miner cette valeur.

Voilà pourquoi la Banque du Canada a insisté sur l'importance d'engager la politique monétaire sur une voie qui mène à la stabilité des prix et non à l'inflation. En un mot, notre économie fonctionnera mieux si la monnaie que nous utilisons est fiable. Les coûts que l'inflation fait porter aux Canadiens sont examinés plus en détail dans la prochaine section du présent rapport.

Il ne faut pas croire que l'importance que nous accordons à une politique monétaire axée sur la stabilité des prix signifie que la politique monétaire est une panacée, autrement dit une solution infaillible à tous les maux économiques dont le Canada peut être affligé, ou que d'autres politiques comptent peu. Le message que nous voulons transmettre, c'est que la capacité de la politique monétaire de contribuer, année après année, à la bonne tenue de l'économie procède avant tout de sa capacité de nourrir la confiance à l'égard de la monnaie nationale.

Je tiens à souligner que cette définition du

rôle de la politique monétaire n'est pas affaire d'opinion. Le seul levier dont la Banque du Canada dispose pour agir sur l'évolution financière et économique, c'est le contrôle qu'elle exerce sur l'offre de liquidités, c'est-à-dire les moyens de paiement ultimes dans l'économie. C'est ce qui explique que la politique monétaire, de par sa nature, concerne l'offre de monnaie et la gestion de l'expansion monétaire. C'est aussi ce qui explique que la fonction principale de la banque centrale est de sauvegarder la valeur de la monnaie nationale afin que celle-ci puisse jouer pleinement le rôle capital qui lui est dévolu au sein de l'économie.

La Banque du Canada s'est toujours donné beaucoup de mal pour faire valoir ce dernier point parce que, entre autres raisons, elle se rend bien compte que sa conception du rôle de la politique monétaire se démarque nettement de l'idée que s'en font bien des gens. En effet, beaucoup considèrent que la politique monétaire doit servir à fixer ou à faire fluctuer le niveau des taux d'intérêt ou celui du taux de change, voire les deux.

Il est vrai que les techniques utilisées par la Banque du Canada pour mettre en œuvre la politique monétaire ont une incidence à court terme sur les marchés monétaires et, par extension, sur les marchés des changes. Mais cette incidence, aussi importante soit-elle pour la transmission de la politique monétaire, n'est pas celle que vise fondamentalement cette dernière. C'est par l'influence que la banque centrale exerce sur l'offre de monnaie et, par ricochet, sur la confiance à l'égard de la monnaie que la politique monétaire peut avoir un effet durable sur les taux d'intérêt et le taux de change. Cette confiance est l'élément déterminant que la Banque du Canada peut faire intervenir dans les jugements que portent, sur l'évolution des taux d'intérêt et du taux de change, les prêteurs et les emprunteurs. La confiance qu'éprouvent ces derniers oriente leurs attentes quant à la valeur future de l'argent prêté ou emprunté et quant à la tenue du dollar canadien par opposition à celle de toute autre devise.

De toute évidence, ce sont des jugements globaux comme ceux-là qui, essentiellement, déterminent le niveau auquel se situeront les taux d'intérêt et le taux de change. Mais il est tout aussi évident que la Banque du Canada ne peut dicter aux prêteurs et aux emprunteurs quels jugements porter ni à quel moment les porter pas plus qu'elle n'a de prise sur les considérations de

nature autre que monétaire qui pourraient entrer en ligne de compte. Voilà pourquoi ceux qui soutiennent, et ils sont assez nombreux, que la Banque a le pouvoir de fixer le niveau des taux font fausse route; leur perspective se limite aux effets à court terme des techniques utilisées au lieu de s'attacher à des impératifs de cohérence et de confiance. La Banque du Canada peut et doit amener les agents économiques à fonder leurs jugements sur l'assurance que la politique monétaire ne sera pas inflationniste.

Avant de passer à l'évolution économique récente, je tiens à émettre un dernier commentaire, à savoir que la confiance à l'égard de la monnaie, contribution que peut apporter la politique monétaire à la santé de l'économie, se construit lentement et avec soin. La stabilité des prix ne peut être réalisée du jour au lendemain. C'est un objectif qui exige patience et ténacité de la part des autorités monétaires. Ainsi, une confiance croissante dans la détermination des autorités de ne pas laisser les forces inflationnistes, quelle que soit leur origine, engendrer une spirale inflationniste constitue une étape importante vers la réalisation d'un climat non inflationniste, étape que nous avons bon espoir de franchir au cours de l'année qui vient.

La conjoncture économique et financière internationale

Une autre partie du présent rapport traite en profondeur de l'évolution internationale. Aussi mes remarques porteront-elles ici exclusivement sur les aspects de cette évolution qui ont eu une incidence particulièrement directe sur la situation économique et financière au Canada.

Sur le plan économique en général, les écarts exceptionnellement prononcés entre les rythmes d'activité des grands pays industriels ont constitué l'un des éléments les plus notables de la conjoncture internationale, surtout si on se rappelle la situation observée durant la récession de 1981-1982. Alors que les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada sont en période de récession, la demande et la production dans un certain nombre de pays industriels, l'Allemagne et le Japon en tête, restent vigoureuses. Dans ces deux pays, la dépense intérieure a été particulièrement forte, et l'inflation, même si elle a affiché une tendance à l'accélération, a été relativement faible.

Le dynamisme persistant de la demande à

l'extérieur de l'Amérique du Nord contribuera sans aucun doute à limiter les risques de ralentissement économique dans des pays comme le nôtre, où l'activité est actuellement peu vigoureuse. Mais toute médaille a son revers. L'essor de la demande intérieure en Allemagne et au Japon, surtout en Allemagne à cause des pressions découlant de la rapidité avec laquelle s'est effectuée la réunification, a provoqué la diminution de l'épargne pouvant être placée à l'étranger. Les fonds excédentaires que ces deux pays peuvent affecter à l'investissement outre-mer sont à la baisse, et les taux d'intérêt y sont à la hausse. En même temps, on n'observe aucun signe de progression de l'épargne dans d'autres pays.

Compte tenu du rôle croissant de l'Allemagne et du Japon dans l'économie mondiale, des pressions se sont exercées sur l'épargne et les taux d'intérêt réels à l'échelle internationale. Si la transformation économique qui est en train de s'opérer en Europe centrale et en Europe de l'Est soulève bien des points d'interrogation, l'ampleur considérable de la demande potentielle de capitaux ne fait quant à elle aucun doute. Par conséquent, les emprunteurs sur les marchés de capitaux – dont le Canada, qui est un emprunteur net important – ont dû se livrer une vive concurrence pour attirer des fonds, et il est probable que cela se poursuivra.

Au Japon, le volume des fonds disponibles pour les prêts à l'étranger a été réduit non seulement par l'amenuisement de l'excédent de la balance extérieure de ce pays, mais aussi par des complications d'ordre financier. Les pressions exercées sur les fonds propres des institutions financières japonaises, par suite du recul marqué qu'a enregistré la bourse de Tokyo en 1990, ont entamé la capacité et la volonté de prêter de ces institutions, surtout à l'étranger. Une évolution similaire, mais d'une plus grande ampleur, a été observée aux États-Unis. Les problèmes qu'a connus le secteur financier américain ont emprunté divers canaux, mais tous étaient imputables dans une certaine mesure à l'essor remarquable du crédit et du financement par emprunt dans les années 80. Comme l'économie était de moins en moins capable de tolérer le haut niveau d'endettement qui en a résulté, la qualité du crédit s'est altérée. On s'est alors interrogé sur la solidité (ou la fragilité) de certaines institutions financières et sur les responsabilités qui incom-

bent aux organismes de réglementation financière.

Je tiens à dire que si, dans le cas du Canada, les ménages ont eux aussi fortement accru leur niveau d'endettement dans les années 80, les entreprises ont, pour leur part, adopté en général une approche assez prudente pour ce qui est du financement par emprunt de leurs opérations. Qui plus est, les institutions financières canadiennes dans l'ensemble paraissent bien pourvues pour résister aux pressions qu'exerce sur elles, après plusieurs années très prospères, une conjoncture moins favorable.

J'ajouterai que les difficultés que nous connaissons depuis peu permettent aussi de faire ressortir la valeur d'un précepte fondamental en matière de suivi des institutions financières. Ce précepte est que l'utilité des règles relatives à la surveillance prudentielle des institutions financières ne s'évalue pas en fonction de la contribution que ces règles peuvent apporter lorsque la conjoncture est favorable. Ce n'est pas pour ce genre de conjoncture qu'elles existent. La véritable question consiste à savoir dans quelle mesure ces règles peuvent contribuer à garantir que les institutions financières sont capables de résister aux pressions qui se manifestent inévitablement lorsque les conditions se dégradent.

La conjoncture internationale est très difficile. Même avant le déclenchement de la guerre, les incertitudes entourant la situation dans le Golfe avaient fortement influé sur le cours du pétrole et sur la situation économique de la plupart des pays. Les difficultés auxquelles se sont récemment heurtées les négociations sur le commerce multilatéral ont également accru les obstacles que doivent surmonter le Canada et les autres nations commerçantes du globe. Les pressions s'exercent avec sensiblement la même acuité sur tous les pays, et la mesure dans laquelle ces derniers réussiront à s'en sortir dépendra surtout de la qualité des politiques nationales, menées individuellement ou conjointement avec d'autres.

La conjoncture économique et la politique monétaire au Canada

Pour évaluer correctement la situation économique et monétaire en 1990, il faut l'analyser à la lumière des événements survenus au cours des années précédentes.

Comme je l'ai fait remarquer au début de

mes observations, la dépense a été exceptionnellement forte au Canada en 1987, 1988 et 1989. S'il est vrai que la situation n'a pas été la même dans toutes les régions durant cette période, il n'en demeure pas moins que la dépense nominale totale en biens et services a progressé en moyenne de 9 % par année, soit trois fois plus vite que la capacité de l'économie d'accroître sa production de façon durable. La croissance du crédit octroyé aux entreprises et aux ménages canadiens a été rapide, atteignant des taux supérieurs à 10 %, ce qui a alimenté non seulement des achats importants de biens et services, mais aussi un renchérissement des avoirs existants. Ainsi, le prix moyen d'une maison s'est accru d'environ 50 %. L'agrégat monétaire M2 a augmenté en moyenne de plus de 10 % par année. À mesure que se resserraient les marchés des biens et de la main-d'œuvre, l'inflation et les attentes inflationnistes s'intensifiaient.

Dans ce contexte, l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt et du raffermissement des conditions monétaires n'a pas de quoi surprendre. Mais la réaction d'un certain nombre de secteurs face à cette évolution a été à ce point vive qu'il me semble approprié de m'attarder quelque peu sur le sujet.

Il importe en premier lieu d'établir une distinction claire entre, d'une part, le principe qui sous-tend la politique monétaire, à savoir la promotion de la confiance à l'égard de la monnaie, et, d'autre part, la conjoncture économique changeante dans laquelle opère la politique monétaire. Une politique monétaire axée sur la stabilité des prix est une politique qui vise fondamentalement des taux d'intérêt bas. Il en est ainsi parce qu'il est indispensable, pour que les taux d'intérêt baissent et restent bas, que les agents économiques aient l'assurance que la monnaie conservera effectivement sa valeur, en d'autres termes que cette valeur ne sera pas sapée par de continuelles hausses de prix. C'est pourquoi il n'est pas juste de qualifier de façon abrégée, comme on le fait parfois, la politique monétaire canadienne mise en œuvre ces derniers temps de «politique de taux d'intérêt élevés».

Même lorsque la politique mise en œuvre est invariablement anti-inflationniste, la conjoncture économique ainsi que les conditions monétaires n'en évoluent pas moins. La tendance à la

hausse des taux d'intérêt à court terme observée de 1987 au printemps de 1990 ainsi que l'appréciation du dollar canadien qui lui est en partie attribuable reflétaient donc la vigueur de la dépense et de la demande de crédit, plutôt qu'un changement dans l'orientation fondamentale de la politique monétaire.

D'après certains commentaires sur la politique monétaire, la Banque du Canada aurait dû, même devant cette poussée inflationniste de la demande, du crédit et de la monnaie, adopter des mesures plus expansionnistes. Si elle l'avait fait, prétend-on, les taux d'intérêt n'auraient pas monté. Cette façon de voir semble s'appuyer sur l'hypothèse que, même dans un contexte inflationniste, plus le rythme de création de la monnaie est rapide, c'est-à-dire plus la banque centrale fait marcher la planche à billets, plus les taux d'intérêt sont censés baisser.

Cette hypothèse n'est pas fondée parce que, comme je l'ai fait remarquer plus tôt, la politique monétaire opère dans un contexte de marché. Bien entendu, la Banque du Canada est en mesure de favoriser une expansion de la masse monétaire. Elle est d'ailleurs la seule à pouvoir le faire. Mais elle ne peut pas garantir qu'il y aura des agents économiques disposés à détenir un surcroît de monnaie au même prix, c'est-à-dire sans variation de la valeur de cette monnaie. En effet, les difficultés surgissent lorsque la confiance à l'égard de la valeur de la monnaie commence à s'éroder, ou s'érode de plus en plus vite, et que les réactions des emprunteurs et des prêteurs sur les marchés poussent les taux d'intérêt à la hausse. Dans une telle situation, un recours plus intensif à la planche à billets ne réglerait évidemment rien. Au contraire, cela provoquerait un effritement encore plus rapide de la valeur de la monnaie et exacerberait les réactions négatives des marchés financiers.

La Banque dispose d'une certaine marge de manœuvre pour créer de la monnaie tout en favorisant une baisse des taux d'intérêt à court terme, mais cette marge est soumise à des limites importantes. Celles-ci sont déterminées par le degré de confiance avec lequel les détenteurs de monnaie canadienne, qui sont bien sûr des Canadiens pour la plupart, jugent que la valeur de leurs dépôts et de leurs placements se maintiendra par rapport aux prix des biens et ser-

vices qu'ils peuvent se procurer avec cet argent ou par rapport à d'autres monnaies. La crainte de l'inflation ébranle cette confiance et est préjudiciable à l'obtention de taux d'intérêt bas. Cependant, il faut du temps pour bâtir la confiance.

Les pressions de la demande se sont enfin sensiblement atténuées au Canada en 1990, et l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale s'est ralentie. Dès la fin du printemps, cette évolution rendait possible l'amorce d'un recul des taux d'intérêt. Toutefois, en raison de l'aggravation de l'inflation et des attentes inflationnistes résultant des précédentes poussées de la demande au sein de l'économie canadienne, la tendance à la hausse des coûts et des prix est restée prononcée. Il était à craindre qu'elle soit renforcée par les pressions consécutives au renchérissement du pétrole et à l'importante majoration de l'ensemble des prix à la consommation par suite de l'entrée en vigueur, en janvier 1991, de la taxe sur les produits et services. Le danger était que cela engendre une spirale des prix et des coûts. Les responsables de la politique monétaire sont très conscients de cette menace.

C'est pour cela que la Banque du Canada a été particulièrement vigilante lorsqu'il s'est agi d'influencer les liquidités des marchés monétaires. Devant le ralentissement de la demande et l'atténuation des pressions de nature inflationniste qui a suivi, elle a favorisé une baisse des taux d'intérêt sur les marchés, tout comme elle les avait poussés à la hausse, entre 1987 et 1989, lorsque la demande était en pleine expansion. En même temps, la Banque a cherché à faire en sorte que l'atténuation des pressions inflationnistes puisse se poursuivre. Le seul moyen dont elle dispose est de donner l'assurance, par les mesures qu'elle prend, que la politique monétaire mise en œuvre a pour objectif d'orienter l'inflation sur une trajectoire descendante plutôt qu'ascendante.

À cet égard, je tiens à signaler que l'assurance que la Banque du Canada cherche à donner est que le dollar canadien conservera sa valeur interne. C'est ce qu'on entend par stabilité des prix. Il convient de souligner que cela ne revient aucunement à maintenir le taux de change à un niveau particulier et que, même si la politique monétaire doit bien sûr prévenir toute perte de

confiance envers le dollar canadien, c'est en protégeant la valeur de notre monnaie à l'intérieur de nos frontières qu'elle peut le mieux contribuer au maintien de sa valeur externe.

Le taux de change est un prix important au sein de l'économie canadienne, car il influe sur la demande, l'inflation et la production. C'est donc un facteur économique majeur dont la politique monétaire doit tenir compte, comme elle doit d'ailleurs le faire de toutes les autres grandes forces qui agissent sur l'économie. Étant donné le régime de taux de change flottants en vigueur au Canada, la Banque du Canada cherche à prendre en considération les effets de l'évolution du cours du dollar sur le profil probable de la dépense et de l'inflation au pays lorsqu'elle évalue les conditions monétaires ou détermine les mesures de politique monétaire à adopter. Toutefois, le fait qu'elle prenne en considération ces effets ne signifie pas qu'elle vise un taux de change en particulier pour le dollar ou cherche à maintenir les fluctuations du taux de change à l'intérieur d'une marge donnée. L'objectif de la politique monétaire doit être plus vaste que cela.

* * *

La plupart des commentaires sur les questions économiques portent, et cela est bien compréhensible, sur «l'ici et le maintenant», c'est-à-dire sur des événements qui se produisent au pays et qui y sont d'actualité. Mais les facteurs internes ne représentent qu'un aspect de la situation globale – même si, en dernière analyse, il s'agit du plus important –, et la conjoncture du moment découle habituellement d'évolutions et de politiques ayant eu cours pendant une période assez longue.

Lorsqu'on examine ce qui s'est passé, on constate qu'il aurait été plus facile d'éviter le ralentissement enregistré l'an dernier si la dépense n'avait pas progressé à un rythme aussi insoutenable durant la fin des années 80. On peut certes se demander dans quelle mesure on aurait pu ou dû prévoir l'ampleur de cet essor de la demande, qui tenait aussi bien à des facteurs internes qu'externes. On peut également se demander comment des politiques fédérales ou provinciales auraient idéalement pu être mises en œuvre pour contrer cette poussée, ce qui aurait

eu pour effet de rendre l'expansion plus soutenable et d'en prévenir les conséquences inflationnistes. Cependant, ce qui à mon avis peut difficilement être remis en question, c'est la ferme résistance que la politique monétaire était tenue d'opposer à ces pressions de la dépense, étant donné l'évolution de la conjoncture. Si la politique monétaire avait été orientée autrement, la situation actuelle serait bien pire. Une politique d'argent facile face à un rythme d'expansion insoutenable aurait attisé l'inflation, accentué les distorsions économiques qui l'accompagnent et intensifié le ralentissement qui suit inévitablement une période d'expansion de nature inflationniste.

De fait, il est plus pertinent de se demander si la politique monétaire n'aurait pas dû alors être davantage, et non moins, restrictive. On peut affirmer que si elle avait été plus rigoureuse encore, entraînant vraisemblablement une hausse des taux d'intérêt à court terme, nous aurions maintenant des taux d'intérêt plus bas, et ce, pour toute la gamme des échéances.

Comme je l'ai déjà mentionné, l'évolution de la conjoncture à l'étranger explique aussi en grande partie la situation économique au Canada. L'essor que nous avons connu récemment était largement tributaire de phénomènes extérieurs, à savoir la hausse marquée des cours mondiaux d'un vaste éventail de matières industrielles que nous produisons et la vigoureuse expansion économique et industrielle aux États-Unis. Plus récemment, ces deux facteurs ont agi dans le sens d'un ralentissement économique, et notre économie ne peut que s'en ressentir.

De même, il est évident que l'évolution future de la conjoncture internationale, particulièrement la fermeté de nos marchés d'exportation vers les États-Unis, déterminera largement la vigueur de la reprise économique au Canada et le moment où elle s'amorcera. Sur le plan intérieur, nous avons accompli des progrès en 1990 dans la mise en place des fondements d'une nouvelle expansion économique, grâce à l'atténuation des pressions inflationnistes et au plus grand réalisme dans la prise de décisions économiques que cela a fait naître. Les taux d'intérêt ont baissé. Et plus les entreprises et les particuliers tableront sur le recul de l'inflation, meilleures

seront les perspectives d'une croissance soutenue.

La marge de manœuvre qui pourra être dégagée pour réduire les taux d'intérêt à l'avenir dépendra également des perceptions et des actions des participants aux marchés financiers. À court terme, ces perceptions et ces actions peuvent être conditionnées par une gamme de facteurs, dont certains seulement sont liés aux politiques économiques. C'est pourquoi il est si difficile de faire des prévisions dans ce domaine. On peut affirmer toutefois que le maintien de la confiance à l'égard de la valeur de la monnaie est la contribution fondamentale que la politique monétaire est en mesure d'apporter aux efforts de réduction des taux d'intérêt. Mieux nous parviendrons à instaurer cette confiance, plus nous serons assurés d'avoir des taux d'intérêt bas et qui restent bas. La Banque du Canada travaillera sans relâche à consolider les progrès accomplis jusqu'à maintenant.

Une monnaie saine est un investissement dans le bien-être économique du pays. Les efforts déployés au début des années 80 pour réduire l'inflation, après l'expérience désastreuse de la décennie antérieure, ont fourni les assises de l'expansion soutenue que notre économie a enregistrée les années suivantes. À l'aube de la présente décennie, nous devons renforcer et améliorer ce succès, et nous garder de répéter les mêmes erreurs.

* * *

Le 26 février 1991, à l'occasion du dépôt du budget du gouvernement fédéral, la Banque du Canada et le ministre des Finances ont annoncé conjointement des cibles de réduction de l'inflation au Canada. Ces cibles ont pour objet l'abaissement graduel, mais constant, du taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Elles ont été fixées dans l'intention de donner aux Canadiens une idée claire de l'orientation à la baisse que la politique monétaire s'attachera à imprimer à l'inflation à moyen terme.

Le communiqué de presse émis par la Banque et reproduit à la fin du présent rapport donne de plus amples renseignements au sujet de ces cibles.

LES AVANTAGES DE LA STABILITÉ DES PRIX

La première section du présent rapport fait valoir un point fondamental, à savoir que notre économie ne peut bien fonctionner que si les Canadiens ont l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur. Or, pour que cette condition soit remplie, le niveau général des prix doit rester stable, autrement dit il ne doit pas être l'objet d'une inflation chronique. L'opinion selon laquelle l'inflation est bénéfique à l'économie, en ce sens qu'elle s'accompagne d'une hausse de l'emploi, a été infirmée par la tournure des événements au cours des deux dernières décennies. On ne reconnaît toutefois pas suffisamment le fait que l'inflation comporte des coûts qui n'épargnent aucun secteur. Elle accroît l'incertitude au sujet de l'avenir, de sorte qu'il est bien plus difficile pour chacun de prendre les bonnes décisions sur le plan économique. De plus, elle pousse les ménages et les entreprises à consacrer beaucoup de temps et d'argent à se protéger des effets de la montée des prix. Mais tous ne réussissent pas à se soustraire à ces effets et l'inflation est source d'iniquité et de discordance sociale. Les coûts de l'inflation peuvent être évités si l'on parvient à orienter la politique monétaire de manière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix. La présente section examine, de façon plus détaillée, ces coûts que l'inflation impose à l'économie.

L'inflation, source d'incertitude au sujet de l'avenir

Dans une économie fondée sur la monnaie, la décision d'acheter ou de vendre, d'emprunter ou d'investir est déterminée par les prix, à la fois les prix courants et les prix attendus pour les années à venir. En d'autres termes, les travailleurs, les gestionnaires, les épargnants et les investisseurs s'appuient sur les prix pour établir des comparaisons entre les valeurs actuelles et escomptées d'un large éventail de biens et de services offerts sur différents marchés. Ces

comparaisons leur fournissent les renseignements et les motivations sur lesquels ils fondent leurs décisions économiques. Mais l'incertitude qu'engendre l'inflation dénature et embrouille les renseignements en question.

Prenons l'exemple d'une entreprise qui décide de construire une nouvelle usine. Elle doit prendre en considération non seulement le coût des fonds à engager et les prix de la main-d'œuvre et des matériaux de construction, mais également les prix auxquels elle s'attend de vendre la future production de la nouvelle usine et les montants qu'elle devra vraisemblablement verser pour la main-d'œuvre et le matériel entrant dans cette production. L'avenir est toujours incertain, mais il l'est davantage lorsque les prix sont à la hausse, car l'évolution de l'inflation est rarement stable et prévisible. Lorsque la conjoncture est inflationniste, les bonnes décisions en matière d'investissement sont bien plus difficiles à prendre.

En outre, dans un climat d'inflation, les prix ne réagissent pas tous de la même façon aux pressions excessives de la demande. Il est alors facile de mal interpréter leur comportement, et on voit souvent apparaître des attentes exagérées au sujet de l'ampleur éventuelle du renchérissement des produits dont les prix augmentent déjà très rapidement. C'est ce qui explique que de tels produits font par moments l'objet de surinvestissement. Habituellement, ce sont les prix des produits de base et des biens immobiliers qui, en période d'inflation, enregistrent les hausses les plus rapides et les plus fortes. L'essor de l'investissement dans l'exploitation de nouvelles sources de produits de base et dans l'acquisition d'entreprises d'exploitation de ressources naturelles vers la fin des années 70 de même que l'explosion de la construction de logements en copropriété et d'immeubles commerciaux dans certains centres urbains vers la fin des années 80 illustrent clairement le

phénomène de surinvestissement que provoquent les attentes exagérées issues de l'inflation.

Les coûts liés à la protection contre l'inflation

Au fur et à mesure que l'inflation s'enracine, les entreprises et les particuliers découvrent qu'ils doivent consacrer temps et argent à en contrer les effets. Et cela va bien au delà de la nécessité de réviser et de réimprimer plus fréquemment les listes de prix et les catalogues. Par exemple, la durée des contrats de tout genre raccourcit, les parties contractantes ne voulant pas s'exposer au risque d'être lésées par les effets d'une inflation imprévue; la négociation des contrats devient donc plus ardue. Les acheteurs ont du mal à obtenir des prix fermes pour des produits dont ils prendront livraison plus tard. Les investisseurs se préoccupent davantage de se couvrir contre le risque d'inflation que d'investir dans des activités productives. Au plus fort de la période d'inflation de 1980-1981, nombreux étaient les investisseurs qui se sont tournés vers des avoirs comme les biens immobiliers, l'or, l'argent, les pierres précieuses et les œuvres d'art, soit pour se protéger contre l'inflation, soit pour essayer d'en tirer parti.

Les contrats financiers visant les dépôts, les prêts et les émissions de titres ont été particulièrement touchés par les craintes que suscite l'inflation. L'échéance moyenne de ces contrats s'est raccourcie de façon spectaculaire depuis que l'inflation a pris racine et est devenue un problème grave, c'est-à-dire depuis le début des années 70. Le marché des obligations à long terme des sociétés s'est contracté, et les prêts hypothécaires à l'habitation de 25 ans ont presque totalement disparu. Trop d'épargnants, victimes de la spirale inflationniste des années 70, ne sont plus disposés à fournir des fonds à des taux d'intérêt fixes pour de longues périodes. Il en résulte que les emprunteurs privés désirant acquérir des avoirs à long terme, tels que des logements ou des usines, ne trouvent plus de financement à long terme aussi aisément que par le passé.

Les gros utilisateurs de services financiers ont de plus en plus recours à des techniques très sophistiquées pour limiter les risques inhérents à l'inflation. À cet égard, on peut citer les swaps de taux d'intérêt et de devises ainsi que les

contrats à terme et les contrats d'options. Mais il a fallu canaliser des ressources productives considérables vers le secteur financier en vue d'élaborer des mécanismes de protection contre les effets de l'inflation.

Pour attirer les fonds des épargnants, les établissements et les marchés financiers doivent indemniser ces derniers des pertes attribuables à l'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt sont majorés d'une prime d'inflation que les épargnants exigent pour compenser la dépréciation de leurs fonds. Mais, étant donné que l'évolution future de l'inflation ne peut être prévue avec certitude, les taux d'intérêt pratiqués dans les pays où l'inflation sévit depuis longtemps comportent également une prime supplémentaire servant à couvrir les risques qui découlent de cette incertitude. Les emprunteurs doivent donc payer plus cher les fonds nécessaires à la réalisation de leurs programmes de dépenses.

De même, lorsqu'une forte inflation entraîne l'imposition d'une prime sous forme de taux d'intérêt élevés visant à indemniser les prêteurs de la dépréciation de leur argent, les emprunteurs sont en fait forcés de rembourser leurs dettes beaucoup plus rapidement qu'ils ne le feraient si les prix étaient stables. Dans le cas des emprunts hypothécaires, par exemple, ce remboursement forcé peut plonger les propriétaires fonciers dans des difficultés financières, et ce, même lorsque la valeur de leur propriété augmente fortement sous l'effet de l'inflation. En effet, à cause de la prime d'inflation, ils ont de plus en plus de difficulté à honorer leurs engagements mensuels.

Les épargnants peuvent recevoir des taux d'intérêt élevés les indemnisant de l'érosion de la valeur de leur épargne par l'inflation, mais ils doivent tout de même payer des impôts sur l'intégralité de leurs revenus en intérêts. Lorsque l'inflation se situe à 4½ %, par exemple, un épargnant dont les revenus sont imposés à un taux marginal de 40 % et recevant par conséquent un peu moins de 5½ % après impôt sur un dépôt à terme à 9 % obtient en fait un rendement inférieur à 1 %, une fois prise en compte l'inflation. La baisse de la rémunération effective de l'épargne en période d'inflation a des effets négatifs sur la propension à épargner. Le comportement des entreprises est également grandement faussé par l'interaction entre

l'inflation et une structure fiscale conçue en fonction d'un monde libre d'inflation.

Les notions d'équité et de justice

Les coûts de l'inflation ne se répartissent pas également sur l'ensemble de la population. Certains particuliers et certaines entreprises peuvent mieux que d'autres se protéger contre l'inflation, mais le hasard joue aussi un grand rôle. Souvent, lorsque l'inflation s'incruste, ce sont, dans notre société, les groupes les moins favorisés ou ceux qui ne disposent pas de mécanismes de protection sophistiqués qui sont les perdants. L'exemple le plus courant est celui des bénéficiaires de pensions non indexées. Au rythme annuel de 4½ %, l'inflation peut amputer ces pensions de la moitié de leur valeur en un peu plus de quinze ans. Ceux à qui l'inflation profite, que ce soit grâce à leur capacité d'investir dans des avoirs qui se valorisent sous l'effet de l'inflation ou encore par pur hasard, le font au détriment d'autres membres de la collectivité. Les gains qu'ils réalisent ainsi ne récompensent pas un surcroît d'efforts ou une augmentation de la productivité. C'est pourquoi l'inflation engendre un profond sentiment d'injustice au sein de la société et ébranle la foi dans l'égalité des chances qui est la base d'une économie de marché efficace.

Composer avec l'inflation ne règle rien

Afin de corriger cette injustice sans l'effort et la discipline qui seraient nécessaires pour retrouver la stabilité des prix, certains ont proposé que nous ajustions nos pratiques économiques de façon à composer avec l'inflation. Ce qu'ils suggèrent dans la pratique, c'est d'indexer tous les types de revenus et de paiements afin de protéger les particuliers contre les pertes résultant de l'inflation. Les autorités n'auraient alors qu'à stabiliser le taux d'inflation à un niveau donné; l'économie, prétend-on, s'ajusterait aisément à ce taux, et les coûts entraînés par l'inflation seraient évités.

L'expérience vécue par le Canada depuis le début des années 70 sur le front de l'inflation montre bien qu'une économie aussi complexe que la nôtre ne s'ajuste ni aisément ni rapidement à l'inflation. De toute évidence, le processus d'adaptation de nos institutions à un climat d'inflation comporte des coûts élevés. Il ne

s'agit pas uniquement ici d'indexer les revenus. Il faudrait aussi modifier en profondeur non seulement le mode d'imposition des particuliers et des sociétés, mais également certaines dispositions légales, conventions comptables et beaucoup d'autres aspects de la vie économique. N'est-il pas révélateur à cet égard que la plupart des arrangements institutionnels ne se soient toujours pas adaptés à l'inflation après vingt ans au cours desquels celle-ci a été de 7 % en moyenne?

Même si des changements d'ordre institutionnel s'opéraient, une politique de tolérance à l'égard de l'inflation ne serait pas une politique crédible. En cherchant à stabiliser le taux d'inflation à son niveau du moment, les autorités montreraient qu'elles ne sont pas prêtes à prendre les mesures qu'il faut pour combattre l'inflation. Par conséquent, si l'inflation grimpe soudainement sous l'effet d'une conjoncture défavorable, il est à peu près certain que personne ne croirait que les autorités sont disposées à prendre les mesures appropriées pour enrayer cette hausse. Une politique monétaire visant la stabilisation de l'inflation à un niveau donné serait constamment en butte à un tel scepticisme. Les pays qui sont allés le plus loin dans la voie de l'indexation des divers revenus et paiements ont en général enregistré des taux d'inflation de plus en plus élevés, qui ont mis en danger les fondements mêmes de l'institution qu'est la monnaie. Une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'un pays d'obtenir de bons résultats économiques.

* * *

Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques. Elle permettra aussi d'affecter à des fins plus productives les ressources et les efforts considérables mobilisés pour contrer l'inflation et d'éviter un sort injuste à ceux qui ne peuvent se protéger contre cette dernière.

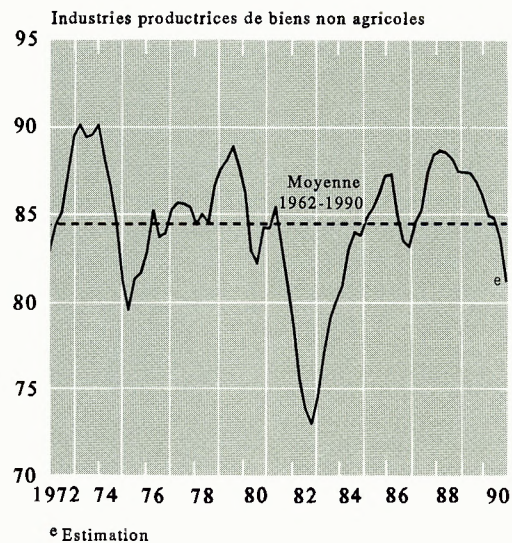
L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La demande, l'activité économique et l'inflation

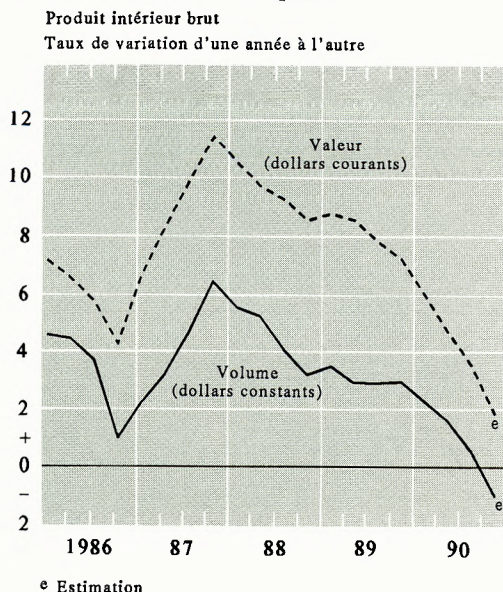
En 1990, le rythme de croissance de la dépense globale en termes nominaux a nettement ralenti au Canada, en raison surtout d'une baisse de la demande en volume. Ce ralentissement est survenu au terme d'une période d'essor rapide et soutenu qui avait engendré un haut niveau d'activité économique et une intensification des pressions inflationnistes. Pendant plusieurs années, la vigueur de la demande avait mis à rude épreuve l'appareil de production canadien, situation qui se poursuivait au début de 1990. De fait, le niveau de l'activité dans les industries productrices de biens non agricoles est resté supérieur à sa moyenne de longue période durant tout le premier semestre de 1990, puis il est passé au-dessous de cette moyenne au troisième trimestre pour la première fois depuis 1986.

Étant donné la vigueur soutenue de l'activité économique et la persistance de l'inflation,

Taux d'utilisation des capacités



Taux de croissance de la dépense

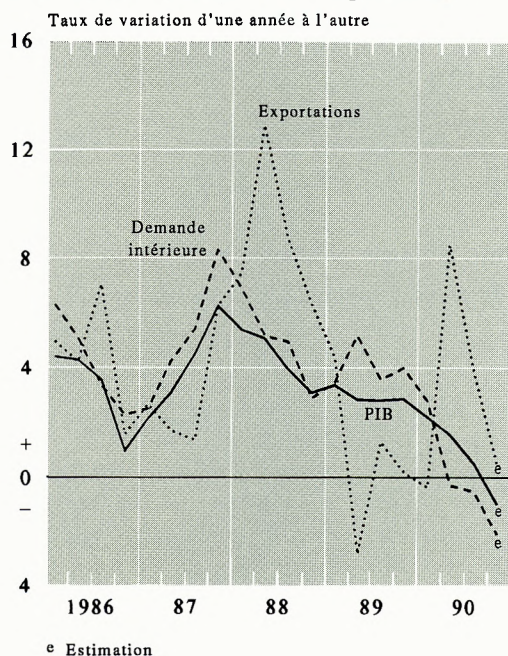


les attentes inflationnistes se sont ancrées. De plus, les pressions sous-jacentes sur les coûts se sont intensifiées en 1990, du fait que les marchés du travail ont été tendus pendant tout le premier semestre. Toutefois, le tassement sensible de la demande durant l'année s'est traduit par une baisse marquée des marges bénéficiaires, et la tendance à l'accélération des prix à la consommation s'est arrêtée, puis a commencé à s'inverser.

La demande et l'activité économique

On estime que la croissance de la dépense globale en termes nominaux a été d'environ 2 % en 1990, contre un peu plus de 7 % en 1989. Cette décélération tient surtout à une diminution estimée à environ 1 % du volume de la demande globale, qui avait augmenté de près de 3 % en 1989. Il convient de préciser que la progression de la demande intérieure s'est considérablement ralentie en 1990, tandis que la

Croissance du volume du produit intérieur brut, de la demande intérieure et des exportations



hausse de la demande d'exportations a été une source de croissance.

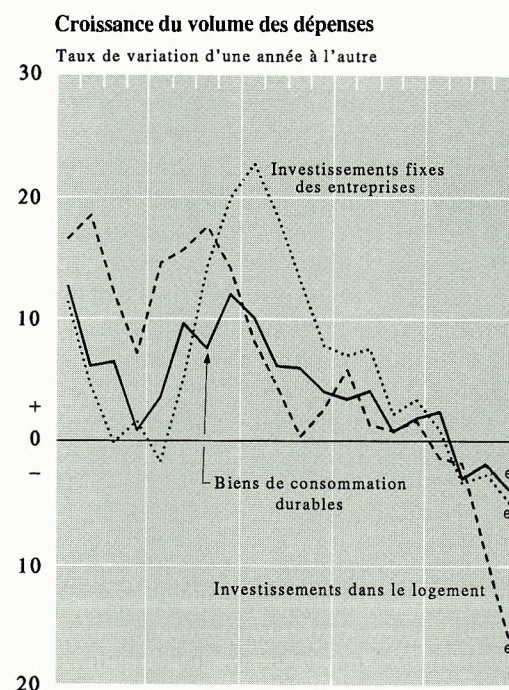
Les dépenses d'investissement, qui constituent l'une des composantes de la demande intérieure globale les plus sensibles aux taux d'intérêt, ont particulièrement manqué de vigueur; l'investissement dans le logement, les investissements fixes des entreprises et les dépenses en biens de consommation durables ont tous baissé en volume en 1990, après plusieurs années de très forte croissance.

Le relâchement des pressions spéculatives sur les principaux marchés du logement a mis fin à la longue période d'activité intense qu'ont connue les marchés des maisons neuves et des maisons existantes. Les mises en chantier, qui ont chuté de façon marquée au deuxième semestre, ont atteint à peine 145 000 unités sur base annuelle au quatrième trimestre, soit environ 33 % de moins qu'au trimestre correspondant de l'année précédente. Le marché de la revente a aussi enregistré une baisse notable, soit de 22 % environ pour l'ensemble de l'année.

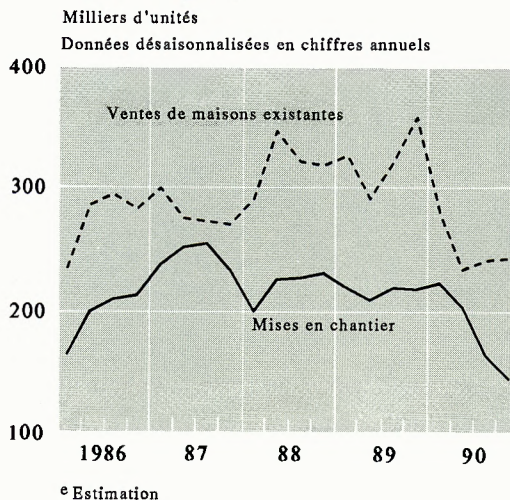
Devant l'atténuation des pressions s'exerçant sur les capacités de production, l'amenuisement continu des marges bénéficiaires et la hausse des coûts de financement, les entreprises

ont réduit en 1990 le volume de leurs dépenses en biens d'équipement, qui s'était très fortement accru au cours des dernières années. Vers la fin de l'année, le remplacement imminent de la taxe sur les ventes des fabricants par la taxe sur les produits et services (TPS), laquelle doit abaisser le coût des biens d'équipement, a poussé les entreprises à reporter certains achats jusqu'au

Quelques indicateurs de la demande des ménages et des entreprises



Marché du logement



début de 1991, notamment ceux de flottes de véhicules utilitaires et d'automobiles.

Un autre facteur important du ralentissement de la demande globale a été l'effort constant déployé par les entreprises pour maintenir leurs stocks aux bas niveaux compatibles avec le volume de leurs ventes. On estime que la réduction des investissements en stocks de produits non agricoles a fait baisser de plus de 1 % la demande intérieure globale en 1990. De fait, au second trimestre, la diminution de ces investissements en stocks explique amplement le fléchissement de la production totale.

Les consommateurs ont eux aussi fait preuve de prudence en 1990. Au dernier trimestre, les dépenses en termes réels des particuliers avaient baissé de 1/2 % environ par rapport à leur niveau de l'année précédente. La demande de biens, de biens durables surtout, avait fortement fléchi, alors que les dépenses réelles consacrées aux services continuaient d'augmenter. Le taux d'épargne des particuliers a enregistré, selon les estimations, une légère hausse pour l'ensemble de l'année, en dépit d'une baisse marquée au second trimestre, durant lequel les ménages ont puisé dans leurs économies pour effectuer leurs derniers versements au titre de l'impôt pour l'année d'imposition 1989. Ces versements étaient exceptionnellement élevés parce que les retenues effectuées à la source en 1989 ne reflétaient pas les effets de certaines mesures fiscales adoptées la même année.

Le ralentissement de la demande intérieure, en particulier la baisse des dépenses réelles consacrées aux produits de l'industrie automobile ainsi qu'à la machinerie et l'équipement, s'est traduit par une réduction des importations de biens en volume. Par contre, le volume des exportations canadiennes a progressé d'environ 4 1/2 % sur l'ensemble de l'année, malgré une détérioration accrue de la position concurrentielle de bon nombre d'exportateurs canadiens et le ralentissement marqué du rythme d'expansion de l'économie américaine. La demande de produits canadiens sur les marchés mondiaux a été maintenue grâce à la vigueur persistante de la croissance économique dans les grands pays industriels d'outre-mer, notamment l'Allemagne et le Japon. À ce chapitre, le redressement du volume des exportations de blé consécutif à une augmentation des récoltes en 1989 et à une moisson record en 1990 a joué un rôle particulièrement important.

À la faveur de la remontée des exportations, l'excédent de la balance commerciale en termes nominaux est passé de quelque 7 milliards en 1989 à un peu moins de 11 milliards de dollars en 1990. Cependant, le déficit global de la balance courante ne s'est virtuellement pas modifié, car l'accroissement des recettes nettes au titre de la balance commerciale a été neutralisé par une augmentation des revenus de placement versés aux non-résidents et par une hausse du déficit du poste des voyages.

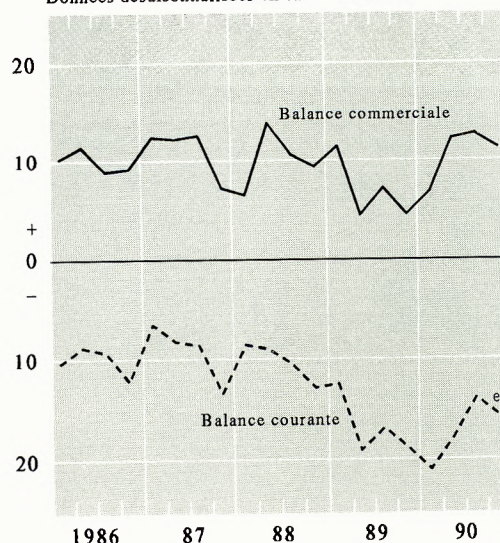
Les marchés du travail sont restés assez tendus au Canada jusqu'au milieu de l'année. Le taux de chômage, ramené à 7,2 % en mars, son plus bas niveau en neuf ans, a été en moyenne de 7,5 % pour l'ensemble du premier semestre. Toutefois, vu que l'économie s'est ralentie au cours des mois qui ont suivi et que les coûts salariaux ont continué leur progression, l'emploi a commencé à reculer, et le taux de chômage a grimpé pour atteindre 9,3 % en décembre.

L'activité économique s'est surtout ralentie dans la région centrale du pays. En Ontario, le taux de chômage a atteint 7,8 % en décembre, contre 5,4 % un an plus tôt, tandis qu'une hausse d'ampleur similaire au Québec a porté le taux à 11,7 %. L'atonie de l'activité dans le centre du pays tient à un certain nombre de facteurs : le recul des dépenses affectées aux

Quelques postes

Milliards de dollars

Données désaisonnalisées en chiffres annuels



° Estimation

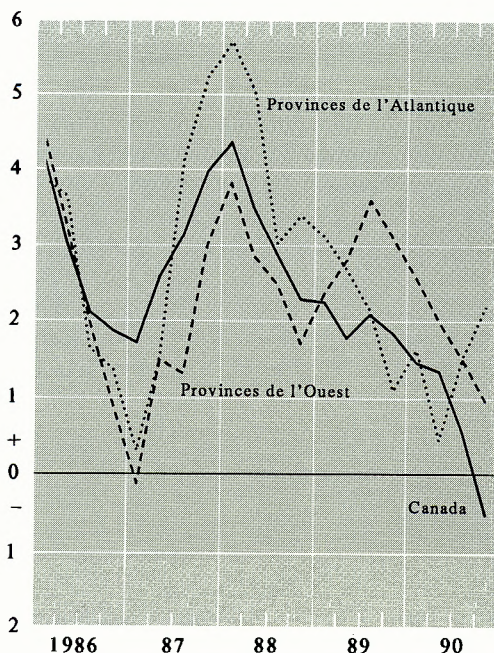
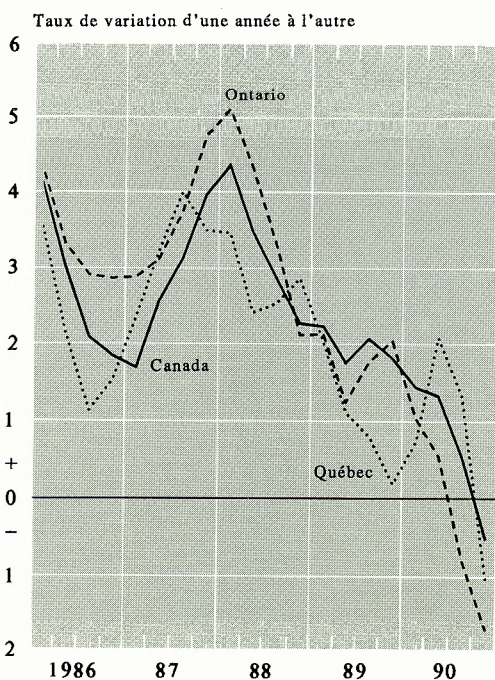
produits de l'automobile en Amérique du Nord, qui a fait baisser la production, concentrée en Ontario, du matériel de transport et des produits connexes comme l'acier, le plastique et le caoutchouc; la faiblesse des investissements dans cette province; et le repli marqué de l'activité dans les industries du meuble, du textile et de la confection, établies surtout au Québec et en Ontario. Quant à l'activité dans les secteurs de l'immobilier et de la construction, surtout la construction de logements, elle a connu un ralentissement prononcé dans la partie centrale du pays, particulièrement dans la région de Toronto.

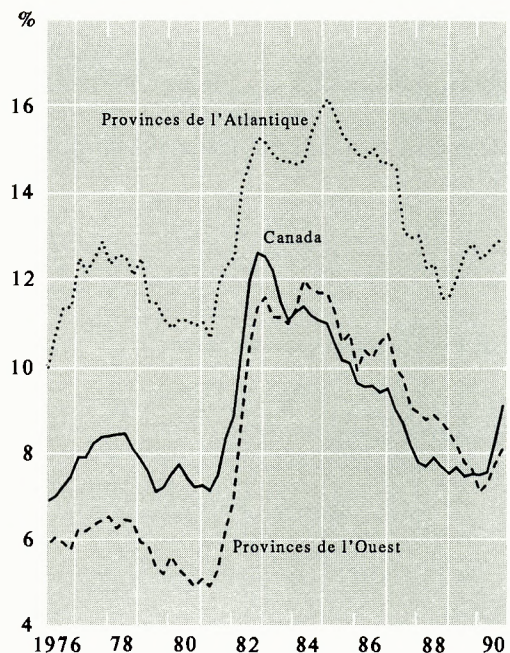
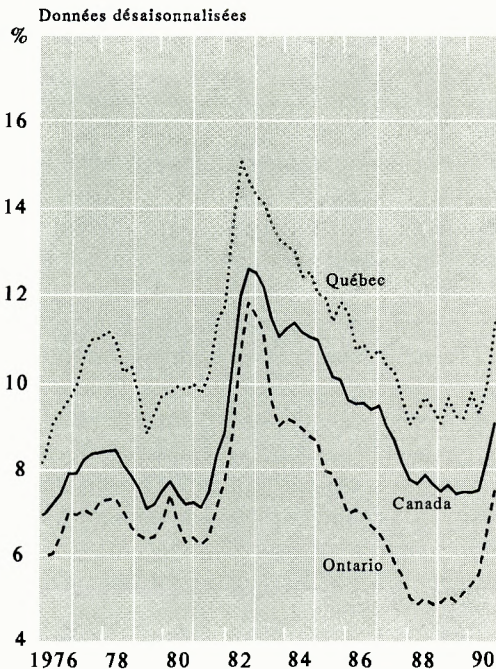
Dans les provinces de l'Atlantique, le rythme de croissance de l'emploi s'est fortement accéléré; à la fin de l'année, le niveau de l'emploi y dépassait de presque 2 % le chiffre de décembre 1989, alors que la moyenne nationale avait baissé de plus de 1 %. La forte progression de l'emploi dans les secteurs des services aux entreprises et de la construction ainsi que le maintien des investissements dans les industries d'exploitation des ressources naturelles et dans

les services publics ont limité l'incidence que le ralentissement de l'économie canadienne pourrait avoir dans la région. Toutefois, les prix peu élevés du homard et la diminution des prises de poisson de fond ont contribué à affaiblir le secteur de la pêche. La production dans les autres industries d'exploitation des ressources naturelles a aussi accusé une baisse, en partie à cause des grèves qui ont frappé les industries extractives et les industries d'exploitation des produits de la forêt.

Dans les provinces des Prairies, la progression de l'emploi est restée supérieure à la moyenne nationale, grâce entre autres à la vigueur des investissements dans ces deux derniers secteurs. Par ailleurs, de gros investissements ont été effectués dans les réseaux de distribution du gaz naturel, à la lumière des taux élevés d'utilisation des réseaux de collecte et des perspectives d'accroissement des ventes sur les marchés américains. La production et le volume des exportations de grains ont augmenté grâce à une récolte record, mais celle-ci ne s'est pas tra-

Croissance de l'emploi



Taux de chômage

duite par une forte augmentation des revenus; la raison en est que les importantes subventions accordées à l'agriculture en Europe et aux États-Unis, conjuguées au fait que les récoltes ont été généralement bonnes partout dans le monde, ont fait baisser les cours des grains. En outre, les administrations fédérale et provinciales ont réduit les subventions qu'elles octroient aux agriculteurs.

En Colombie-Britannique, la croissance de l'emploi est restée relativement forte en 1990; de plus, la population active a continué de progresser très rapidement grâce à l'entrée de travailleurs provenant d'autres provinces et de l'étranger. L'économie de la Colombie-Britannique, soutenue par la vigueur persistante des dépenses de consommation et de la construction, s'est montrée particulièrement robuste au premier semestre. L'activité économique s'est ralentie au deuxième semestre sous l'effet de la baisse des cours des produits de base; en particulier, les prix du bois d'œuvre ont beaucoup fléchi en raison du recul marqué de la construction de logements aux États-Unis.

L'inflation et les coûts

À la faveur d'une atténuation des pressions de la demande, la tendance à l'accélération de la hausse des prix à la consommation observée tout au long de 1989 et au début de 1990 s'est arrêtée, puis a commencé à s'inverser. Le rythme d'accroissement sur 12 mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) est passé d'un sommet de quelque 5½ % au début de 1990 à environ 4¼ % au troisième trimestre. L'absence de nouvelles majorations importantes des impôts indirects en 1990 a sûrement contribué à ce ralentissement, mais il reste que les mesures de l'inflation qui ne tiennent pas compte des effets des impôts indirects ont aussi affiché une baisse au cours de la période. Au quatrième trimestre cependant, le taux d'inflation est remonté à 5 %, à la suite de l'augmentation des cours mondiaux du pétrole issue de l'aggravation des tensions dans le golfe Persique. Ce taux s'est encore accru de façon marquée au début de 1991 sous l'effet de la hausse du niveau général des prix, attribuable principalement à l'entrée en vigueur de la TPS le 1^{er} janvier.

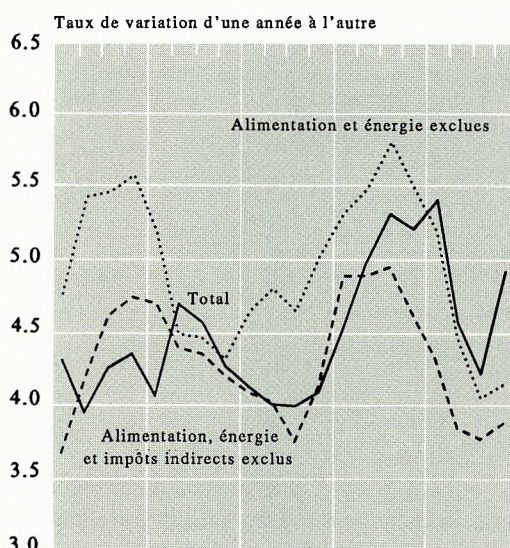
L'atténuation des pressions inflationnistes de la demande est aussi attestée par l'évolution de l'indice de prix à pondérations fixes du produit intérieur brut, qui couvre un large éventail de biens et de services produits au Canada. Le taux d'inflation mesuré par cet indice a été plus faible que le taux d'augmentation des prix à la

consommation, en raison surtout de la baisse des prix des biens d'équipement et des prix à l'exportation de la plupart des produits de base autres que le pétrole.

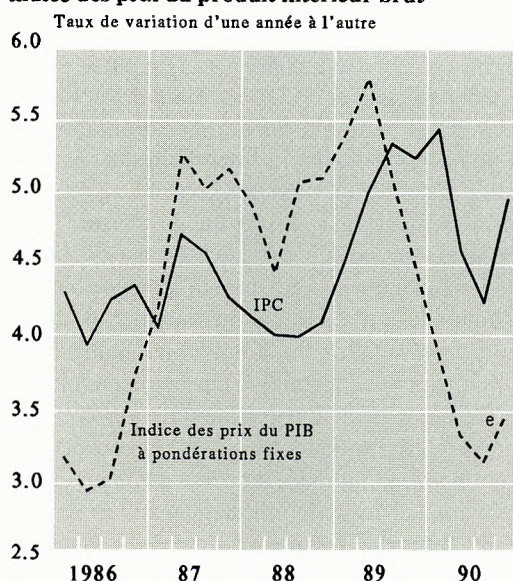
La faiblesse de la demande intérieure et le niveau plus bas des prix à l'exportation ont entraîné un amenuisement des marges bénéficiaires des sociétés en 1990. Seul le secteur énergétique, où la montée des cours du pétrole a permis un accroissement des bénéfices, a été épargné.

La progression continue des coûts intérieurs a aussi contribué à la compression des marges bénéficiaires. De fait, il n'y a guère eu jusqu'à maintenant de preuves tangibles que se soit produite la modération des hausses de coûts nécessaire à la réalisation de progrès soutenus dans la lutte contre l'inflation. Les marchés du travail sont restés tendus durant tout le premier semestre, et les coûts salariaux ont poursuivi leur ascension. L'indice à pondérations fixes des gains horaires moyens publié par Statistique Canada a augmenté de près de 6 % en moyenne en 1990, contre à peine plus de 5 % en 1989. Les augmentations des taux salariaux de base stipulées dans les principales conventions collectives ont connu une évolution semblable, les

Indice des prix à la consommation

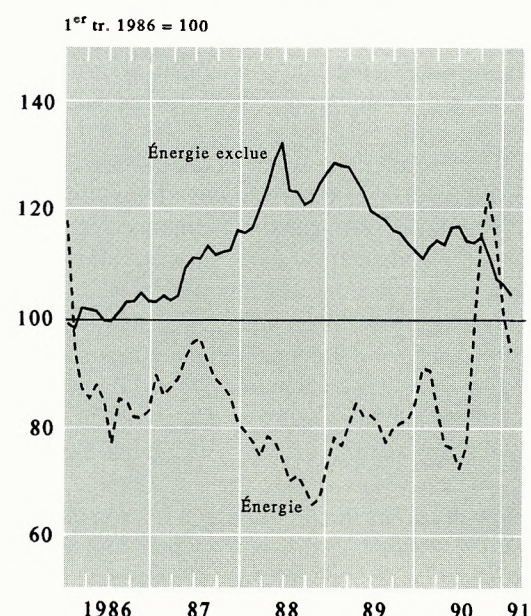


Indice des prix à la consommation et indice des prix du produit intérieur brut

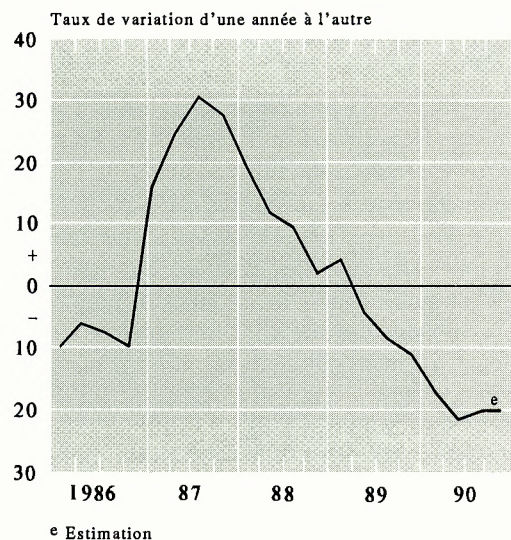


e Estimation

Indices des cours des produits de base en dollars canadiens - Banque du Canada



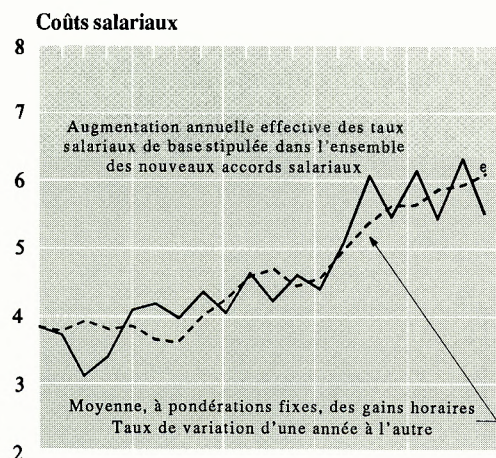
Bénéfices des sociétés



hausse salariales consenties dans le secteur privé étant un peu plus élevées en moyenne que celles du secteur public. Qui plus est, malgré les efforts des entreprises, en particulier celles des secteurs des ressources naturelles et de la fabrication, pour rationaliser leurs opérations et accroître leur productivité, on estime que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de plus de 6 % au cours de 1990. L'incidence nette de la majoration des contributions des employeurs à l'assurance-chômage et le nouveau mode de financement du système d'assurance-santé en Ontario expliquent environ un point de pourcentage de cette hausse.

Le fait que l'essoufflement de l'activité économique a surtout touché la région centrale

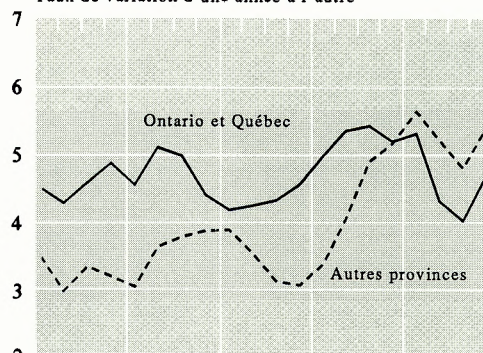
Indicateurs de l'évolution des coûts à la production



Indicateurs de l'évolution à l'échelle régionale

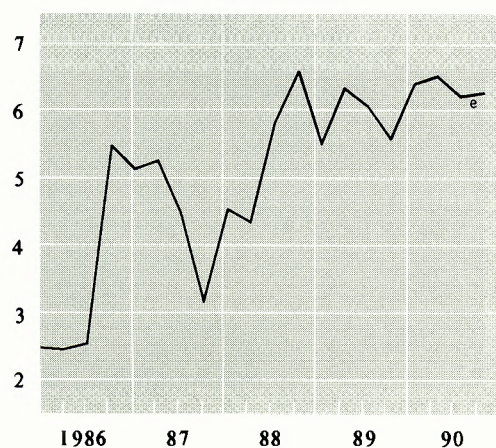
Prix à la consommation

Taux de variation d'une année à l'autre

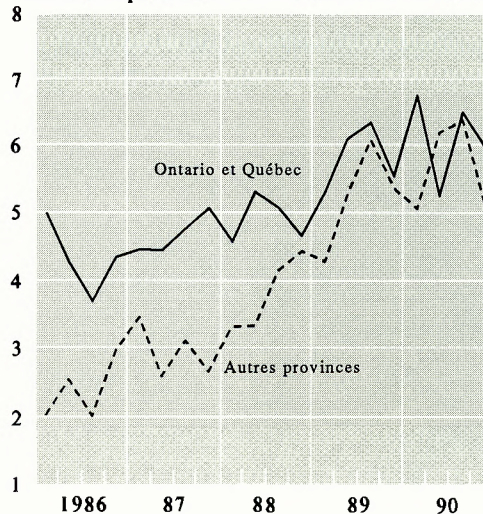


Coûts de main-d'œuvre par unité produite

Taux de variation d'une année à l'autre



Augmentation annuelle effective des taux salariaux de base stipulée dans les nouveaux accords salariaux



e Estimation

du pays se reflète dans le profil d'évolution de l'inflation sur le plan régional. Le taux d'accroissement des prix à la consommation s'est ralenti en Ontario, par suite notamment de la baisse du prix des maisons neuves. Par contre, l'inflation s'est accélérée dans les provinces de l'Ouest et de l'Atlantique; ces deux régions ont affiché en 1990 un taux d'augmentation des prix à la consommation supérieur à celui de la région centrale. Au Québec, le taux d'inflation a été plus élevé qu'en Ontario, mais il est resté au-dessous de la moyenne enregistrée dans l'ensemble des autres régions. En dépit du fléchissement marqué de l'activité économique en

Ontario, les augmentations salariales négociées dans cette province ont été supérieures à la moyenne nationale, tout comme celles qui ont été consenties en Colombie-Britannique et dans les provinces de l'Atlantique. Les hausses négociées au Québec, dans les provinces des Prairies et dans le secteur public fédéral ont été inférieures à la moyenne nationale.

En janvier 1991, le taux d'augmentation de l'IPC sur 12 mois s'est vivement accéléré pour s'établir à plus de 6¾ %, ce qui est imputable, dans une large mesure, à l'entrée en vigueur de la TPS le premier jour du mois.

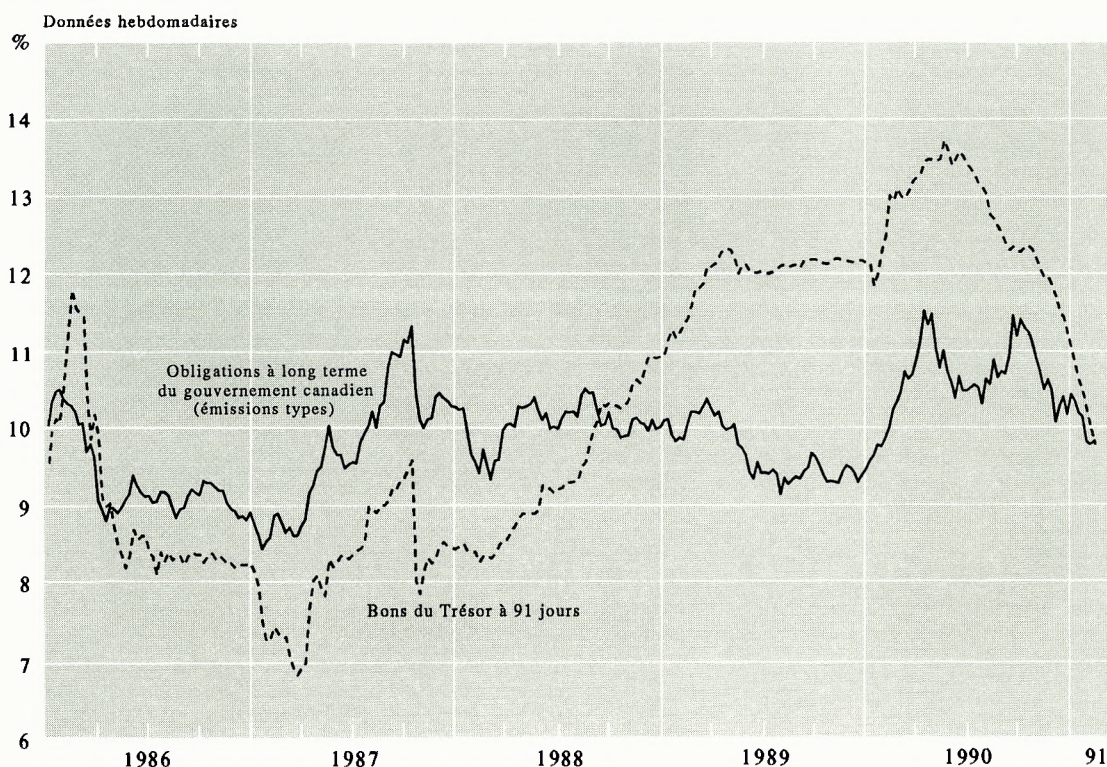
L'évolution monétaire et financière

Le ralentissement de la croissance de la dépense globale s'est traduit par une décélération marquée du rythme de progression des agrégats monétaires et des agrégats du crédit en 1990 et il a permis un fléchissement sensible des taux d'intérêt à court terme à partir de la fin du printemps. Les taux d'intérêt à long terme, par contre, ont augmenté en 1990, reflétant l'influence du resserrement des marchés mondiaux des capitaux de même que certaines considérations d'origine interne.

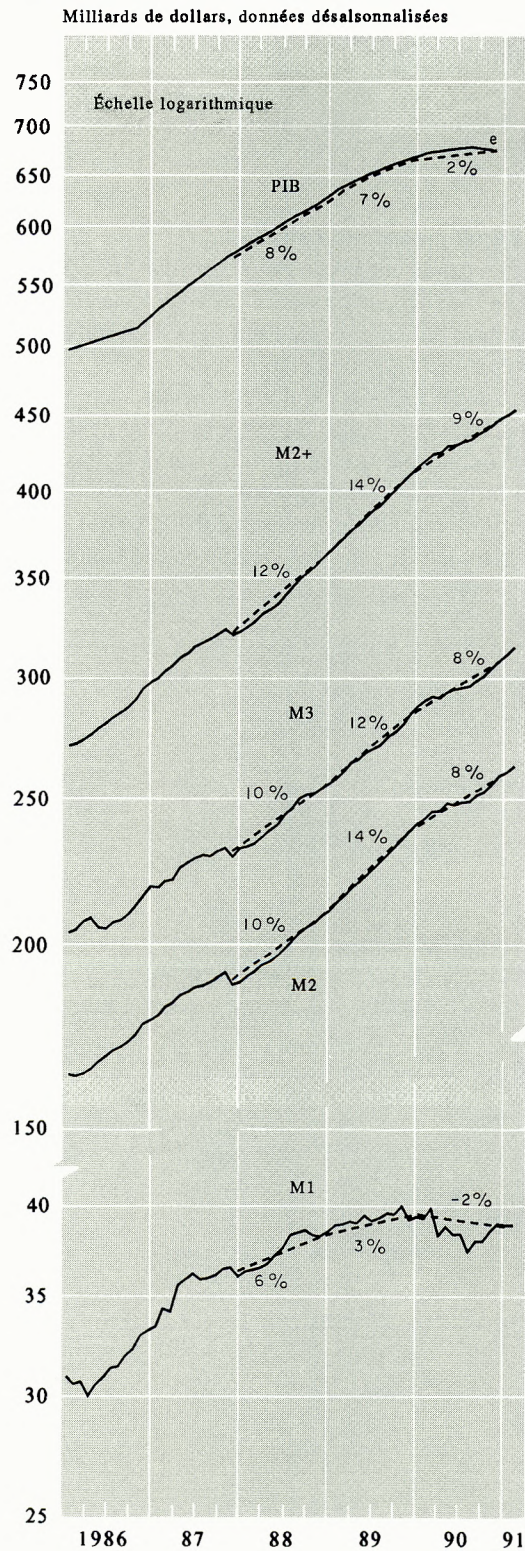
Les agrégats monétaires

Après une accélération sensible en 1988 et 1989, le taux de croissance des agrégats au sens large M2 et M2+ est tombé en 1990 sous la barre des 10 % pour s'établir autour de 8½ %. Cette décélération s'explique principalement par le ralentissement du rythme d'expansion de la dépense globale. Le taux de croissance des agrégats M2 et M2+ est néanmoins demeuré bien au-dessus de celui de la dépense globale, ce qui s'inscrit dans le sens de la tendance à la hausse

Taux d'intérêt canadiens



Agrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)



M2+ :
M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires et dépôts à la Caisse d'épargne de l'Ontario et dans les succursales du Trésor de la province d'Alberta

M3 :
M2 plus dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M2 :
M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M1 :
Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

Nota : Les taux de croissance expriment la variation entre le dernier trimestre de l'année précédente et celui de l'année indiquée. Les données du PIB sont des données trimestrielles, celles des agrégats monétaires des données mensuelles.

^e Estimation pour le quatrième trimestre

qu'a affichée le ratio de ces agrégats au produit intérieur brut pendant la majeure partie des deux dernières décennies. De nouveau en 1990, la faiblesse de la campagne annuelle de ventes d'obligations d'épargne du Canada a stimulé la progression de ces agrégats au dernier trimestre, surtout celle de M2.

La croissance de l'agrégat M3 a également fléchi sous la barre des 10 % pour s'établir elle aussi autour de 8½ %. Cette décélération s'explique surtout par le ralentissement de la demande de crédit, notamment celle adressée aux banques.

L'agrégat au sens étroit M1 a fléchi d'à peu près 2 % pour l'année, reflétant la faible croissance de la dépense globale et l'influence retardée de la montée des taux d'intérêt au début de l'année. Il a connu de fortes fluctuations pendant l'année, accusant notamment une contraction prononcée au premier semestre et une reprise notable au second. Ce comportement s'explique en bonne partie par l'évolution des taux d'intérêt. En faisant augmenter le coût de détention des encaisses monétaires comprises dans l'agrégat M1, la hausse du loyer de l'argent a contribué ces dernières années à maintenir la progression de cet agrégat bien en deçà de celle de la dépense globale, tendance qui s'est poursuivie au premier semestre de 1990. Plus récemment, la baisse du loyer de l'argent a encouragé les entreprises et les particuliers à reconstituer leurs encaisses monétaires. Cela devrait se traduire par une croissance de M1 plus forte que celle de la dépense globale dans les prochains mois. L'ampleur inhabituelle des fluctuations du solde des effets du secteur privé en cours de compensation en 1990 a également contribué au profil heurté de M1 pendant l'année.

Les agrégats du crédit

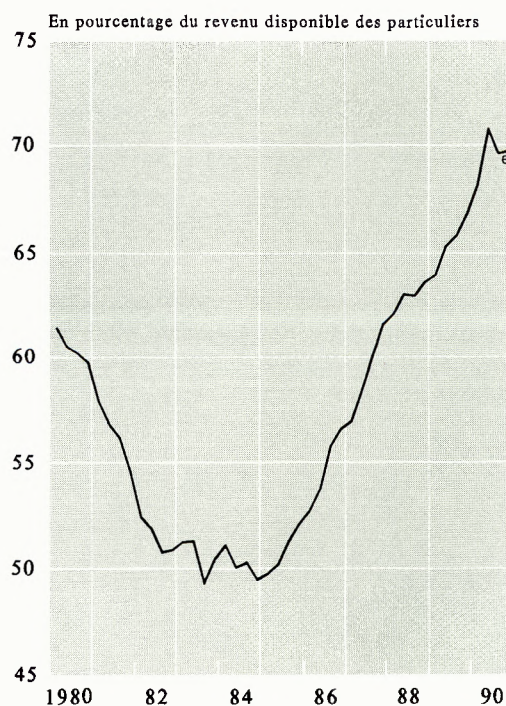
Un ralentissement prononcé de la demande de crédit a été observé en 1990. La croissance de l'ensemble de l'endettement des principaux secteurs non financiers est passée de 10 % au cours des deux années précédentes à un peu plus de 7 %, soit son taux le plus bas depuis 1983. Ce ralentissement est imputable à la diminution de la demande de crédit des entreprises et des ménages.

Le rythme d'accumulation de la dette

publique est resté à peu près inchangé par rapport à 1989, après avoir affiché une forte décélération au cours des six dernières années, laquelle était particulièrement prononcée au palier fédéral. Grâce en partie à l'augmentation inespérée des recettes consécutive à la réforme fiscale, les besoins de financement des administrations publiques ont pu être contenus en 1990, malgré l'accroissement du service de la dette et le ralentissement économique.

Soutenue entre autres par la forte appréciation des biens immobiliers, la progression de l'endettement des ménages a été particulièrement rapide au cours des dernières années. Elle a atteint un rythme moyen de 16 % de 1987 à 1989, soit un taux fort supérieur à celui du revenu disponible des particuliers, ce qui, au dernier trimestre de 1989, avait porté le ratio de l'endettement au revenu pour l'ensemble des ménages au niveau jusque-là inégalé de 67 %. L'augmentation des taux d'intérêt, le ralentissement de l'activité économique et la réduction

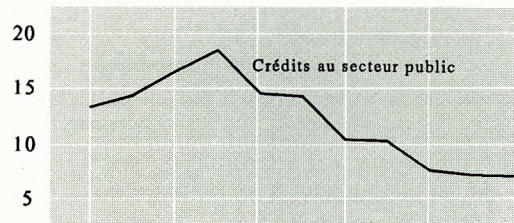
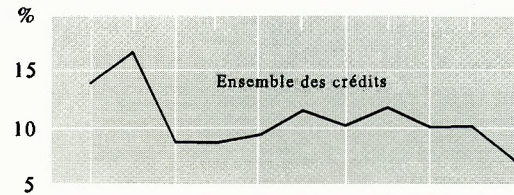
Crédits aux ménages¹



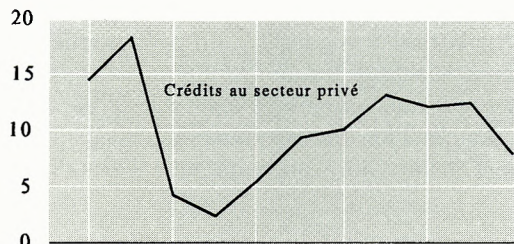
1. Ensemble des institutions de prêt

e Estimation

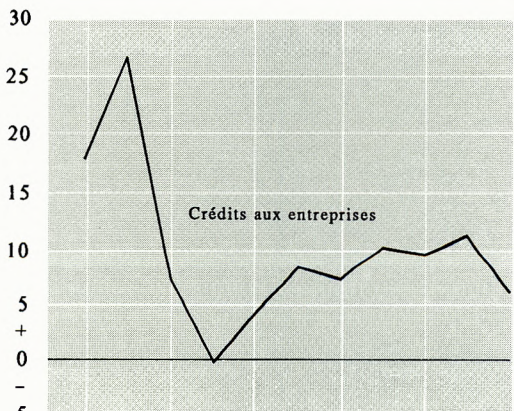
Agrégats du crédit¹



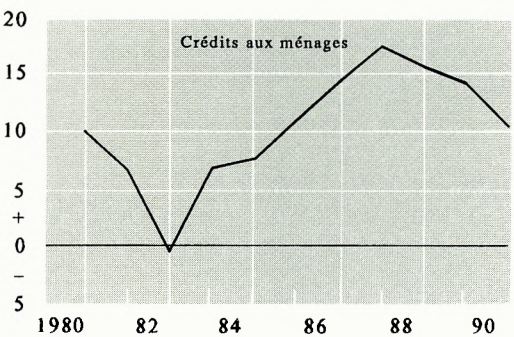
Ensemble des crédits au secteur public² :
Prêts aux administrations fédérale, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales



Ensemble des crédits au secteur privé :
Ensemble des crédits aux entreprises et aux ménages



Crédits aux entreprises² :
Prêts et baux financiers accordés aux entreprises non financières plus acceptations bancaires, papier commercial, obligations et actions émis par elles



Crédits aux ménages :
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation

1. Taux de croissance entre le dernier trimestre de l'année précédente et celui de l'année indiquée
2. Ajustés pour retrancher l'effet des fluctuations du taux de change sur la dette libellée en devises

consécutives des prix des maisons – particulièrement dans le Sud de l'Ontario – ont entraîné un fléchissement considérable de la demande de crédit des ménages en 1990. Ce fléchissement s'est manifesté au niveau des emprunts hypothécaires et des emprunts personnels, étant donné la faiblesse des prix et de l'activité sur le marché de l'immobilier et le ralentissement des dépenses de consommation. À 10 % en moyenne au cours de l'année, la croissance de l'endettement des ménages est néanmoins demeurée plus rapide que celle du revenu disponible, et on estime que le ratio d'endettement s'est élevé à près de 70 % au dernier trimestre de 1990.

Malgré une forte baisse de leurs bénéfices, les entreprises ont considérablement réduit leurs demandes de financement en 1990, particulièrement au second semestre. La croissance de l'encours des crédits aux entreprises, qui avait été de 10 % en moyenne de 1987 à 1989, est tombée à 6 % en 1990. Un contrôle plus serré des stocks, le report de projets d'investissement et une réduction du nombre de prises de contrôle d'entreprises ont contribué à restreindre la demande de crédit. Devant la baisse des bénéfices, les sociétés ont réduit leur accumulation d'actifs financiers. Quant au ratio de la dette à

l'actif propre des entreprises non financières, il a continué d'augmenter en 1990, mais, compte tenu du recours modéré à l'endettement dans le financement de l'expansion récente, il demeure plus faible qu'il ne l'était en 1985 au moment de la relance de l'investissement. Toutefois, vu la contraction des bénéfices des entreprises et la montée des coûts en intérêts, la proportion des paiements d'intérêts par rapport à ces bénéfices se situe maintenant à son niveau le plus élevé depuis 1983.

La détérioration des conditions économiques a incité les institutions financières à se montrer plus circonspectes dans l'octroi de prêts ou de lignes de crédit; elle n'a cependant pas entamé leur capacité de poursuivre leurs opérations de financement. Dans l'ensemble, les institutions prêteuses ont dégagé des bénéfices d'exploitation élevés au cours des dernières années et elles ont considérablement renforcé leurs assises financières. Les grandes banques canadiennes, par exemple, ont constitué d'importantes provisions pour pertes sur prêts souverains, et, comme on l'indique plus loin, leur ratio des fonds propres aux avoirs pondérés en fonction des risques se compare avantageusement aux normes qui ont été proposées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et adoptées au Canada par le surintendant des institutions financières. Quoique la proportion des prêts en souffrance ainsi que le montant des pertes sur prêts aient augmenté en 1990, ils demeurent tous les deux assez faibles par rapport à la moyenne des années 80, de sorte que la rentabilité des institutions financières dans l'ensemble est restée relativement élevée.

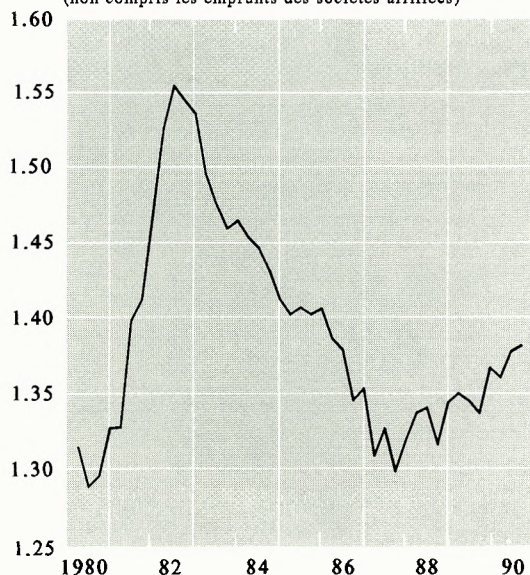
Taux d'intérêt et taux de change

Après avoir affiché une grande stabilité pendant la majeure partie de 1989, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé de près de 175 points de base au cours des cinq premiers mois de 1990 avant de redescendre progressivement. À la fin de l'année, le taux du papier commercial à trois mois avait baissé d'environ 250 points par rapport au sommet de 14% atteint au mois de mai.

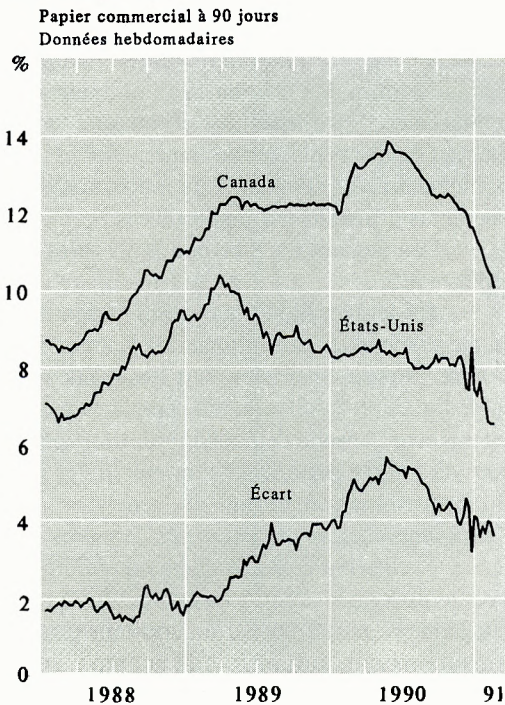
Devant les indications préliminaires d'une réduction des pressions de la dépense globale sur l'appareil de production, la Banque du

Ratio d'endettement des entreprises

(non compris les emprunts des sociétés affiliées)



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



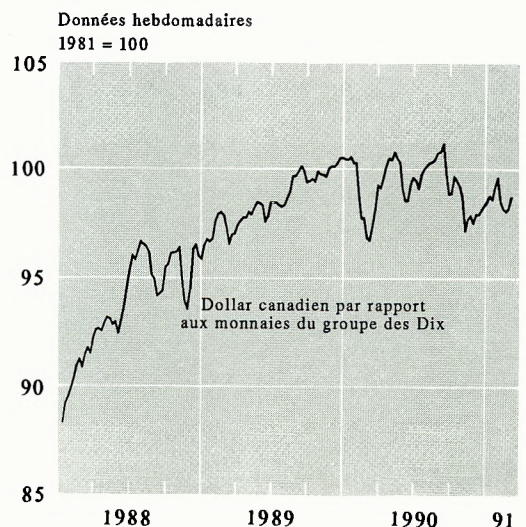
Canada a tenté d'encourager une légère diminution des taux d'intérêt à court terme au pays dès le début de 1990. Cette tentative s'est heurtée à l'augmentation des taux d'intérêt sur les marchés internationaux des capitaux et elle a fait entrevoir la possibilité d'un rétrécissement prononcé des écarts entre les taux canadiens et étrangers, ce qui a déclenché une chute précipitée du dollar canadien et provoqué un redressement marqué des taux d'intérêt à court terme. Au début, l'augmentation des taux à court terme a contrebalancé l'influence expansionniste de la dépréciation du dollar canadien sur la demande globale, mais étant donné les signes que cette dernière demeurerait vigoureuse et la persistance des pressions inflationnistes au pays, la Banque ne s'est pas opposée à un raffermissement continu des taux d'intérêt même après que le dollar se soit redressé. Au deuxième trimestre, les inquiétudes soulevées par la perspective d'un échec de l'Accord du lac Meech sont venues exercer de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar et des pressions concomitantes à la hausse sur les taux d'intérêt. Par la suite, le ralentissement de

la demande globale et l'atténuation des pressions inflationnistes ont permis un assouplissement graduel des taux d'intérêt à court terme. L'écart entre les taux canadiens et américains du papier commercial à 90 jours s'est ainsi élargi jusqu'à un maximum de 5,6 points de pourcentage au mois de mai, puis il est revenu à moins de 4 points à la fin de l'année, soit près du niveau qu'il affichait à la fin de 1989.

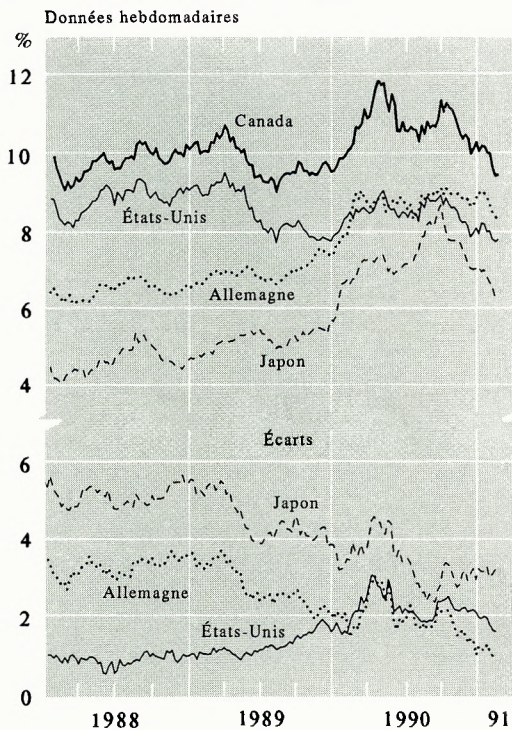
Bien qu'il ait fait l'objet de fluctuations prononcées pendant l'année, le dollar canadien cotait 0,8621 dollar É-U à la fin de 1990, à peu près son taux de clôture à la fin de l'année précédente. Par rapport à une moyenne pondérée des monnaies du groupe des Dix, il s'est déprécié d'environ 2 %.

Le taux de rendement des obligations à long terme a accusé en 1990 une forte augmentation, imputable principalement à la montée généralisée des taux d'intérêt à long terme qu'ont produite sur les marchés mondiaux des capitaux un certain nombre de facteurs, dont la vigueur de l'activité économique outre-mer, notamment au Japon et en Allemagne, les perspectives d'une augmentation de la demande de capital provenant de la libéralisation des économies de l'Europe de l'Est et la crise du golfe Persique. La hausse des taux à long terme a toutefois été sensiblement plus prononcée au Canada qu'aux États-Unis, et l'écart entre les taux des obliga-

Taux de change



Taux de rendement des obligations à 10 ans des gouvernements canadien et étrangers



tions des gouvernements des deux pays, qui s'établissait à moins de 1½ point de pourcentage à la fin de 1989, s'est creusé à plus de 2 points. L'élargissement de cet écart au moment où le taux d'inflation devenait moins élevé au Canada qu'aux États-Unis témoigne en partie de l'incertitude accrue engendrée par la situation politique au pays et en partie de l'engouement que la situation internationale a suscité pour les titres américains.

Dans l'ensemble, l'évolution des taux administrés a suivi de près celle des taux du marché pour les échéances correspondantes. Les banques à charte ont relevé le taux de base de leurs prêts aux entreprises de 1¼ point de pourcentage au premier semestre sous l'influence de l'augmentation des taux à court terme, puis l'ont abaissé de 2 points au second semestre, pour le porter à 12¾ % à la fin de l'année. Les taux des prêts hypothécaires ont affiché un profil assez similaire, accusant toutefois au début de l'année une augmentation plus prononcée, qui reflète

l'évolution du taux de rendement des obligations. Le taux des prêts à la consommation a quant à lui connu une évolution sensiblement différente; son augmentation au début de l'année a été nettement moins marquée que celle des autres taux et sa diminution a été moindre par la suite.

Au cours des deux premiers mois de 1991, le niveau des taux d'intérêt à court terme a fléchi d'environ 1½ point de pourcentage, entraînant une diminution de 1½ point du taux de base des prêts bancaires. Les taux à long terme ont baissé d'environ un demi-point et l'écart qu'ils affichaient par rapport aux taux américains correspondants s'est rétréci à près de 1¼ point de pourcentage. Quant au dollar canadien, il s'est légèrement raffermi pendant cette période.

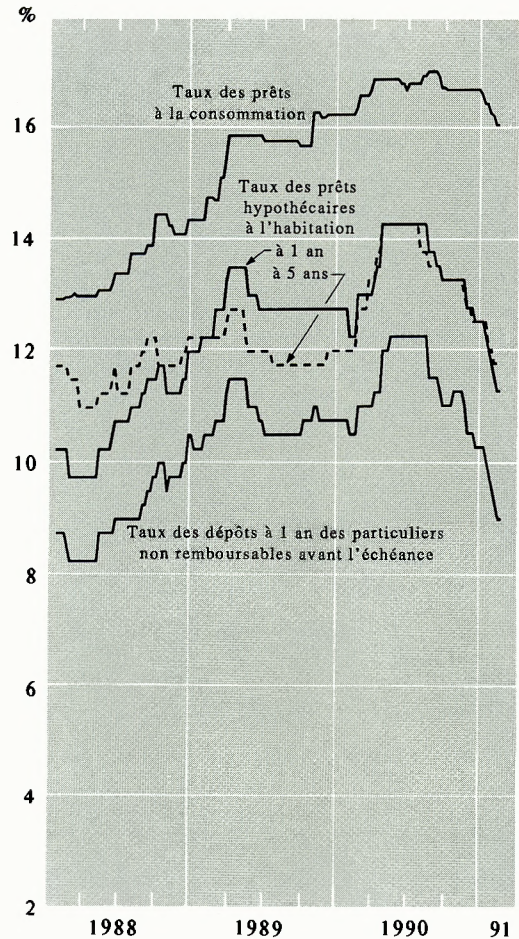
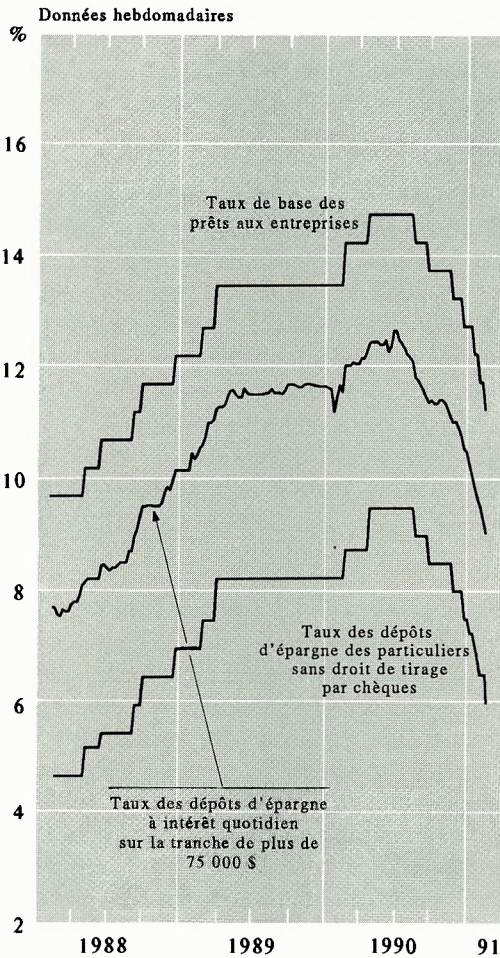
Autres aspects de l'évolution financière

En 1990, la Banque du Canada a continué d'accorder son concours aux travaux de remaniement des systèmes canadiens de compensation et de règlement. Ces travaux visent à réduire les risques inhérents à ces systèmes et à en accroître l'efficacité et la sécurité tant pour ceux qui les utilisent que pour ceux qui les exploitent. Les questions en jeu sont complexes; mais, au-delà de cette complexité, il est capital que les participants soient incités à déterminer et à réduire les risques qu'ils encourent et qu'ils soient en mesure de le faire. Les autres questions touchent à la répartition des risques, à l'accessibilité des systèmes et à la surveillance exercée par les pouvoirs publics.

La Banque collabore avec l'Association canadienne des paiements à l'étude du projet de mise sur pied d'un système de transfert de paiements de grande valeur. L'implantation d'un tel système devrait, en plus de réduire le risque systémique, présenter des avantages considérables comme la certitude de règlement pour les institutions financières et la finalité des paiements le même jour pour les usagers du système des paiements. On entend tirer les mêmes avantages des mécanismes de compensation et de règlement des opérations sur titres et sur devises.

Les travaux relatifs aux dispositifs de compensation et de règlement des opérations sur titres ont progressé dans un certain nombre de

Quelques taux d'intérêt des banques



domaines. La Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS) et les pouvoirs publics étudient actuellement les mécanismes de réduction des risques et les autres questions de politiques. Avec la collaboration de la Banque et d'autres institutions financières, la CDS a jusqu'ici immobilisé 74 % de l'encours des obligations du gouvernement canadien. Par ailleurs, la conception d'un nouveau système de compensation et de règlement de la plupart des transactions sur titres de dette et titres du marché monétaire se poursuit. Parallèlement, des progrès considérables ont été accomplis par les comités constitués au Canada, et auxquels siège la Banque, pour étudier l'applicabilité des recommandations relatives aux mécanismes de

compensation et de règlement des opérations sur titres que contient le rapport du groupe des Trente.

La Banque des Règlements Internationaux a publié en novembre 1990 le *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du groupe des Dix*. Ce comité, auquel siégeait un représentant de la Banque du Canada, a examiné l'apport aux systèmes de compensation des ordres de paiement interbancaires et des opérations de change. Il recommande des normes minimales en ce qui concerne la conception et le fonctionnement de tels systèmes afin que soit garantie la gestion prudente du risque de crédit et du risque de liquidité et propose un cadre de

suivi effectif. La pertinence des recommandations du rapport ne se limite pas aux paiements internationaux et aux marchés des changes, les normes minimales constituant aussi un point de départ utile à l'évaluation des procédures de gestion des risques associés à la compensation et au règlement d'autres transactions financières.

Sur le plan législatif, les textes remaniés de la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt* et de la *Loi sur les banques* ont été déposés au Parlement à l'automne. Les lois régissant les compagnies d'assurance et les coopératives de crédit ainsi que d'autres lois connexes seront également révisées. Elles englobent les principaux éléments de la politique nationale relative au nouveau cadre législatif des institutions financières à charte fédérale. En vertu des nouvelles lois, les banques à charte ne seront plus obligées de tenir des réserves en contrepartie de leur passif-dépôts. Cette modification n'influera aucunement sur la capacité de la Banque de mettre en œuvre la politique monétaire, mais les aspects techniques de la conduite au jour le jour de cette dernière devront être modifiés en conséquence. La Banque publiera incessamment un autre document de travail sur cette question et continuera d'agir en concertation avec les principales institutions financières au sujet du fonctionnement du nouveau système.

Les grandes banques canadiennes ont continué d'accroître leurs fonds propres, devan-

çant les échéances prévues dans le calendrier recommandé par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. À cet égard, les six grandes banques du pays ont atteint le ratio minimal intermédiaire des fonds propres aux avoirs pondérés en fonction des risques, soit 7,25 %, auquel elles devaient se conformer avant la fin de 1990. Qui plus est, elles ont dépassé le ratio de 4 % du noyau de fonds propres qu'elles devaient atteindre avant la fin de 1992. Certaines de ces banques se sont en outre déjà conformées, avant l'échéance de 1992, à la norme de 8 % établie pour l'ensemble des fonds propres.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire note dans son document de juillet 1988 intitulé *La convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* qu'il entend explorer les méthodes possibles d'incorporation des risques de marché dans le dispositif de mesure des normes de fonds propres en fonction des risques, lequel a surtout tenu compte jusqu'ici du risque de crédit. Au cours des deux dernières années, le Comité a réalisé des progrès considérables dans l'élaboration d'une approche concertée en matière de mesure des risques (risque de change, risque de position et risque de taux d'intérêt). Le Comité se penche aussi sur des propositions visant à clarifier la définition des fonds propres et à améliorer la qualité des fonds propres des banques internationales.

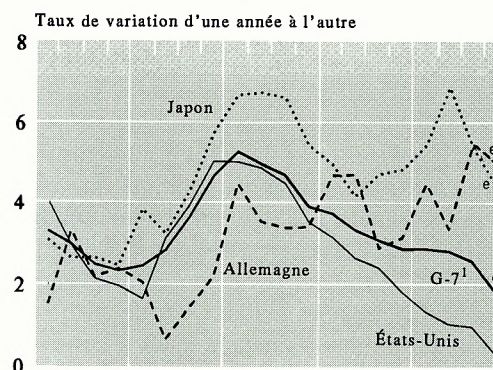
L'évolution internationale

Les grands pays industriels

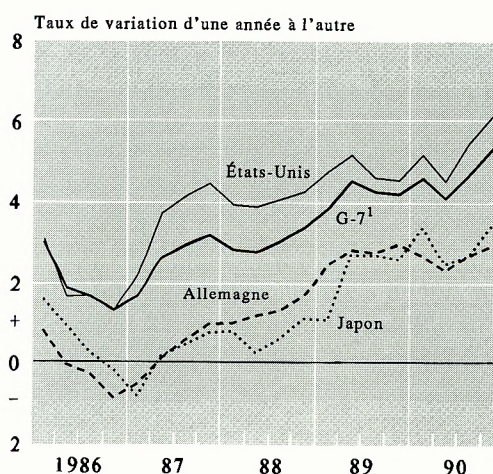
Dans l'ensemble, la décélération du rythme de l'activité économique dans les grands pays industriels s'est poursuivie en 1990; les résultats économiques enregistrés ont néanmoins beaucoup varié d'un pays à l'autre. L'activité s'est nettement ralentie aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni, où les pressions inflationnistes avaient suscité une réaction relativement ferme de la part des autorités monétaires. Maintenant que les conditions de la demande se sont considérablement détendues dans ces trois pays, les pressions inflationnistes sous-jacentes semblent se résorber. En revanche, au Japon et en Allemagne, la croissance de la dépense s'est accélérée, sous l'effet de la vigueur persistante de la demande intérieure et, dans le cas de l'Allemagne, de l'augmentation des dépenses publiques liée à l'unification du pays. Les taux élevés d'utilisation des capacités de production continuent d'exercer des pressions à la hausse sur les prix dans ces deux pays. Au second semestre, l'accroissement des prix à la consommation a été accentué par le renchérissement du pétrole sur les marchés mondiaux, provoqué par la crise du golfe Persique. Le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient au début de 1991 a rendu très incertaines les perspectives d'évolution à court terme du cours du pétrole et de l'inflation dans tous les pays.

Les mouvements enregistrés par les taux de change et les taux d'intérêt en 1990 s'expliquent par l'évolution divergente de la dépense et de la production dans les grands pays industriels. En effet, les taux d'intérêt à court terme ont baissé aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada, où les pressions de la demande affichaient de nets signes de ralentissement, mais ils ont monté au Japon et en Allemagne, où les pressions inflationnistes se sont intensifiées. Cette combinaison de facteurs a fait fléchir le rendement relatif des avoirs libellés en dollars

Production dans les sept grands pays industriels¹



Prix à la consommation



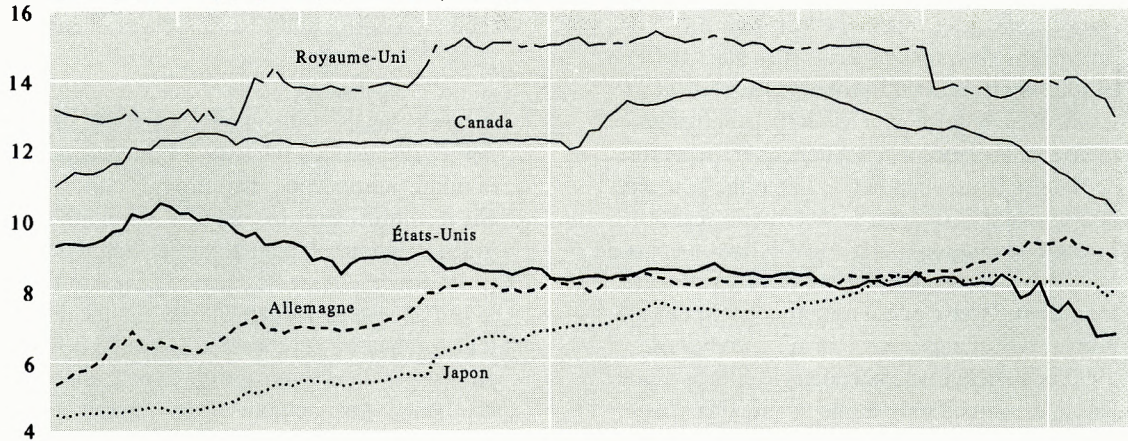
1. États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada : chiffres pondérés par le PIB ou le PNB de 1987
e Estimation

É.-U. et a entraîné un repli de la devise américaine par rapport à la plupart des autres grandes monnaies, surtout durant le deuxième semestre de l'année.

Au premier semestre de 1990, les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté dans la plupart des pays. Cette augmentation

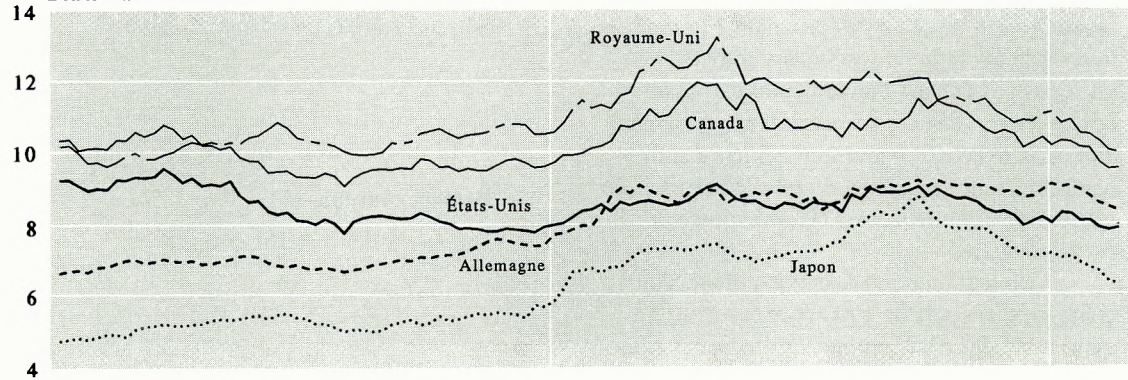
Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans certains grands pays industriels

Taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire, données hebdomadaires



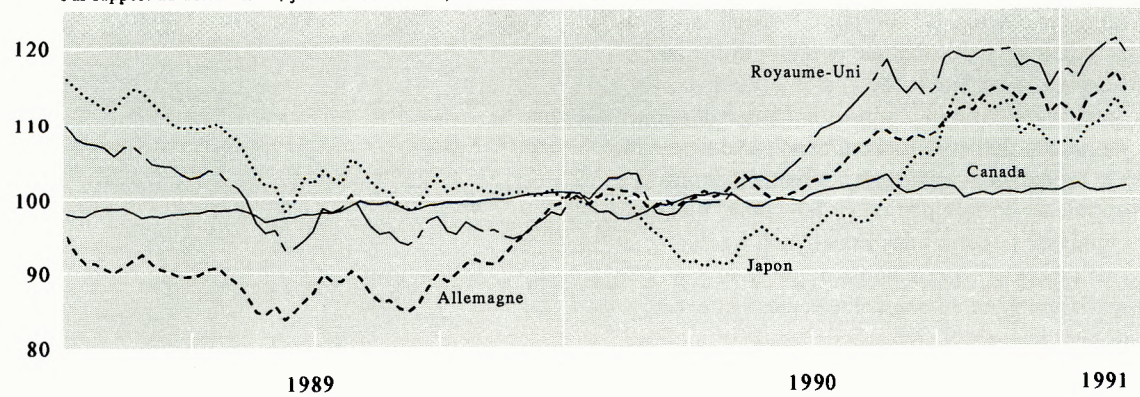
Taux d'intérêt à long terme

Données hebdomadaires



Quelques taux de change

Par rapport au dollar É.-U., janvier 1990 = 100, données hebdomadaires



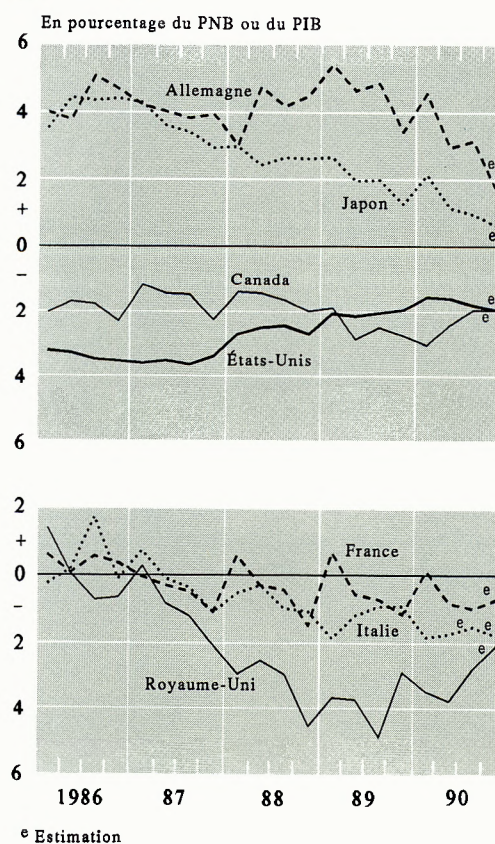
tient en bonne partie à l'accroissement attendu de la demande de capitaux à l'échelle mondiale, compte tenu des événements survenus en Allemagne orientale en particulier mais aussi en Europe centrale et en Europe de l'Est, au moment où la forte expansion de la demande intérieure au Japon et en Allemagne risque fort de réduire le montant net de l'épargne pouvant être placée à l'étranger. L'incertitude accrue quant à l'évolution globale de l'inflation pourrait aussi avoir alimenté la hausse des taux d'intérêt à long terme. Ceux-ci ont toutefois fléchi dans la plupart des grands pays vers la fin de l'année 1990 et au début de 1991, dans le sillage d'une baisse des taux à long terme américains. Les cours des actions se sont repliés de façon marquée en 1990 dans tous les grands pays industriels, phénomène qui s'est accompagné dans certains cas d'un recul des prix dans l'immobilier. Cette évolution a suscité des craintes dans quelques pays quant à la vulnérabilité possible des systèmes financiers à un nouveau tassement de l'activité économique; son incidence sur le comportement des ménages et des entreprises en matière de dépense a aussi été une source de préoccupations.

Un certain nombre de facteurs se sont conjugués au cours de 1990 pour favoriser un ajustement des déséquilibres des balances extérieures entre les grands pays industriels. Au premier rang de ces facteurs venaient les positions conjoncturelles respectives des économies, à savoir une demande intérieure forte au Japon et en Allemagne occidentale et plutôt faible aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada. En outre, vers la fin de l'année, la hausse des cours mondiaux du pétrole a commencé à se répercuter sur les balances extérieures, comprimant les excédents du Japon et de l'Allemagne, tout en aggravant le déficit des États-Unis. La dépréciation du dollar américain par rapport au yen et au mark allemand au deuxième semestre devrait donner un nouvel élan à la demande d'importations au Japon et en Allemagne et freiner les exportations en provenance de ces deux pays. Il est à prévoir que la réunification des deux Allemagnes, devenue officielle en octobre 1990, aura aussi des incidences sur le profil des déséquilibres extérieurs. On s'attend en effet à ce que la réunification stimule encore davantage la demande intérieure en Allemagne et contribue à

une nouvelle contraction de l'excédent commercial de ce pays, entraînant du même coup une réduction des déficits commerciaux d'autres pays.

Les arrangements monétaires dont se dotera l'Europe ont continué, en 1990, de dominer les discussions relatives à l'intégration économique européenne. Des progrès concrets ont été accomplis dans la voie de l'union monétaire, grâce à l'adoption par l'Italie, en début d'année, d'une fourchette de fluctuation plus étroite pour la lire au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen et à l'entrée officielle en octobre de la livre sterling dans le mécanisme de change. Les membres de la Communauté européenne ont enclenché formellement en décembre le processus d'élaboration des caractéristiques institutionnelles d'une future banque centrale européenne.

Balance courante



Les pays en développement

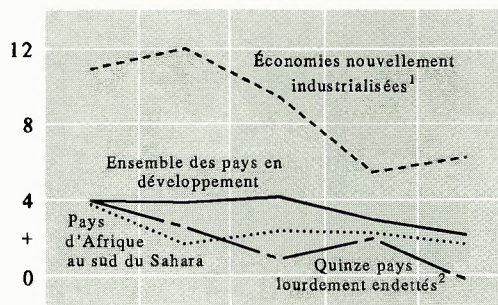
Pour l'ensemble des pays en développement, 1990 aura été une autre année difficile. Dans les pays d'Afrique situés au sud du Sahara, le rythme de croissance de la production a encore ralenti par rapport à la cadence déjà faible enregistrée l'année précédente. Si le niveau moyen de la production dans le groupe des quinze pays à revenu moyen lourdement endettés est resté stable en 1990, cela tient en grande partie à l'évolution de la situation au Brésil et en Argentine, où des mesures restrictives ont été prises en vue de combattre l'hyperinflation. Toutefois, malgré les efforts de stabilisation déployés dans ces pays et dans d'autres, le taux d'inflation moyen enregistré dans les principaux pays débiteurs a atteint de nouveaux sommets. Bien que le renchérissement du pétrole avive les pressions qui s'exercent sur les prix dans ces pays, certaines nations exportatrices de pétrole, telles que le Mexique, le Venezuela et le Nigeria, devraient bénéficier d'un accroissement de leurs revenus d'exportation. Cependant, l'incidence de la hausse des cours du pétrole sur la demande globale dans les pays industriels et, par conséquent, sur les exportations des pays en développement, conjuguée au recul des prix d'autres produits de base, aggravera le climat économique dans la plupart des autres pays en développement.

Bien que, dans l'ensemble, la situation n'ait guère été encourageante en 1990, un certain nombre de pays se sont bien tirés d'affaire. En effet, les économies nouvellement industrialisées d'Asie ont continué d'afficher des taux de croissance élevés, quoique ceux-ci aient été bien inférieurs à ceux qui avaient été observés au milieu des années 80 et que l'inflation se soit accélérée. En outre, certains pays lourdement endettés comme le Mexique, la Colombie et le Venezuela, qui ont adopté des programmes de réforme économique et persévéré dans cette voie, ont connu une expansion économique modérée en 1990. Au Chili, où des réformes avaient déjà été entreprises, la croissance s'est stabilisée à un rythme plus facile à soutenir après plusieurs années d'expansion très rapide. L'amélioration des conditions économiques dans ces quatre pays a été suffisante pour leur permettre de contracter de modestes emprunts sur les marchés internationaux de capitaux.

Production et inflation dans les pays en développement

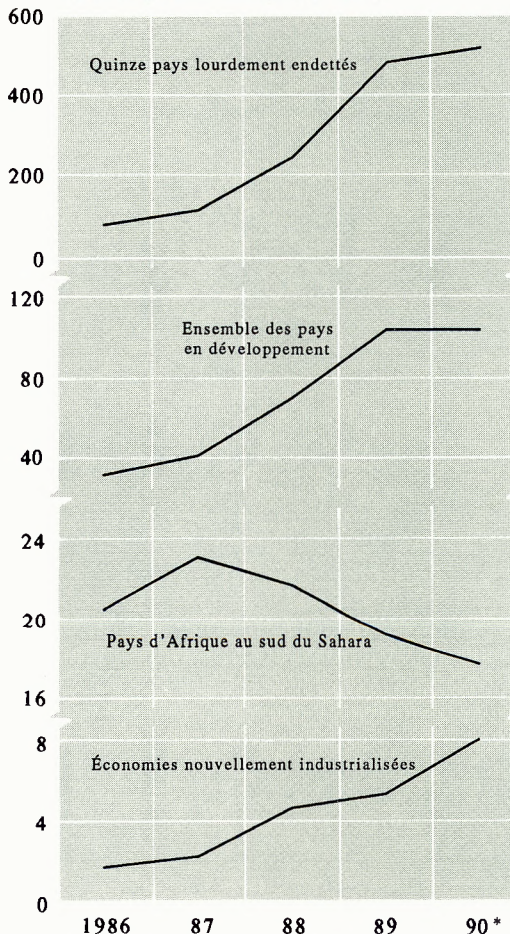
Production

Taux de variation d'une année à l'autre



Inflation

Taux de variation d'une année à l'autre



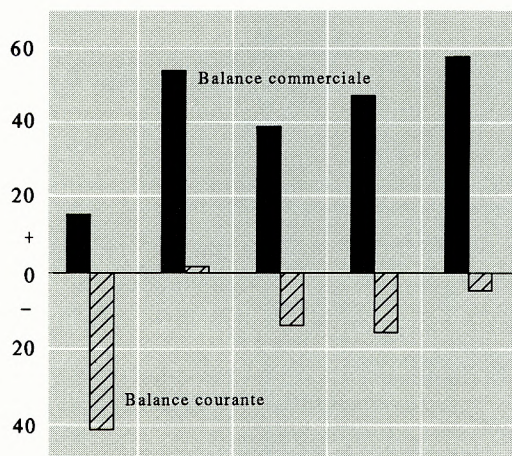
* Les données de 1990 sont estimatives.

1. Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan Province de la Chine
2. Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Côte-d'Ivoire, Équateur, Maroc, Mexique, Nigeria, Pérou, Philippines, Uruguay, Venezuela et Yougoslavie

Balance commerciale et balance courante des pays en développement

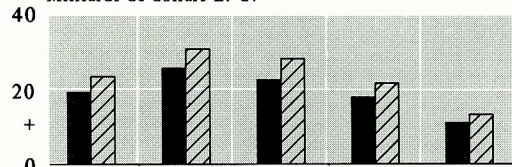
Ensemble des pays en développement

Milliards de dollars É.-U.



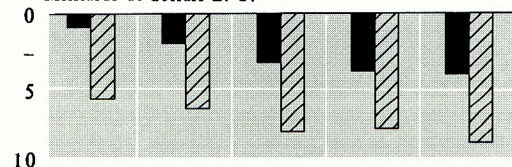
Économies nouvellement industrialisées

Milliards de dollars É.-U.



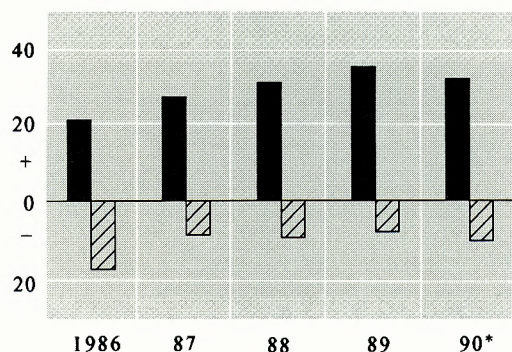
Pays d'Afrique au sud du Sahara

Milliards de dollars É.-U.



Quinze pays lourdement endettés

Milliards de dollars É.-U.



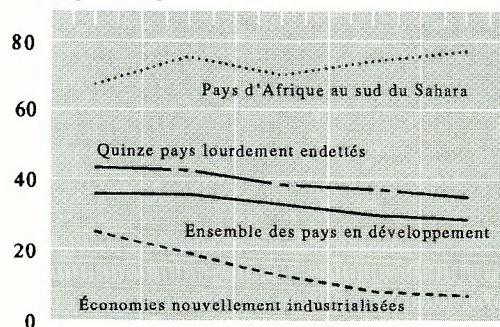
* Les données de 1990 sont estimatives.

L'amélioration de la conjoncture économique et la diminution des ratios de la dette extérieure observées dans quelques-uns des principaux pays créditeurs pourraient aussi être attribuées aux nouvelles initiatives lancées dans le cadre de la stratégie internationale de la dette. Le Mexique, les Philippines, le Costa Rica, le Venezuela et l'Uruguay ont conclu, avec leurs créanciers bancaires, des ententes visant la réduction de l'encours et du service de leur dette en vertu des programmes d'ajustement économique négociés avec le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. L'élargissement de la stratégie internationale de la dette opéré l'an dernier devrait permettre la réalisation de progrès additionnels dans le dénouement de la crise de l'endettement. Par exemple, on s'attache de plus en plus à l'heure actuelle à

Endettement extérieur des pays en développement

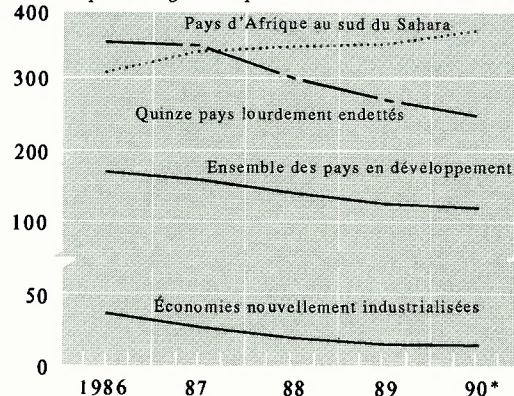
Ratios de la dette extérieure

En pourcentage du PIB



Ratios de la dette extérieure

En pourcentage des exportations de biens et de services



* Les données de 1990 sont estimatives.

trouver des façons d'alléger le fardeau des pays qui sont surtout endettés vis-à-vis des organismes officiels. Ces derniers ont négocié pour la première fois en 1990 des conditions de paiement particulières avec des pays très pauvres situés à l'extérieur du continent africain, et ils ont accepté que soit rééchelonné sur de plus longues périodes le remboursement des prêts officiels accordés aux pays dont les revenus sont inférieurs à la moyenne. Les pays créditeurs ont aussi convenu d'envisager certains projets de réduction de l'endettement officiel comportant des conversions de dettes en prises de participation et certaines initiatives visant la protection de l'environnement. D'autres mesures sont également à l'étude.

L'Europe centrale, l'Europe de l'Est et l'U.R.S.S.¹

Après avoir piétiné durant plusieurs années, les économies planifiées de l'Europe centrale, de l'Europe de l'Est et de l'U.R.S.S. ont été durement secouées en 1990, les mécanismes économiques traditionnels connaissant des ratés ou cessant tout bonnement de fonctionner. Un certain nombre d'entre elles se sont lancées dans d'ambitieux programmes de réforme économique reflétant l'acceptation graduelle des règles du marché et une plus grande ouverture à la concurrence. La mise en œuvre des réformes a toutefois été difficile, la marche à suivre ne faisant pas l'unanimité. Ces pays ont aussi souffert de l'éclatement des ententes relatives au commerce régional, des perturbations de la production de pétrole en Union soviétique, de la hausse des cours mondiaux du pétrole et des restrictions sur les échanges commerciaux découlant de la crise du golfe Persique. En conséquence, leur production a accusé une forte baisse pendant l'année.

Les taux d'inflation enregistrés dans cette région du monde ont beaucoup varié d'un pays à l'autre. La rigueur des politiques économiques appliquées en Pologne et en Yougoslavie a donné

lieu à un ralentissement sensible de l'inflation au premier semestre de l'année, bien que celle-ci ait regagné du terrain au second semestre. Les politiques monétaires assez restrictives qui ont été mises de l'avant en Hongrie et en Tchécoslovaquie ont aussi contenu la poussée inflationniste due à la suppression des subventions et au renchérissement du pétrole. Par contre, le fait que les demandes de crédit en Union soviétique, en Bulgarie et en Roumanie ont continué d'être automatiquement satisfaites par les autorités monétaires a contribué à aggraver l'inflation dans ces pays.

Les grands pays industriels octroient une aide technique aux nations de cette région soit directement, soit par le truchement d'interventions multilatérales menées sous les auspices du FMI, de la Banque mondiale et de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Ils ont aussi participé, avec d'autres États, à la création de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, un nouvel organisme dont la fonction est de promouvoir le développement du secteur privé chez ses membres d'Europe centrale et d'Europe de l'Est.

Les institutions financières internationales

Les exigences continues découlant de la stratégie internationale de la dette, les spectaculaires revirements de situation en Europe centrale, en Europe de l'Est et en U.R.S.S. de même que la crise du golfe Persique ont fait de 1990 une année très chargée pour le FMI et la Banque mondiale. En mai, les pays membres du FMI ont autorisé un relèvement global de 50 % du capital de l'institution; il reste maintenant à leurs gouvernements à ratifier les hausses des quotes-parts qui en résultent. Grâce à cet accroissement de son capital, le FMI pourra continuer de jouer un rôle de premier plan dans les activités financières internationales au cours des prochaines années, en soutenant par exemple sur les plans financier et technique les réformes entreprises en Europe centrale et en Europe de l'Est. La Tchécoslovaquie et la Bulgarie sont devenues membres du FMI et de la Banque mondiale en 1990, suivant en cela l'exemple de la Hongrie, de la Pologne et de la Roumanie.

¹ Le classement des pays de cette région du monde étant quelque peu flottant, il a été décidé, aux fins du présent rapport, que l'Europe centrale et l'Europe de l'Est comprennent la République fédérative tchèque et slovaque (Tchécoslovaquie), la Hongrie, la Pologne, la Bulgarie, la Roumanie et la Yougoslavie.

Les événements survenus récemment dans le golfe Persique ont contribué eux aussi à accentuer les problèmes de déséquilibre des paiements que connaissent un certain nombre de pays en développement, renforçant par le fait même la nécessité d'une aide internationale concertée. En plus d'être touchés par le renchérissement des importations de pétrole, certains pays ont vu baisser leurs revenus au titre du transport maritime ainsi que les envois de fonds des travailleurs; de plus, ils ont aussi perdu une partie de leurs marchés d'exportation en raison des sanctions imposées par les Nations Unies à l'Iraq. Le FMI et la Banque mondiale ont réagi à cette situation en modifiant les programmes existants de manière à pouvoir octroyer, à un rythme accéléré et pour des montants plus élevés, des prêts conditionnels aux pays admissibles.

Un autre événement important sur le plan institutionnel en 1990 a été la neuvième reconstitution des ressources de l'Association internationale de développement (IDA), organisme affilié à la Banque mondiale. L'IDA finance à même ses ressources les prêts à caractère concessionnel qu'elle accorde aux pays pauvres dans le cadre de programmes visant la diminution de la pauvreté, la mise en œuvre de réformes d'ordre macroéconomique et structurel et la protection de l'environnement. En outre, les pays membres de la Banque mondiale ont convenu de créer le Fonds pour l'environnement mondial, qui fournira des subventions ou des prêts concessionnels

aux pays en développement afin de les aider à mettre en place des programmes de protection de l'environnement.

Les crédits-relais

La Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé avec les autorités monétaires d'autres pays industriels à trois ententes visant à accorder des crédits-relais en 1990. Les parts souscrites par le Canada dans le cadre d'opérations multilatérales au profit du Venezuela, de la Guyane et de la Hongrie étaient respectivement de 13 millions, de 31,75 millions et de 5 millions de dollars É.-U. Dans chacun des cas, les crédits octroyés étaient liés à un programme d'ajustement économique implanté avec le concours du FMI et de la Banque mondiale. Les prêts ont été remboursés entièrement à leur échéance ou avant celle-ci. L'entente concernant la Guyane revêt une importance particulière, car c'est la première entente issue du nouvel effort international de concertation visant à trouver une solution au problème des arriérés sur les prêts consentis par les institutions financières internationales. Le Canada a présidé le groupe de soutien multilatéral qui a aidé la Guyane à rembourser ses arriérés et à normaliser ses relations avec les organismes internationaux. Deux crédits-relais octroyés en 1989, l'un au Mexique, l'autre à la Pologne, ont aussi été remboursés intégralement en 1990.

LES OPÉRATIONS DE LA BANQUE DU CANADA

La mise en œuvre de la politique monétaire

Dans la mise en œuvre de sa politique monétaire, la Banque du Canada fait appel à diverses techniques pour influencer sur les taux d'intérêt à court terme. La plus importante de ces techniques est l'ajustement quotidien du volume global des encaisses que les banques à charte et les autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP) tiennent dans leurs comptes de dépôt à la Banque du Canada. La Banque règle chaque jour l'offre d'encaisses en vue d'amener les taux d'intérêt à un jour – c'est-à-dire les taux auxquels les banques rémunèrent les dépôts à un jour et les taux auxquels empruntent au jour le jour les courtiers en valeurs mobilières pour financer leurs stocks de titres du marché monétaire – à évoluer dans une fourchette appropriée. Selon que l'offre d'encaisses est supérieure ou inférieure au niveau désiré par les banques et les autres institutions financières, le loyer de l'argent à un jour s'inscrit généralement en baisse ou en hausse. Le Tableau 2 qui est reproduit en annexe montre le montant minimal de dépôts que les banques doivent tenir à la Banque du Canada en guise de réserves-encaisse et le niveau moyen effectif de ces dépôts pour chaque période de calcul des moyennes en 1990. Ce tableau donne également le montant des soldes de règlement des autres adhérents de l'ACP.

Les opérations entre la Banque et les participants du marché monétaire peuvent aussi influencer l'évolution des taux à un jour. La prise en pension d'effets est la plus courante de ces opérations. Entreprise à l'initiative de certains courtiers en valeurs mobilières désignés, elle consiste dans l'achat, par la Banque, de bons du Trésor ou d'obligations à court terme du gouvernement que ces courtiers conviennent de racheter ensuite, généralement le lendemain, à un prix fixé au préalable. Les courtiers désignés (qui sont des agents agréés du marché monétaire) sont habilités à conclure des prises en pen-

sion, rémunérées au taux d'escompte, jusqu'à concurrence de montants établis à l'avance. Ceux-ci n'étant pas considérables au regard des besoins de financement quotidiens des courtiers, les pensions peuvent être considérées comme une source de financement de dernier recours qui est utilisée lorsque les sources habituelles sont trop onéreuses. La Banque peut aussi intervenir directement pour réduire le coût du financement à un jour en prenant l'initiative d'opérations de pension dont elle fixe elle-même le montant et le taux de rémunération. Ces opérations sont appelées prises en pension spéciales, et leur montant dépasse souvent la limite établie pour les prises en pension ordinaires. Les courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire et certaines banques à charte désignées (qui ont aussi le statut d'agent agréé du marché monétaire) sont habilités à conclure des prises en pension spéciales avec la Banque. Celle-ci a aussi recours à une autre technique, la cession en pension, pour agir sur le taux du financement à un jour. Cette opération est l'inverse de la prise en pension spéciale, en ce sens qu'elle permet à la Banque de contrer les pressions inopportunes à la baisse qui peuvent s'exercer sur les taux à un jour. Dans ce cas-ci, la Banque offre à des banques à charte de leur vendre des titres du gouvernement canadien à un taux arrêté par elle, en s'engageant à les racheter le lendemain.

Ces interventions destinées à influencer le coût du financement à un jour ont des répercussions sur toute la structure des taux d'intérêt à court terme. La Banque peut toutefois agir de façon plus directe sur ces taux en effectuant sur le marché monétaire des achats ou des ventes de bons du Trésor assortis habituellement d'une échéance de trois mois environ. Le rendement des bons du Trésor à trois mois revêt une importance particulière parce qu'il sert à déterminer chaque semaine le taux officiel d'escompte.

En 1990, la Banque a fréquemment mis à contribution chacune de ces techniques. Durant tout le printemps, les opérations quotidiennes de gestion des encaisses se sont soldées par des pressions à la hausse sur les taux du marché monétaire, hausse qui a été renforcée par des ventes nettes de bons du Trésor et des cessions en pension. Depuis, les opérations de la Banque du Canada sur le marché monétaire ont visé à encourager un repli ordonné des taux d'intérêt à court terme. Des attentes d'une baisse trop rapide des taux se sont à l'occasion formées sur le marché, et la Banque est intervenue vigoureusement pour ralentir le mouvement. Pendant le deuxième semestre, le taux du financement à un jour a presque toujours été maintenu bien au-dessus du taux des bons du Trésor à trois mois, et la Banque a souvent vendu de ces titres sur le marché. Les coûts élevés du financement à un jour ont incité les courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire à conclure de nombreuses prises en pension. Le taux du financement à un jour a parfois atteint des niveaux plus élevés que ceux visés par la Banque et celle-ci a eu recours à des prises en pension spéciales pour modérer la hausse.

Sur l'ensemble de l'année, les ventes nettes de bons du Trésor aux courtiers en valeurs mobilières et aux banques ont totalisé 12 milliards de dollars environ (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Les agents agréés du marché monétaire ont eu recours aux prises en pension ordinaires à 140 reprises et ont eu accès à des prises en pension spéciales à 48 occasions; 22 cessions en pension ont été offertes et 15 ont trouvé preneur (voir le Tableau 4 présenté en annexe).

La Banque effectue aussi des opérations sur titres qui ne sont pas dictées par des objectifs

liés à l'évolution des taux d'intérêt. Elle procède à des ventes ou à des achats de titres du gouvernement canadien, des bons du Trésor principalement, pour des raisons relatives à son bilan ou pour le compte de ses clients (banques centrales, agences du gouvernement canadien et organismes internationaux). En 1990, le montant net des achats de bons du Trésor que la Banque a effectués lors d'adjudications s'est élevé à 20,5 milliards de dollars environ. Toutefois, elle a vendu plus de 8,5 milliards de dollars de ces titres aux agences du gouvernement canadien et à d'autres clients. Compte tenu du montant des titres vendus sur le marché aux courtiers en valeurs mobilières et aux banques, le portefeuille de bons du Trésor de la Banque s'est contracté de 550 millions de dollars au cours de l'année (voir le Tableau 3 reproduit en annexe). Les opérations de la Banque sur le marché obligataire ont été extrêmement réduites, le montant des achats de nouvelles obligations ayant été généralement inférieur à celui des titres venant à échéance. Les opérations menées sur ce marché pour le compte de clients ou avec des courtiers en valeurs mobilières et des banques ont elles aussi été plutôt rares.

Les avances que la Banque octroie aux adhérents de l'ACP constituent un autre type d'opération sur le marché monétaire qui influence son bilan. Il arrive que les comptes que les adhérents tiennent à la Banque du Canada affichent des manques. Lorsque cela se produit, celle-ci accorde un prêt à un jour à l'institution concernée. Le Tableau 4 présenté en annexe donne les moyennes de l'encours de ces avances en 1990. Les chiffres comprennent la part non remboursée des avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, soit 29,6 millions de dollars.

La gestion de la dette publique et du Trésor

En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada conseille celui-ci et lui fournit des services administratifs en matière de gestion de la dette publique et du Trésor. En 1990, l'encours de la dette intérieure de l'État s'est accru de 22,4 milliards de dollars, comme le montre le Tableau 1 ci-dessous. Contrairement à ce qui a été observé au cours des deux années précédentes, le gouvernement fédéral a eu beaucoup moins recours en 1990 à l'émission de bons du Trésor comme moyen de financement, et les émissions d'obligations négociables ont augmenté de façon marquée. Pour la deuxième année de suite, l'encours des obligations d'épargne du Canada a fortement baissé.

Au cours de l'année, 28 nouvelles émissions d'obligations négociables ont été lancées sur le marché intérieur (voir le Tableau 5 repro-

duit en annexe). Environ 66 % de la valeur nominale des nouvelles émissions ont été placés par voie d'adjudication, et le reste a été vendu à prix fixe par l'entremise d'un consortium financier de courtiers en valeurs mobilières et de banques. Les échéances des nouvelles obligations étaient réparties assez également entre le court, le moyen et le long terme, et la première émission assortie d'une échéance de 30 ans a été lancée. L'échéance moyenne des nouvelles émissions s'établissait à 9 ans et 10 mois, contre 9 ans et 2 mois en 1989, et l'échéance moyenne des obligations en circulation s'est un peu allongée, passant de 7 ans et 8 mois à 7 ans et 10 mois. L'échéance moyenne de la portion de la dette intérieure constituée de titres négociables (obligations et bons du Trésor), qui était de 4 ans en 1989, s'est légèrement accrue pour s'établir à 4 ans et un mois. Comme l'indique le Tableau 2,

Tableau 1

Variations de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement canadien entre 1986 et 1990

Milliards de dollars (valeur nominale)

	1986	1987	1988	1989	1990
Bons du Trésor	+ 10,3	+ 4,5	+ 20,9	+ 25,5	+ 14,9
Obligations négociables	+ 11,3	+ 11,2	+ 11,0	+ 9,9	+ 15,6
Obligations d'épargne du Canada	- 4,3	+ 8,6	- 0,5	- 10,8	- 8,1
Total	<u>+ 17,3</u>	<u>+ 24,3</u>	<u>+ 31,4</u>	<u>+ 24,6</u>	<u>+ 22,4</u>

Tableau 2

Répartition de la dette

	1986	1987	1988	1989	1990
Bons du Trésor	33,9 %	32,3 %	36,4 %	42,2 %	43,9 %
Obligations négociables	44,1 %	44,3 %	43,2 %	42,9 %	44,9 %
Obligations d'épargne du Canada	<u>22,0 %</u>	<u>23,4 %</u>	<u>20,4 %</u>	<u>14,9 %</u>	<u>11,2 %</u>
Total	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>

la proportion de l'encours de la dette intérieure représentée par des obligations négociables a augmenté pour s'établir à 44,9 %.

Pour la deuxième année consécutive, l'encours des obligations d'épargne du Canada a accusé une forte baisse; de 42,5 milliards de dollars qu'il était, il est tombé à 34,4 milliards en fin d'année. En 1987, il avait atteint un sommet de près de 54 milliards de dollars. Comme en 1989, cette chute tient principalement à l'ampleur des remboursements nets effectués au cours du premier semestre et aux ventes relativement faibles réalisées durant la campagne de vente de l'automne. Entre octobre 1989, date à laquelle a été annoncé le taux d'intérêt de 10½ % dont était assortie la nouvelle émission, et mai 1990, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté d'environ 150 points de base. Entre la fin novembre et les premiers jours de mai, environ 6 milliards de dollars d'obligations ont été présentés au remboursement. Le 15 mai, le ministre des Finances annonçait, pour la période de cinq mois commençant le 1^{er} juin, le relèvement d'un point de pourcentage du taux des obligations d'épargne du Canada, qui passait ainsi à 11½ %. À l'automne, les taux d'intérêt à court terme avaient accusé une forte baisse par rapport au sommet atteint fin mai, et le taux d'intérêt de l'émission d'obligations d'épargne du Canada de 1990, rendu public le 12 octobre, a été établi à 10¾ % pour la première année. Le produit brut des ventes s'est chiffré à 6,7 milliards de dollars, contre 9,3 milliards l'année précédente, et a été le plus faible enregistré depuis la campagne de 1980.

Le programme d'émission de bons du Trésor a procuré au gouvernement en 1990 environ 10,6 milliards de dollars d'argent frais de moins que l'année précédente. Deux facteurs principaux expliquent cette baisse. D'une part, l'émission de bons du Trésor sert habituellement à financer l'achat de devises et à faire face à un niveau exceptionnellement élevé de remboursements d'obligations d'épargne du Canada; or, les besoins de financement du gouvernement à ces égards ont été plus modestes qu'en 1989. D'autre part, le gouvernement s'est appliqué à augmenter la proportion de sa dette sous forme d'obligations négociables de façon à réduire

quelque peu les variations, d'une année à l'autre, des frais liés au service de sa dette. Comme l'indique le Tableau 2, la proportion de la dette sous forme d'obligations négociables a augmenté de deux points de pourcentage. Les bons du Trésor et les obligations d'épargne du Canada étant assortis de taux d'intérêt qui varient à court terme, la proportion de la dette sous ces deux formes a baissé de deux points de pourcentage.

Le montant recueilli au cours de l'année au moyen du programme d'émission de bons du Trésor a beaucoup fluctué, reflétant les variations mensuelles des besoins de financement. En janvier et en février, les besoins étant relativement peu élevés, l'encours des bons du Trésor a baissé. En août par contre, les achats de devises ont fortement accentué les besoins de financement, et le programme d'émission de bons du Trésor a permis de recueillir près de 6 milliards de dollars en chiffres nets. La capacité qu'a le gouvernement de varier la taille des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor lui a en outre permis de maintenir le solde de ses dépôts – lesquels coûtent généralement plus cher qu'ils ne rapportent – au niveau minimum nécessaire pour répondre à ses besoins changeants. De plus, le gouvernement a émis davantage de bons du Trésor assortis d'échéances très courtes – la plus courte étant de 35 jours – pour combler les manques temporaires de sa trésorerie ou pour réduire la taille des adjudications hebdomadaires régulières. En tout, 22 émissions de ces bons de gestion de trésorerie ont été lancées en 1990 et ont permis de recueillir 24,0 milliards de dollars, contre 22,5 milliards en 1989 et 13,8 milliards en 1988.

Dans le but d'assurer une gestion efficace de sa trésorerie, le gouvernement procède aussi à des adjudications de ses dépôts à terme. Dans le cadre de ce programme institué en 1986, il adjuge aux soumissionnaires admissibles, c'est-à-dire les adhérents de l'Association canadienne des paiements, la portion excédentaire de ses liquidités quotidiennes, et ce, pour des échéances précises. En 1990, il s'est tenu en général quatre ou cinq adjudications par semaine; les montants adjugés se sont situés entre 200 millions et 2 000 millions de dollars, et les échéances des titres ont varié entre 1 et 11 jours.

La mise aux enchères du solde quotidien des dépôts à vue du gouvernement, instaurée en 1989, a fortement modifié en 1990 la répartition du solde de ces dépôts entre les adhérents. En vertu de ce mécanisme, les adhérents présentent leurs soumissions, sous forme d'un écart négatif par rapport au taux de base des prêts bancaires, pour le pourcentage du solde quotidien des dépôts à vue qu'ils désirent obtenir chaque jour de la période de calcul des moyennes des réserves postérieure à l'adjudication. Le pourcentage obtenu par les adhérents parabancaires a diminué de façon constante pendant l'année, pour atteindre fin 1990 des niveaux assez bas.

Les accords de swap conclus au cours de l'année, dans le cadre du programme des swaps de taux d'intérêt sur le marché intérieur instauré en 1988 par le gouvernement canadien, ont porté sur 1 975 millions de dollars. Ces opérations étaient assorties d'échéances allant de 2 ans à 5½ ans environ. En vertu de ce programme, le gouvernement reçoit des autres parties contractantes des paiements d'intérêts à taux fixe qui contrebalanceront les intérêts sur l'encours de ses obligations à taux fixe. En contrepartie, il leur verse, sur des montants en principal équivalents, des intérêts qui varient en fonction du taux des acceptations bancaires à trois mois. Si l'écart moyen entre le taux des acceptations bancaires à trois mois et celui des bons du Trésor à trois mois se maintient au niveau généralement observé au cours de la dernière année, soit environ 13 points de base, le taux variable applicable aux intérêts que le gouvernement devra effectivement payer en vertu des swaps conclus se situera à environ 89 points de base au-dessous du taux des bons du Trésor à trois mois. Le montant total de l'encours de ces swaps était de 4 975 millions de dollars à la fin de l'année.

Le gouvernement a de plus conclu en 1990 une série de swaps de taux d'intérêt sur sa dette en devises, dans le but de mieux équilibrer le coût de ses engagements en monnaies étrangères et le rendement des actifs en devises correspondants qu'il tient dans le compte du Fonds des changes. En gros, il a échangé le taux fixe dont étaient assortis certains engagements contre un taux variable. Ainsi, le service de cette dette en devises évoluera en liaison plus étroite avec le

rendement des actifs du Fonds des changes généralement assortis d'échéances courtes. En tout, le gouvernement a conclu avec un groupe de banques canadiennes et étrangères des swaps dans le cadre desquels des engagements à taux fixe totalisant 675 millions de dollars É.-U. et 60 milliards de yens ont été échangés contre des engagements à taux variable (établi en fonction du LIBOR appliqué au dollar É.-U. et au yen).

En avril 1990, le gouvernement canadien a vendu au gouvernement mexicain une émission obligataire spéciale de 8,4 millions de dollars. Cette émission, assortie d'un taux d'intérêt composé de 10,186 %, aura, à son échéance le 31 décembre 2019, une valeur de rachat de 162,5 millions de dollars. Le Mexique a utilisé cette émission pour garantir une partie de sa dette rééchelonnée auprès de banques internationales.

Comme l'indique la section suivante du présent rapport, le niveau des réserves de change est resté élevé en 1990, ce qui a permis au gouvernement de réduire sa dette en devises de 794 millions de dollars É.-U. Aucune nouvelle émission d'obligations en devises n'a été lancée. Des émissions d'obligations du gouvernement canadien d'un montant équivalant à 649 millions de dollars É.-U. ont été remboursées à l'échéance. Il s'agit entre autres d'émissions libellées en dollars É.-U. et en francs suisses et d'une petite émission de Canadair Limitée garantie par le gouvernement. De plus, des émissions du gouvernement canadien libellées en devises, représentant 145 millions de dollars É.-U., rachetées sur le marché en 1989 et au début de 1990 dans le cadre d'un programme d'achat sur le marché secondaire, ont été annulées au commencement de 1990.

Compte tenu du niveau élevé des réserves de change, le programme d'émission de bons du Canada n'a pas été utilisé dans le but essentiel d'obtenir de l'argent frais en 1990. Les bons du Canada sont des billets à court terme en dollars É.-U. qui sont émis sur le marché monétaire américain afin de donner au Canada accès à une source relativement peu onéreuse de dollars américains. Quoiqu'il n'ait pas été nécessaire d'utiliser cette source de financement en 1990 pour mener des opérations de change, l'encours des

bons a été maintenu à un niveau qui permet d'en préserver l'accès pour l'avenir. Les soldes de fin de mois se sont établis entre un sommet de 1 236 millions de dollars É.-U. en mars et un creux de 735 millions en septembre.

Les lignes de crédit renouvelables en dollars É.-U., qui permettent au gouvernement canadien d'accéder rapidement au marché américain du crédit bancaire à court terme, n'ont pas

été utilisées depuis 1986. À la fin de 1989, le plafond de la ligne de crédit auprès des banques canadiennes a été abaissé à 1 milliard de dollars É.-U., et celui de la ligne dont dispose le gouvernement auprès des autres banques, à 2 milliards de dollars É.-U. La renégociation, au début de 1990, des modalités des deux lignes de crédit s'est soldée par l'abaissement des commissions d'engagement et le report des échéances à 1995.

Les opérations de change

À la fin de 1990, le cours du dollar canadien s'établissait à peu près au niveau où il se trouvait à la clôture des opérations en 1989. Il s'était déprécié de 0,13 % par rapport au dollar É.-U., pour se situer à 0,8621 \$ É.-U., tandis que, selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, il avait diminué de 2,03 % par rapport aux monnaies des pays du groupe des Dix, par suite d'une dépréciation de 10,5 % vis-à-vis des grandes monnaies d'outre-mer. Bien que le cours de notre monnaie par rapport à la devise américaine ait peu varié en termes nets sur l'ensemble de l'année, il a fluctué considérablement entre un creux de 0,8275 \$ É.-U., touché en février, et un sommet de 0,8859 \$ É.-U., atteint en août.

Après s'être raffermi progressivement durant le second semestre de 1989, le dollar canadien a connu une baisse importante au début de 1990, car les marchés s'attendaient à un rétrécissement sensible des écarts entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et ceux en vigueur aux États-Unis et dans d'autres pays étrangers. Au cours des six mois qui ont suivi, le dollar s'est apprécié de façon régulière, sauf pendant un moment en mai, où l'incertitude concernant l'issue des discussions relatives à l'Accord du lac Meech a donné lieu à un repli. Les tensions provoquées par l'invasion du Koweït par l'Iraq et la flambée du prix du pétrole qui en a résulté ont propulsé le dollar à un sommet inégalé en 12 ans, qui a été atteint le 23 août; cependant, le dollar n'a pu se maintenir à ce niveau, car les taux d'intérêt ont continué de décroître au pays durant le troisième trimestre de sorte que l'écart entre les taux canadiens et américains s'est rétréci. Durant le dernier trimestre de l'année, le dollar a oscillé à l'intérieur de limites relativement étroites. Les baisses des taux d'intérêt survenues au Canada ont été à peu près contrebalancées par des baisses d'ampleur similaire aux États-Unis, tandis que la persis-

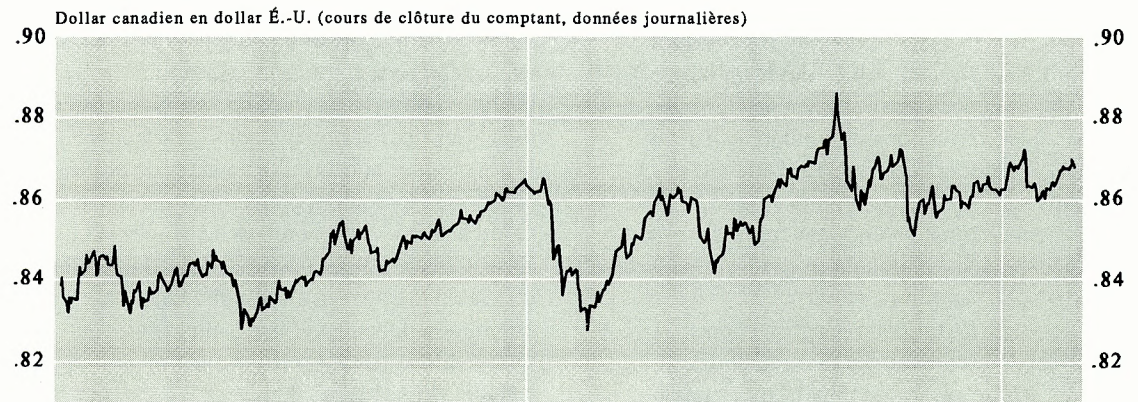
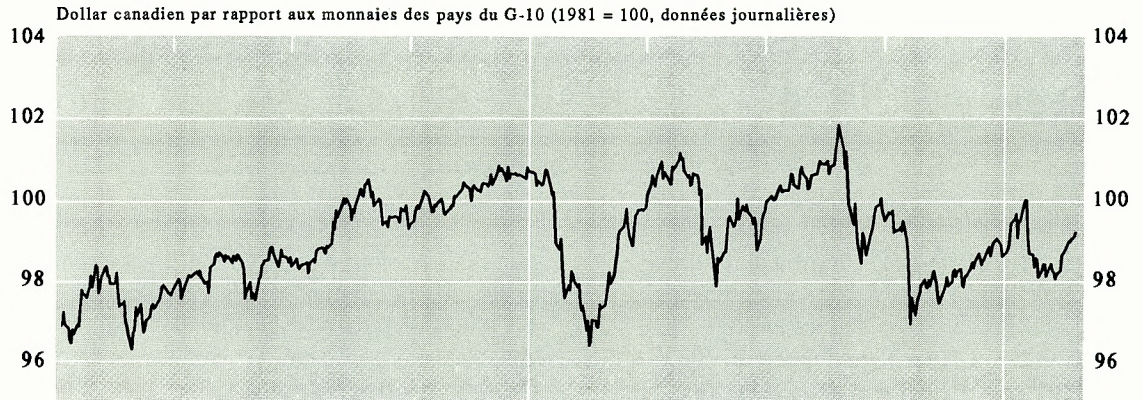
tance des tensions dans le Golfe, les emprunts contractés à l'étranger par les Canadiens et les émissions de titres étrangers libellés en monnaie canadienne ont entraîné une forte demande de dollars canadiens à l'étranger.

La Banque du Canada, en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances, effectue des opérations sur le marché des changes dans le but de favoriser un comportement ordonné du dollar canadien. Ces opérations, qui consistent généralement en des achats ou des ventes de dollars É.-U., se répercutent directement sur les avoirs en dollars É.-U. du Fonds des changes. Toutefois, il arrive à l'occasion que les interventions de la Banque portent sur d'autres monnaies, notamment le yen et le mark allemand. Ces interventions peuvent être menées en dollars canadiens lorsque les conditions du marché ne sont pas favorables aux opérations sur dollars É.-U., ou bien en dollars É.-U. lorsque les interventions sont faites de concert avec les banques centrales d'autres pays du groupe des Sept.

Les réserves officielles de change du Canada se sont accrues au total d'un montant équivalant à 1 785 millions de dollars É.-U. pour s'établir, en dollars É.-U., à 18 581 millions à la fin de 1990. La part de ces réserves constituée de dollars É.-U. a diminué de 13 millions, tombant ainsi à 11 476 millions; elle a cependant oscillé entre un creux de 7 464 millions à la fin de mai et un sommet de 11 602 millions à la fin d'août, reflétant le profil d'évolution du taux de change pendant l'année.

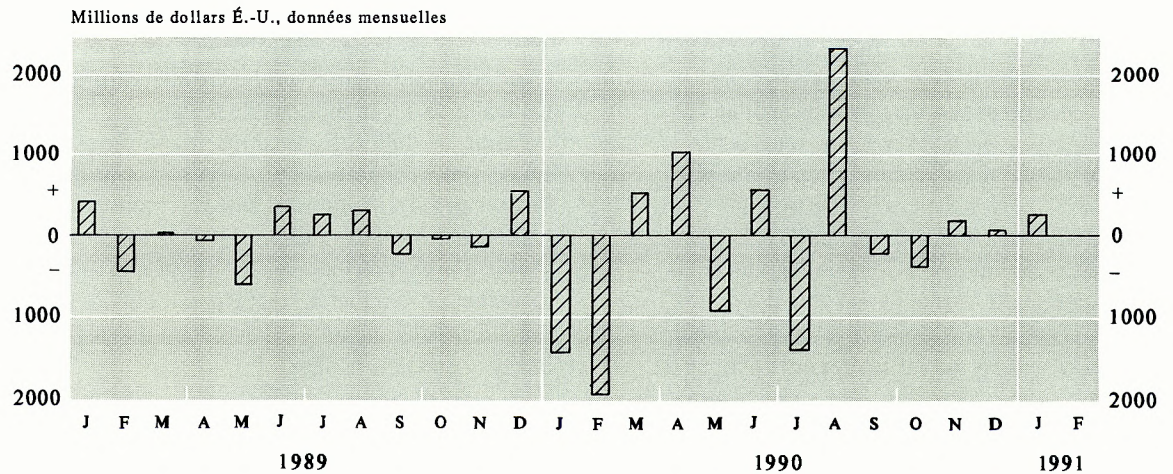
En revanche, les réserves d'autres monnaies ont augmenté d'un montant équivalant à 1 665 millions de dollars É.-U., en raison surtout d'interventions contre le dollar canadien menées en devises autres que le dollar américain. Le produit net des ventes d'or, les revenus sous forme d'intérêts, la réévaluation des réserves de devises autres que le dollar É.-U. et la progres-

Taux de change



Les données vont jusqu'au 22 février 1991

Variations nettes des réserves officielles



Les données vont jusqu'en janvier 1991

sion nette de l'encours des bons du Canada ont aussi provoqué un accroissement des réserves, qui a cependant été en partie neutralisé par le rachat de titres de dette du gouvernement canadien libellés en monnaies étrangères.

Au début de 1991, le cours du dollar canadien est resté relativement stable, se maintenant aux environs de 0,8650 \$ É.-U. Il s'est toutefois apprécié brièvement pour coter 0,8724 \$ É.-U. à la veille du déclenchement de la guerre au

Moyen-Orient. Au cours de février, notre monnaie s'est raffermie par suite d'une nouvelle augmentation des emprunts en dollars canadiens souscrits outre-mer et de la conversion en dollars canadiens d'emprunts en devises contractés par des résidents. Dans ce contexte, les réserves officielles de change du Canada ont peu varié en janvier 1991 et se sont accrues de 294 millions de dollars É.-U. pour s'établir à 18 875 millions de dollars É.-U.

L'émission des billets de banque, le service de la dette et les opérations bancaires

La Banque du Canada est chargée de l'émission des billets de banque et de l'administration de la dette intérieure du gouvernement canadien. Les trois quarts environ des dépenses totales de la Banque, énumérées dans l'État des revenus et dépenses reproduit à la fin du présent rapport, découlent de ces responsabilités et sont liées au traitement de quantités importantes de billets de banque, de titres et de données, et à l'achat de billets de banque neufs auprès de deux sociétés d'impression de billets et de titres. Ces fonctions occupent directement à peu près la moitié du personnel de la Banque.

La Banque fournit aussi des services bancaires au gouvernement et gère les comptes de dépôt que les membres de l'Association canadienne des paiements, les banques centrales et les organismes financiers internationaux tiennent auprès d'elle. La Banque a également la garde des soldes non réclamés, c'est-à-dire les comptes qui ont été transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans dans les banques à charte.

L'émission des billets de banque

La Banque met des billets en circulation pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets impropres à la circulation. En plus d'émettre des billets neufs, la Banque remet en circulation les billets usagés en bon état qui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire. À la fin de 1990, l'encours des billets se chiffrait à 23 milliards de dollars, soit plus de 90 % de l'ensemble des engagements de la Banque, comme le montre l'État de l'actif et du passif.

En 1990, pour la deuxième année consécutive, le volume de billets traités par la Banque n'a guère varié. Le nombre de billets livrés aux institutions financières a repris sa progression; celle-ci avait été interrompue en 1989, la Banque ayant cessé d'émettre des billets d'un dollar vers

le milieu de l'année. Par contre, la quantité de billets usagés que les institutions financières ont retournés à la Banque a baissé en 1990, en raison de la diminution du nombre de billets d'un dollar envoyés pour destruction.

La Banque a mis en circulation le 3 décembre 1990 un nouveau billet de 100 dollars, soit la cinquième coupure de sa plus récente série. À la fin de l'année, la Banque avait émis environ 1,7 million de ces billets de 100 dollars. Comme le billet de 50 dollars mis en circulation en 1989, le nouveau billet de 100 dollars est muni d'une vignette de sûreté qui vise à décourager la contrefaçon. La vignette de sûreté, petit carré de pellicule réfléchissante ultramine appliquée au recto du billet et ayant la propriété de passer du doré au vert selon l'angle d'inclinaison, est propre aux billets de banque canadiens.

Depuis le début de 1990, les aveugles peuvent se procurer un appareil électronique portatif, qui peut « dire » la coupure des billets de la nouvelle série. À la fin de l'année, quelque 1 800 de ces appareils avaient été prêtés, sans frais et à titre permanent, par l'Institut national canadien pour les aveugles.

Le 5 décembre 1990, la Banque a commencé à vendre à ses guichets des feuilles non coupées de 40 billets de deux dollars, au prix de 90 dollars la feuille, taxes en sus. Les feuilles de billets peuvent également être commandées par correspondance et livrées au Canada au moyen du Service paquets d'argent, moyennant un supplément de 8,25 dollars la feuille. À la fin de 1990, près de 4 800 feuilles avaient été vendues.

Le service de la dette

Le volume de travail lié à l'administration de la dette publique a nettement baissé en 1990. Cela tient en grande partie à une nouvelle diminution de la charge de travail relative au trai-

tement des obligations d'épargne du Canada, laquelle est attribuable au fléchissement des ventes de ces titres ainsi qu'à la réduction du nombre de remboursements effectués en 1990 par rapport au chiffre record atteint l'année précédente. Environ 80 % des opérations de traitement effectuées portent sur des obligations d'épargne du Canada.

Le volume de travail lié aux obligations négociables du gouvernement canadien a nettement baissé en 1990, principalement parce que ces titres sont désormais traités dans les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée (CDS). Cela a entraîné une réduction du nombre de certificats traités dans le cadre des transferts et échanges de titres en circulation et un regroupement des paiements d'intérêts.

Les soldes non réclamés

En 1990, comme en 1989, la Banque a donné suite à environ 10 300 demandes de renseignements concernant des soldes non réclamés. Le nombre de ces demandes a plus que triplé depuis 1983, année où la Banque a placé dans chacune de ses agences des exemplaires des registres centraux de tous les soldes conservés chez elle, registres que le public peut consulter gratuitement. La Banque a effectué des paiements concernant 3 075 comptes et totalisant 1,6 million de dollars, ce qui représente une hausse de 20 % par rapport à l'année précédente. À la fin de 1990, le montant des soldes non réclamés gardés à la Banque s'élevait à 111,5 millions de dollars; ce montant figure au poste « Autres dépôts » de l'État de l'actif et du passif.

TABLEAUX EN ANNEXE

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles (en millions de dollars)¹

	Actif				Passif				
	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs nets en monnaies étrangères	Avances aux membres de l'ACP	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens			
						Banques à charte	Autres membres de l'ACP	Gouvernement canadien	Autres
1990									
Janvier	+ 424	- 2 375	+ 243	- 198	- 2 470	+ 567	- 47	- 10	+ 53
Février	+ 140	+ 4	- 450	- 211	+ 6	- 573	+ 2	+ 4	+ 44
Mars	+ 197	+ 318	+ 50	- 196	- 224	+ 456	- 22	- 3	+ 161
Avril	+ 209	- 573	+ 210	+ 179	+ 431	- 163	- 13	+ 5	- 236
Mai	- 121	+ 565	+ 82	- 6	+ 424	+ 29	+ 12	- 6	+ 62
Juin	- 198	+ 827	- 171	- 5	+ 732	- 212	- 59	+ 2	- 10
Juillet	+ 220	- 252	+ 364	+ 25	- 46	+ 367	- 12	+ 4	+ 45
Août	+ 593	- 1 041	- 336	+ 15	+ 32	- 857	+ 63	- 3	- 3
Septembre	+ 850	- 243	- 71	- 13	- 472	+ 189	- 54	+ 809	+ 49
Octobre	- 931	+ 222	- 90	+ 19	+ 112	+ 149	- 56	- 810	- 175
Novembre	- 1 972	+ 1 685	+ 144	+ 106	+ 163	- 380	+ 61	+ 2	+ 118
Décembre	- 238	+ 1 957	+ 185	+ 309	+ 2 189	+ 100	+ 29	- 4	- 101
Variation pour l'année	- 827	+ 1 094	+ 160	+ 24	+ 877	- 328	- 96	- 10	+ 8
1991									
Janvier	+ 28	- 1 359	- 141	- 172	- 2 542	+ 882	- 57	+ 6	+ 67

1. Les chiffres ayant été arrondis, le total pour l'année peut différer de la somme des variations mensuelles.

Réserves-encaisse des banques à charte et soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Réserves-encaisse des banques à charte			
		Montant minimum requis – Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada et en pièces de monnaie	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada
1990					
Janvier	1-15				1 753
	16-31	5 451	3 752	1 699	1 732
Février	1-15				1 214
	16-28	5 611	4 462	1 149	1 422
Mars	1-15				1 804
	16-31	5 390	3 603	1 787	1 955
Avril	1-15				1 825
	16-30	5 295	3 557	1 738	1 849
Mai	1-15				1 658
	16-31	5 213	3 574	1 639	1 664
Juin	1-15				1 733
	16-30	5 380	3 679	1 701	1 788
Juillet	1-15				1 541
	16-31	5 330	3 851	1 479	1 520
Août	1-15				1 436
	16-31	5 350	3 959	1 391	1 435
Septembre	1-15				1 349
	16-30	5 302	4 006	1 296	1 421
Octobre	1-15				1 383
	16-31	5 345	4 066	1 279	1 411
Novembre	1-15				1 338
	16-30	5 340	4 032	1 308	1 366
Décembre	1-15				1 542
	16-31	5 391	3 952	1 439	1 490
1991					
Janvier	1-15				1 331
	16-31	5 356	4 103	1 254	1 274
Février	1-15	5 546	4 695	851	943

Somme des pondérations des jours de réserve de la période	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Soldes de règlement des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements	
			Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables durant le mois
14	757	0,039	93	22
16	529	0,024		
15	981	0,047	101	20
13	3 549	0,195		
15	254	0,013	79	22
17	2 843	0,123		
14	1 218	0,065	89	20
15	1 667	0,083		
15	292	0,015	95	22
16	409	0,019		
17	546	0,024	88	21
15	1 311	0,065		
13	811	0,046	83	21
16	667	0,031		
15	677	0,033	72	23
19	834	0,032		
13	698	0,040	64	19
14	1 758	0,093		
15	1 561	0,076	82	22
16	2 123	0,097		
15	457	0,022	76	21
17	986	0,043		
14	1 443	0,075	86	19
16	814	0,037		
14	1 088	0,056	67	22
16	334	0,015		
17	1 555	0,064		

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien

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

	Opérations nettes ¹ avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques				
	Opérations ordinaires		Opérations de pension		
	Bons du Trésor	Obligations	Prises en pension ordinaires	Prises en pension spéciales	Cessions en pension
1990					
Janvier	- 1 070,0	-	+ 368,0	-	-
Février	- 1 180,0	-	- 154,6	+ 70,0	-
Mars	- 920,0	-	- 213,4	+ 20,0	-
Avril	- 630,0	-	-	- 90,0	-
Mai	-	-	-	-	-
Juin	- 365,0	-	+ 174,1	-	-
Juillet	- 880,0	-	+ 240,9	-	-
Août	- 1 655,0	-	- 205,0	-	-
Septembre	- 810,0	-	- 21,2	+ 830,0	-
Octobre	-	-	- 173,8	- 525,0	- 285,0
Novembre	- 2 340,0	-	- 15,0	- 305,0	+ 285,0
Décembre	- 2 067,0	-	-	-	- 610,0
Total	<u>- 11 917,0</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>- 610,0</u>
1991					
Janvier	- 4 217,0	-	+ 475,0	-	+ 610,0

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

2. Y compris les prises en pension ordinaires, les prises en pension spéciales et les cessions en pension

Opérations nettes avec le gouvernement ou d'autres clients				Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement ²		
Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Portefeuilles du gouvernement et d'autres clients		Bons	Obligations	Total
Bons	Obligations	Bons	Obligations			
+ 2 002,1	+ 10,0	- 896,0	-	+ 404,1	+ 10,0	+ 414,1
+ 1 977,2	- 136,7	- 415,8	+ 0,3	+ 296,8	- 136,4	+ 160,4
+ 1 849,6	+ 41,0	- 554,1	-	+ 182,1	+ 41,0	+ 223,1
+ 1 333,7	-	- 431,8	-	+ 181,9	-	+ 181,9
+ 683,0	- 243,1	- 584,0	-	+ 99,0	- 243,1	- 144,1
+ 867,0	- 26,5	- 797,2	-	- 121,1	- 26,5	- 147,6
+ 1 482,7	- 31,4	- 580,1	-	+ 263,5	- 31,4	+ 232,1
+ 3 429,7	+ 24,8	- 967,7	-	+ 602,0	+ 24,8	+ 626,8
+ 1 247,3	- 46,1	- 329,4	-	+ 916,7	- 46,1	+ 870,6
+ 708,8	+ 82,6	- 827,5	-	- 1 102,5	+ 82,6	- 1 019,9
+ 1 780,3	-	- 1 394,8	-	- 1 989,5	-	- 1 989,5
<u>+ 3 176,1</u>	<u>+ 62,1</u>	<u>- 782,4</u>	<u>+ 1,1</u>	<u>- 283,3</u>	<u>+ 63,2</u>	<u>- 220,1</u>
<u>+ 20 537,5</u>	<u>- 263,3</u>	<u>- 8 560,8</u>	<u>+ 1,4</u>	<u>- 550,3</u>	<u>- 261,9</u>	<u>- 812,2</u>
+ 3 721,2	-	- 564,5	+ 0,5	+ 24,7	+ 0,5	+ 25,2

Tableau 4

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et encours des pensions

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Avances aux banques à charte		Avances aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP	
		Nombre de jours	Encours moyen ¹	Nombre de jours	Encours moyen ²
1990					
Janvier	1-15	10	126,2	15	25,4
	16-31	12	128,6		
Février	1-15	11	180,4	11	17,9
	16-28	9	104,3		
Mars	1-15	11	74,0	13	16,7
	16-31	11	74,6		
Avril	1-15	9	67,9	12	20,7
	16-30	11	65,7		
Mai	1-15	11	85,8	16	22,0
	16-31	11	81,3		
Juin	1-15	11	67,6	15	16,1
	16-30	10	60,0		
Juillet	1-15	9	74,8	13	11,7
	16-31	12	92,3		
Août	1-15	11	56,2	16	12,1
	16-31	12	70,5		
Septembre	1-15	9	81,1	16	23,3
	16-30	10	61,0		
Octobre	1-15	10	71,7	15	15,7
	16-31	12	62,7		
Novembre	1-15	10	131,0	18	10,9
	16-30	11	64,3		
Décembre	1-15	10	68,1	15	28,1
	16-31	9	107,2		
1991					
Janvier	1-15	10	142,7	18	13,9
	16-31	12	79,6		
Février	1-15	11	145,4		

1. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables compris dans la période de calcul des moyennes

2. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables durant le mois

Prises en pension				Cessions en pension	
Prises en pension ordinaires		Prises en pension spéciales			
Nombre de jours	Encours moyen ¹	Nombre de jours	Encours moyen ¹	Nombre de jours	Encours moyen ¹
4	97,5	1	17,5	-	-
12	369,6	2	94,2	-	-
3	20,3	1	93,2	4	56,4
5	175,5	2	49,4	-	-
-	-	1	18,6	3	143,2
3	29,5	2	35,2	1	5,5
2	22,5	3	70,0	-	-
1	7,7	6	174,3	-	-
4	57,5	2	62,7	-	-
2	32,8	1	14,5	1	22,7
6	46,2	-	-	-	-
1	17,4	-	-	1	20,0
8	210,3	3	125,0	-	-
8	182,0	1	30,4	1	16,5
11	394,8	-	-	-	-
12	282,9	-	-	-	-
9	365,9	-	-	-	-
10	351,6	2	115,0	-	-
9	270,9	6	306,4	-	-
7	66,3	6	347,5	2	61,3
6	176,5	5	265,5	-	-
8	254,6	1	64,5	-	-
7	235,8	3	116,5	-	-
4	154,9	-	-	2	106,7
9	363,4	-	-	-	-
10	303,6	1	37,9	-	-
11	350,0	4	180,9	-	-

Tableau 5

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1990	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens					
4 janv.	9¾ % 1 ^{er} octobre 1997	7 ans, 8 mois et 28 jours	9,74	650	
25 janv.	10¼ % 1 ^{er} avril 1993	3 ans, 2 mois et 7 jours	10,34	850	
1 ^{er} févr.	12 % 1 ^{er} février 1990				400
	13¼ % 1 ^{er} février 1990				593
	10¼ % 1 ^{er} avril 1993	3 ans et 2 mois	9,92	75	
	10 % 1 ^{er} mars 1995	5 ans et 1 mois	9,80	150	
	9¾ % 1 ^{er} mai 2000	10 ans et 3 mois	9,78	825	
	9½ % 1 ^{er} juin 2010	20 ans et 4 mois	9,64	450	
				1 500	
15 févr.	9¾ % 1 ^{er} mai 2000	10 ans, 2 mois et 14 jours	10,09	750	
26 févr.	10 % 26 février 1990				500
	10 % 1 ^{er} mars 1995	5 ans et 3 jours	10,50	800	
6 mars	8¾ % 6 mars 1990				550
	11½ % 6 mars 1992	2 ans	11,70	1 000	
15 mars	13¾ % 15 mars 1990				839
	10¾ % 1 ^{er} mai 1993	3 ans, 1 mois et 17 jours	11,26	100	
	10½ % 1 ^{er} juin 1995	5 ans, 2 mois et 17 jours	10,88	400	
	10½ % 1 ^{er} juillet 2000	10 ans, 3 mois et 17 jours	10,51	550	
	10¼ % 15 mars 2014	24 ans	10,32	450	
				1 500	
23 mars	10,186 % 31 décembre 2019	29 ans, 9 mois et 8 jours	10,186	8 ¹	
29 mars	10½ % 1 ^{er} juillet 2000	10 ans, 3 mois et 3 jours	10,93	800	
11 avril	10½ % 1 ^{er} juin 1995	5 ans, 1 mois et 20 jours	11,23	850	
25 avril	9½ % 15 juin 1994				29 ²
	10 % 1 ^{er} octobre 1995				13 ²
	9¼ % 15 mai 1997				24 ²
	9 % 15 octobre 1999				15 ²
	9¾ % 15 décembre 2000				3 ²
	9½ % 1 ^{er} octobre 2001				33 ²
	8¾ % 1 ^{er} février 2002				6 ²
	9½ % 1 ^{er} octobre 2003				18 ²
26 avril	11¾ % 15 octobre 1993	3 ans, 5 mois et 19 jours	12,54	900	
1 ^{er} mai	5¼ % 1 ^{er} mai 1990				225
	5¼ % 1 ^{er} mai 1990				125
	13 % 1 ^{er} mai 1990				1 784
	11¾ % 15 octobre 1993	3 ans, 5 mois et 14 jours	12,53	150	
	11¾ % 1 ^{er} mars 1995	4 ans et 10 mois	12,34	450	
	11½ % 1 ^{er} septembre 2000	10 ans et 4 mois	11,66	400	
	11¼ % 1 ^{er} juin 2015	25 ans et 1 mois	11,43	500	
				1 500	
3 mai	9½ % 15 juin 1994				7 ²
	10 % 1 ^{er} octobre 1995				6 ²

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1990	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens					
3 mai	9¼ % 15 mai 1997				6 ²
	9 % 15 octobre 1999				4 ²
	9¾ % 15 décembre 2000				3 ²
	9½ % 1 ^{er} octobre 2001				8 ²
	8¾ % 1 ^{er} février 2002				1 ²
	9½ % 1 ^{er} octobre 2003				5 ²
31 mai	11¼ % 1 ^{er} juin 2015	25 ans et 1 jour	10,80	650	
1 ^{er} juin	11¾ % 1 ^{er} juin 1990				150
6 juin	9¼ % 6 juin 1990				550
	12¼ % 6 juin 1992	2 ans	12,42	1 000	
21 juin	10½ % 1 ^{er} juillet 2000	10 ans et 10 jours	10,79	850	
1 ^{er} juill.	8 % 1 ^{er} juillet 1990				600
	10¼ % 15 mars 2014	23 ans, 8 mois et 14 jours	10,71	650	
26 juill.	10¾ % 15 décembre 1995	5 ans, 4 mois et 20 jours	11,25	850	
1 ^{er} août	7½ % 1 ^{er} août 1990				500
	9 % 1 ^{er} août 1990				1 025
	11¼ % 15 octobre 1993	3 ans, 2 mois et 14 jours	11,30	50	
	10¾ % 15 décembre 1995	5 ans, 4 mois et 14 jours	11,10	250	
	10½ % 1 ^{er} juillet 2000	9 ans et 11 mois	10,70	700	
	10¼ % 15 mars 2014	23 ans, 7 mois et 14 jours	10,57	600	
				1 600	
16 août	10¾ % 15 mars 1998	7 ans, 6 mois et 30 jours	10,76	700	
28 août	10¾ % 15 décembre 1995	5 ans, 3 mois et 18 jours	10,56	850	
1 ^{er} sept.	10¾ % 1 ^{er} septembre 1990				550
5 sept.	10¼ % 5 septembre 1990				650
	10¾ % 5 septembre 1992	2 ans	10,87	1 200	
20 sept.	10½ % 1 ^{er} mars 2001	10 ans, 5 mois et 11 jours	10,73	850	
1 ^{er} oct.	10½ % 1 ^{er} octobre 1990				1 100
	12½ % 1 ^{er} octobre 1990				23
	10¼ % 1 ^{er} février 1994	3 ans et 4 mois	10,51	75	
	10¼ % 1 ^{er} mars 1996	5 ans et 5 mois	10,73	225	
	10½ % 1 ^{er} mars 2001	10 ans et 5 mois	10,97	800	
	11¼ % 1 ^{er} juin 2015	24 ans et 8 mois	11,17	500	
				1 600	
18 oct.	10¼ % 1 ^{er} février 1994	3 ans, 3 mois et 14 jours	10,93	850	
1 ^{er} nov.	11½ % 1 ^{er} septembre 2000	9 ans et 10 mois	11,45	800	
15 nov.	11¼ % 1 ^{er} juin 2015	24 ans, 6 mois et 16 jours	11,24	700	
5 déc.	10¼ % 5 décembre 1990				650
	10¾ % 5 décembre 1992	2 ans	10,48	1 300	

(À suivre)

Tableau 5

Titres négociables du gouvernement canadien : émissions et remboursements

Date en 1990	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance %	Valeur nominale, en millions de dollars	
				Livraisons	Remboursements ³
Titres libellés en dollars canadiens					
15 déc.	10¼ % 15 décembre 1990				575
	10¼ % 1 ^{er} février 1994	3 ans, 1 mois et 17 jours	10,39	50	
	10¼ % 1 ^{er} mars 1996	5 ans, 2 mois et 17 jours	10,38	75	
	10½ % 1 ^{er} mars 2001	10 ans, 2 mois et 17 jours	10,53	775	
	10½ % 15 mars 2021	30 ans et 3 mois	10,59	700	
				<u>1 600</u>	
	Ensemble des obligations en dollars canadiens			27 159	11 570
	Ensemble des bons du Trésor			319 000	304 150
Titres libellés en monnaies étrangères					
22 mars	500 millions de dollars É.-U. billets à 11½ % échéance 22 mars 1990				579
25 avril	41 millions de dollars É.-U. obligations à 10½ % échéance 15 juillet 1995				47 ²
25 avril	40 millions de dollars É.-U. obligations à 8½ % échéance 1 ^{er} avril 1998				46 ²
26 avril	6 millions de dollars É.-U. billets à 8½ % échéance 26 avril 1990				7 ⁴
3 mai	55 millions de dollars É.-U. obligations à 10½ % échéance 15 juillet 1995				64 ²
15 mai	200 millions de FS billets à 5½ % échéance 15 mai 1990				156
23 mai	10 millions de dollars É.-U. obligations à 10½ % échéance 15 juillet 1995				12 ²
	Ensemble des billets et obligations en monnaies étrangères			-	911
	Ensemble des bons du Canada			7 616	7 263 ⁵

1. Émission de 8,4 millions de dollars d'obligations à intérêt composé arrivant à échéance le 31 décembre 2019. L'intérêt, qui est capitalisé deux fois l'an, est calculé au taux de 10,186 %, pour une valeur totale de rachat de 162,5 millions de dollars à l'échéance.
2. Annulation d'obligations achetées sur le marché
3. Montant en monnaies étrangères converti en dollars canadiens au cours du midi à la date de remboursement
4. Obligations émises par Canadair Limitée le 26 avril 1982 et prises en charge par le gouvernement canadien le 12 février 1986
5. Les bons du Canada sont des billets libellés en dollars É.-U. émis pour une échéance ne dépassant pas 270 jours.

COMMUNIQUÉ

Cibles de réduction de l'inflation

le 26 février 1991
OTTAWA

Le gouverneur de la Banque du Canada, M. John Crow, dans une annonce faite conjointement avec le ministre des Finances, a dévoilé aujourd'hui une série de cibles visant la réduction de l'inflation et la réalisation de la stabilité des prix au Canada.

Ces cibles ont été établies dans l'intention de donner une idée claire de l'orientation à la baisse qui sera imprimée au taux d'inflation à moyen terme. Les réductions prévues seront graduelles, mais constantes, jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Un certain nombre de politiques des pouvoirs publics autres que la politique monétaire peuvent jouer un rôle important dans cette entreprise. Toutefois, comme l'inflation ne peut persister pendant une longue période que si elle est tolérée par la politique monétaire, il importe que cette dernière garde résolument et constamment le cap sur l'objectif de la stabilité des prix.

Les cibles arrêtées pour l'évolution, d'une année à l'autre, de l'indice des prix à la consommation (IPC) sont les suivantes :

- 3 % à la fin de 1992;
- 2½ % au milieu de 1994;
- 2 % à la fin de 1995.
- Après 1995, l'objectif serait de continuer à faire baisser le taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Beaucoup de recherches ont déjà été effectuées au Canada pour déterminer ce qu'est, dans la pratique, la stabilité du niveau général des prix. Les résultats de ces recherches donnent à penser qu'il y a stabilité des prix lorsque le taux de croissance de l'IPC est nettement inférieur à 2 %. Une définition plus précise de la stabilité des prix n'est pas fournie pour le moment, au cas

où, dans les années à venir, de nouveaux résultats d'analyses sur ce sujet seraient obtenus. Il reste également à fixer une trajectoire pour la réduction de l'inflation dans les années postérieures à 1995; mais, de nouveau, jusqu'à preuve du contraire, l'objectif demeurera la réalisation de progrès soutenus.

Compte tenu du laps de temps qui s'écoule entre le moment où les politiques sont mises en œuvre et celui où elles agissent sur l'inflation, aucune cible précise n'a été arrêtée en ce qui concerne l'évolution de l'inflation en 1991. Toutefois, la trajectoire cible annoncée est compatible avec une augmentation de l'IPC de 5 % environ d'une année à l'autre (c'est-à-dire moins de 4 % si l'on exclut l'incidence de la TPS) pour la fin de 1991.

Dans les mesures qu'elle prendra pour atteindre les cibles fixées, la Banque du Canada visera, pour des raisons pratiques, l'indice des prix à la consommation, sans les composantes très volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, tel qu'il est publié par Statistique Canada. Mais, même sans ces composantes, le niveau des prix à la consommation reste assez variable, et les cibles doivent être considérées comme le milieu d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ces points médians. En longue période, toutefois, l'IPC global et l'IPC hors alimentation et énergie devraient en gros afficher des profils d'évolution similaires.

La Banque fera état de temps à autre des progrès réalisés à l'égard des cibles annoncées, particulièrement dans le Rapport qu'elle publie chaque année en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada*.

Afin d'assurer le respect du programme tracé, le gouverneur a déclaré que la Banque surveillera de près les taux tendanciels de l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale, pour s'assurer qu'ils sont compatibles avec les cibles, et ajustera en conséquence sa politique monétaire. En établissant des cibles précises, toutefois, les autorités monétaires entendent encourager les Canadiens à fonder leurs décisions en matière économique sur l'orientation à la baisse annoncée pour l'inflation afin que le ralentissement poursuivi soit atteint plus aisément; en outre, un tel ralentissement contribuerait à faire baisser les taux d'intérêt.

L'importance qu'il y a, pour la tenue de l'économie, à garantir que la confiance des Canadiens à l'égard de la valeur de la monnaie ne sera pas entamée par une inflation chronique explique le rôle dévolu à ces cibles dans la poursuite de la stabilité des prix. L'économie ne fonctionnera ni de façon équitable ni au mieux de ses capacités si les Canadiens n'ont pas cette confiance. La stabilité des prix fournira la base monétaire solide qui est nécessaire pour une expansion économique durable.

La Banque publiera incessamment un document d'information technique qui donnera plus de détails sur la mise en œuvre des cibles en matière de réduction de l'inflation.

ÉTATS FINANCIERS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

COOPERS & LYBRAND

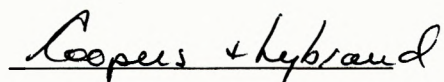
PEAT MARWICK

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1990 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Banque. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur notre vérification.

Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir un degré raisonnable de certitude quant à l'absence d'inexactitudes importantes dans les états financiers. La vérification comprend le contrôle par sondages des informations probantes à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement à tous égards importants, la situation financière de la Banque au 31 décembre 1990 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.



Comptables agréés

Ottawa, Canada

le 25 janvier 1991

Banque du Canada

État des revenus et dépenses

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1990
(avec chiffres comparatifs pour 1989)

	1990	1989
	En millions de dollars	
REVENUS :		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 46,7 \$ (42,8 \$ en 1989)	<u>2 615,2 \$</u>	<u>2 424,5 \$</u>
DÉPENSES :		
Traitements ¹	78,9	72,1
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ²	10,9	9,1
Autres frais de personnel ³	2,8	2,3
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1
Honoraires et frais des vérificateurs	0,6	0,5
Impôts municipaux et taxes d'affaires	10,3	9,5
Coût des billets de banque	41,5	40,0
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	7,8	6,3
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location ⁴	19,8	19,7
Impression des publications	0,8	1,0
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2,4	2,4
Postes et messageries	1,7	1,8
Télécommunications	2,0	1,8
Déplacements et mutations	3,4	2,7
Autres dépenses	<u>3,6</u>	<u>2,9</u>
	186,6	172,2
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>20,1</u>	<u>13,5</u>
	206,7	185,7
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	<u>2 408,5 \$</u>	<u>2 238,8 \$</u>

1. Traitements, y compris le temps supplémentaire des employés autres que ceux qui sont 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 2 301 en 1990, contre 2 255 en 1989.

2. Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel non affecté à l'entretien des immeubles

3. Les autres frais de personnel comprennent les gratifications de départ à la retraite et les dépenses consacrées à la formation professionnelle.

4. Les frais d'entretien des immeubles comprennent l'entretien des bâtiments et de l'équipement ainsi que les frais de personnel connexes.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

Banque du Canada

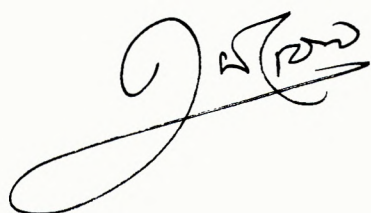
État de l'actif et du passif

au 31 décembre 1990
(avec chiffres comparatifs pour 1989)

ACTIF	1990	1989
	En millions de dollars	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	343,8 \$	352,4 \$
Autres devises	24,0	17,5
	<u>367,8</u>	<u>369,9</u>
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (notes 2 et 7)	470,7	311,6
Placements — à leurs valeurs amorties (note 3) :		
Bons du Trésor du Canada	10 247,8	10 815,7
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	3 997,2	3 424,6
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	5 753,4	6 584,8
Autres placements	<u>3 863,7</u>	<u>2 764,8</u>
	23 862,1	23 589,9
Immeubles de la Banque (note 4)	167,6	138,4
Intérêts courus sur placements	284,7	293,8
Autres éléments de l'actif	121,6	76,0
	<u><u>25 274,5 \$</u></u>	<u><u>24 779,6 \$</u></u>

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

PASSIF	1990	1989
	En millions de dollars	
Capital versé (note 5)	5,0 \$	5,0 \$
Fonds de réserve (note 6)	25,0	25,0
Billets en circulation	22 970,0	22 092,6
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	10,6	20,7
Banques à charte	1 458,3	1 786,6
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	134,0	229,7
Autres dépôts	405,8	397,3
	<u>2 008,7</u>	<u>2 434,3</u>
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	210,4	209,0
Chèques de la Banque du Canada non compensés	47,8	7,6
Autres éléments du passif	7,6	6,1
	<u>25 274,5 \$</u>	<u>24 779,6 \$</u>



Le gouverneur, J. W. CROW



Le comptable en chef, J.-P. AUBRY

Banque du Canada

Notes complémentaires aux états financiers

31 décembre 1990

1. Principales conventions comptables :

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) 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. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Les immeubles de la Banque, qui comprennent les terrains, les bâtiments et l'équipement, sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice d'achat, à l'exception des projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice d'aliénation.

e) Régime de retraite :

Les contributions de la Banque au régime de retraite sont passées en charges au moment où elles sont versées. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

f) Assurance :

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements :

Les avances incluent des prêts d'un montant total de 29,6 millions de dollars (46,4 millions de dollars en 1989) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, dont la liquidation a été ordonnée par les tribunaux. En se basant sur les renseignements disponibles, la Banque du Canada est d'avis que ce montant sera intégralement recouvré à même les fonds provenant des opérations de réalisation.

3. Placements :

Les placements peuvent inclure des titres du gouvernement du Canada détenus en vertu de prises en pension. Au 31 décembre 1990 et 1989, la Banque ne détenait aucun titre en pension. Les placements ne comprennent pas les titres du gouvernement canadien d'un montant de 607,9 millions de dollars qui ont été cédés avec clause de rachat pour le 2 janvier 1991 (ce montant égalait zéro à la fin de 1989).

4. Immeubles de la Banque :

	1990		1989	
	En millions de dollars			
	Coût	Amortissement cumulé	Net	Net
Terrains et bâtiments	173,8 \$	74,3 \$	99,5 \$	102,7 \$
Équipement informatique	40,6	25,5	15,1	5,4
Autre équipement	62,9	38,2	24,7	24,3
	277,3	138,0	139,3	132,4
Projets en cours	28,3	–	28,3	6,0
	305,6 \$	138,0 \$	167,6 \$	138,4 \$

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 \$ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Modalités légales :

La garantie que détient la Banque du Canada en ce qui concerne les avances à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque englobe les portefeuilles de prêts de ces établissements. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, les tribunaux doivent actuellement trancher deux questions. Le 30 mars 1990, la Cour du banc de la reine de l'Alberta a statué que les intérêts reçus en vertu du portefeuille ne font pas partie de la garantie que détient la Banque, et ce jugement a fait l'objet d'un appel auprès de la Cour d'appel de l'Alberta. Des requêtes ont également été présentées devant les tribunaux contestant les conclusions du liquidateur selon lesquelles le portefeuille de prêts effectués en Californie fait partie de la garantie dont dispose la Banque. Si les tribunaux décidaient une fois pour toutes que tous les intérêts ou l'ensemble du portefeuille de prêts faits en Californie ne faisaient pas partie de cette garantie, des redressements pourraient être apportés aux montants comptabilisés à titre de revenu. Cependant, les renseignements disponibles actuellement ne permettent pas d'estimer l'ampleur éventuelle de tels redressements.

8. Engagements :

Au 31 décembre 1990, le total des engagements en vertu de contrats de construction d'immeubles et d'acquisition d'équipement était de 62,0 millions de dollars. Ces contrats prévoient le versement de ces montants au cours des quatre prochaines années et concernent tous des projets liés aux responsabilités de la Banque en matière d'émission des billets de banque.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	Gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
Gordon G. Thiessen	Premier sous-gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO (ONTARIO)
William A. Graham	LONDON (ONTARIO)
Brian R. Heidecker	CORONATION (ALBERTA) <i>Membre du Comité de direction</i>
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD) <i>Membre du Comité de direction</i>
Harold W. Lane, c.r.	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
Leslie M. Little, c.r.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) <i>Membre du Comité de direction</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT (QUÉBEC)
Susan H. Patten	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)
Ernest G. Penner	STEINBACH (MANITOBA)
Guylaine Saucier, OC	MONTREAL (QUÉBEC) <i>Membre du Comité de direction</i>
Membre d'office	
Frederick W. Gorbet	Sous-ministre des Finances <i>Membre du Comité de direction</i>

PRINCIPAUX CADRES

- John W. Crow, *gouverneur*
Gordon G. Thiessen, *premier sous-gouverneur*
- J. N. Ross Wilson, *sous-gouverneur*
Charles Freedman, *sous-gouverneur*
W. Albert McKay, *directeur administratif*
Frank Faure, *conseiller*
Alvin C. Lamb, *conseiller*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *conseillère et secrétaire*
William E. Alexander, *conseiller*
- Conseillers associés**
Jacques Clément, *chef, Valeurs, Bureau de Montréal*
Donald R. Stephenson
- Département des Valeurs**
Vaughn O'Regan, *chef*
L. Theodore Requard, *sous-chef*
Ian D. Clunie, *chef, Analyse du marché des valeurs et Opérations d'open market*
James F. Dingle, *conseiller en valeurs²*
Patrick E. Demerse, *conseiller en valeurs*
Kevin J. Clinton, *conseiller en valeurs*
Stephen L. Harris, *conseiller en valeurs*
Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*
- Département des Recherches**
David E. Rose, *chef*
John G. Selody, *sous-chef*
Paul R. Fenton, *conseiller en recherches*
- Département des Études monétaires et financières**
Pierre Duguay, *chef*
R. Bruce Montador, *sous-chef*
David J. Longworth, *conseiller en recherches*
Clyde A. Goodlet, *conseiller en recherches*
- Département des Relations internationales**
John D. Murray, *chef*
Stephen S. Poloz, *sous-chef*
Nicholas Close, *chef, Opérations sur devises*
Brian P. J. O'Reilly, *conseiller en recherches*
- Département de la Vérification**
Janet Cosier, *vérificatrice*
Peter Koppe, *sous-vérificateur*
- Bernard Bonin, *sous-gouverneur*
William R. White, *sous-gouverneur*
Serge Vachon, *conseiller¹*
Tim E. Noël, *conseiller*
W. Paul Jenkins, *conseiller*
John E. H. Conder, *conseiller*
† Voir ci-dessous.
- Département des Opérations bancaires**
Donald G. M. Bennett, *chef*
Roy L. Flett, *chef associé*
William R. Melbourn, *sous-chef*
Gordon B. May, *sous-chef*
C. Ross Tousaw, *conseiller en opérations bancaires*
Alexander G. Keith, *agent (Calgary) et représentant financier régional*
- Département de la Dette publique**
Bonnie J. Schwab, *chef*
- Secrétariat**
Louise Vaillancourt-Châtillon, *secrétaire*
Guy Thériault, *sous-secrétaire*
SYSTÈMES DE LA DETTE
James M. McCormack, *coordonnateur de programmes*
- Département de l'Automatisation**
Daniel W. MacDonald, *chef*
- Département du Personnel**
George M. Pike, *chef*
Claude J.-B. Montambault, *sous-chef*
- Département de la Gestion des immeubles**
Colin J. Stephenson, *chef*
Kenneth W. Kaine, *sous-chef*
- Département de Contrôle**
Jean-Pierre Aubry, *contrôleur et chef de la comptabilité*
Frank J. Mahoney, *sous-contrôleur*

1. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
2. Également président suppléant du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

† Jacques A. Bussièrès, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.

REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Département des Valeurs

Montréal

Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*

Toronto

Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

Vancouver

Ritha Khemani, *représentante*

Département des Relations internationales

Montréal

Gautam Hooja, *cambiste-conseil*

Toronto

Poste vacant, *cambiste-conseil*

Département des Opérations bancaires

Halifax

Robert E. Burgess, *agent*

Saint John

Kenneth T. McGill, *agent*

Montréal

J. G. Michel Sabourin, *agent*

Ottawa

Robert Dupont, *agent*

Toronto

William G. Percival, *agent*

Winnipeg

Poste vacant, *agent*

Regina

Graham L. Page, *agent*

Calgary

Alexander G. Keith, *agent et représentant
financier régional*

Vancouver

William H. Watson, *agent*